

Situación Brasil

PRIMER TRIMESTRE 2018



Brasil: la recuperación se consolida; los riesgos se mantienen

1. El crecimiento de la economía brasileña ha sorprendido al alza a lo largo de 2017, consolidando las perspectivas de recuperación cíclica de la actividad. Han contribuido de manera particularmente importante las mejoras en el entorno global, en especial la aceleración del crecimiento mundial. Tomando estos factores en cuenta, hemos revisado al alza las previsiones de crecimiento para Brasil. **Estimamos que la economía cerrará 2017 con una expansión de 1,0% y prevemos aumentos del PIB de 2,1% en 2018 y de 3,0% en 2019**
2. **La inflación ya ha tocado fondo, pero su aceleración a partir de ahora será gradual, permitiendo al Banco Central mantener los tipos de interés SELIC en niveles históricamente bajos.** En concreto, la inflación debe alcanzar 4,3% en 2018 y 4,7% en 2019, tras cerrar 2017 en 2,9%, mientras que los tipos SELIC deben pronto alcanzar 6,75% y permanecer en este nivel por un largo período de tiempo
3. Si bien en nuestro escenario base la economía se seguirá recuperando y se afrontará el problema fiscal con una reforma de la seguridad social y otras medidas a partir del inicio del próximo gobierno en 2019, **no se puede descartar que los riesgos políticos y fiscales se materialicen, frenando la recuperación e incluso generando un nuevo episodio de retroceso económico**



GLOBAL

Se reafirma el crecimiento global y se moderan los riesgos a corto plazo



El crecimiento global se reafirma

 **01** **Mejoran las previsiones para EE.UU., China y eurozona**
Existe menor incertidumbre en el corto plazo

 **02** **Perspectivas más positivas para los países emergentes**
Mayor demanda global y aumento del precio de las materias primas

 **03** **Más cautela en los mercados financieros**
Las expectativas de menor liquidez pueden reducir los flujos a emergentes

 **04** **Inflación subyacente contenida**
Aunque los factores de presión a la baja van desapareciendo

 **05** **Los bancos centrales siguen avanzando hacia la normalización**
Los motivos para retirar estímulos se van materializando

 **06** **Riesgos globales**
Menores en el corto plazo; sin cambios en el medio y largo plazo

Razones para el optimismo en las grandes áreas, aunque con cautela

EE.UU.



- Revisión al alza del crecimiento
- Mejora del mercado de trabajo
- Aprobación de la reforma fiscal
- Cambios continuistas en la Fed

CHINA



- Desaceleración moderada
- Algunas reformas ya en marcha
- Conclusiones positivas en el XIX Congreso del PCCh
- Mayor crecimiento potencial

EUROZONA

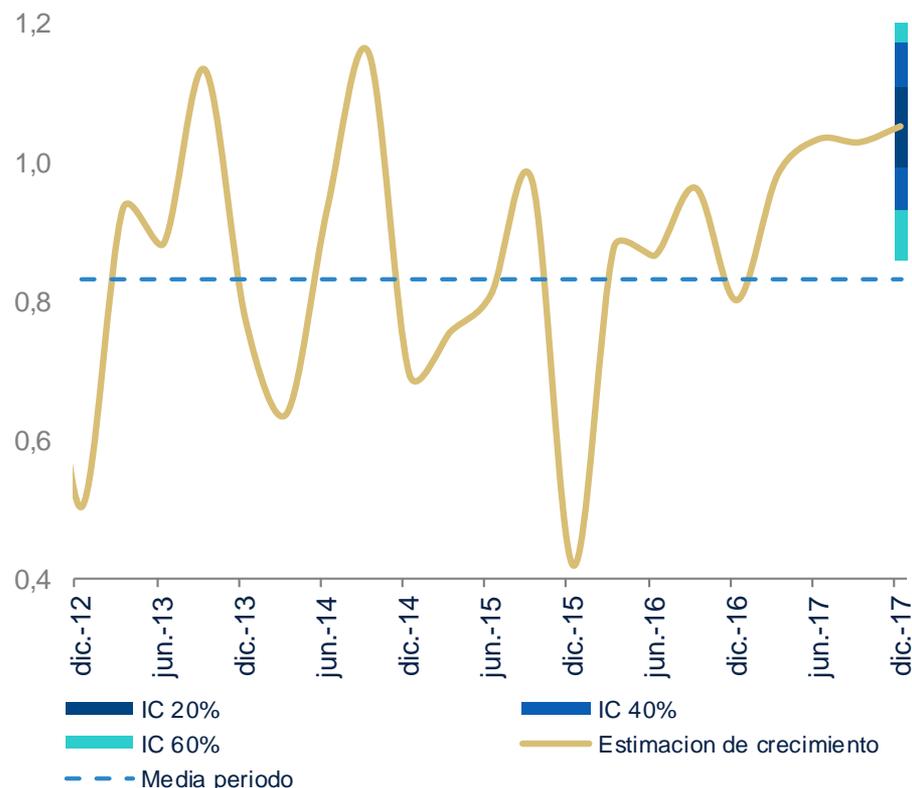


- Mayor crecimiento de lo esperado
- Demanda interna más robusta
- Menor incertidumbre política
- Planes de mayor integración

Crecimiento global: robusto y sostenido

Crecimiento del PIB mundial

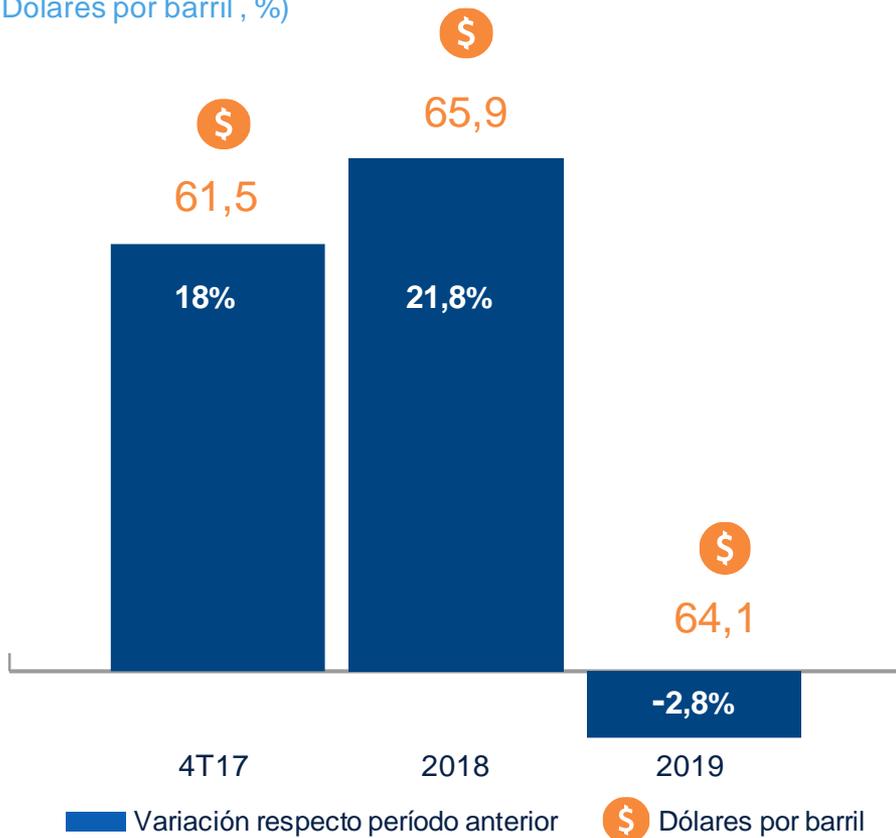
(Previsiones basadas en BBVA-GAIN %, t/t)



- ◆ El crecimiento mundial, apoyado en la recuperación del sector industrial, se mantiene
- ◆ Los indicadores de confianza siguen mejorando, y anticipan la continuidad de un panorama positivo
- ◆ El consumo privado continúa sustentando el crecimiento en las economías avanzadas y gana impulso en las emergentes

Mejoran las perspectivas para las economías emergentes

Precio del petróleo (Dólares por barril, %)

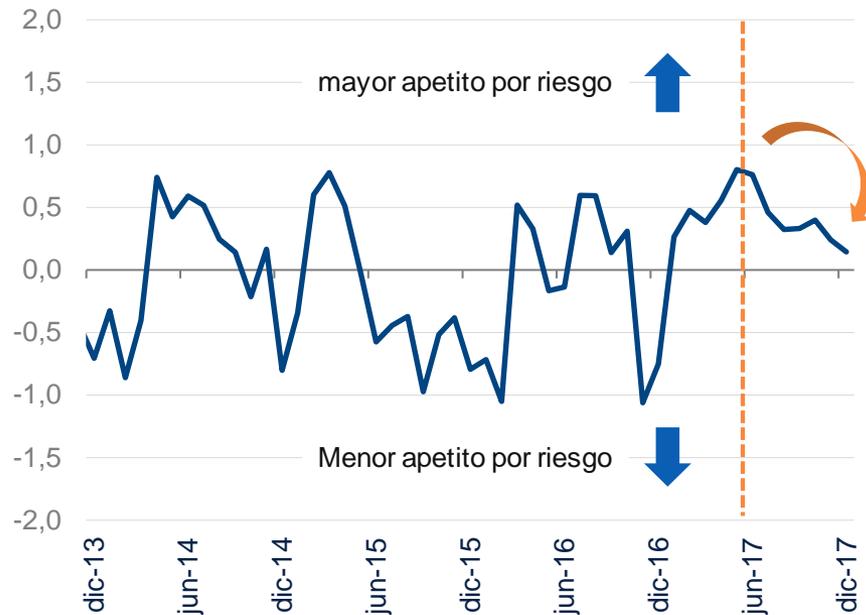


- ◆ El aumento del precio del petróleo refleja una mayor demanda global, que explicaría alrededor del 60% de su incremento
- ◆ Pero también se debe a factores de oferta, ligados a los riesgos geopolíticos y a la corrección de inventarios
- ◆ Impacto positivo y significativo en las economías emergentes productoras de materias primas
- ◆ No obstante, seguimos esperando que los precios converjan a 60 dólares por barril en el medio plazo, por la mayor competencia y los cambios estructurales en el sector energético

Cautela en mercados financieros, con moderación gradual de flujos a emergentes

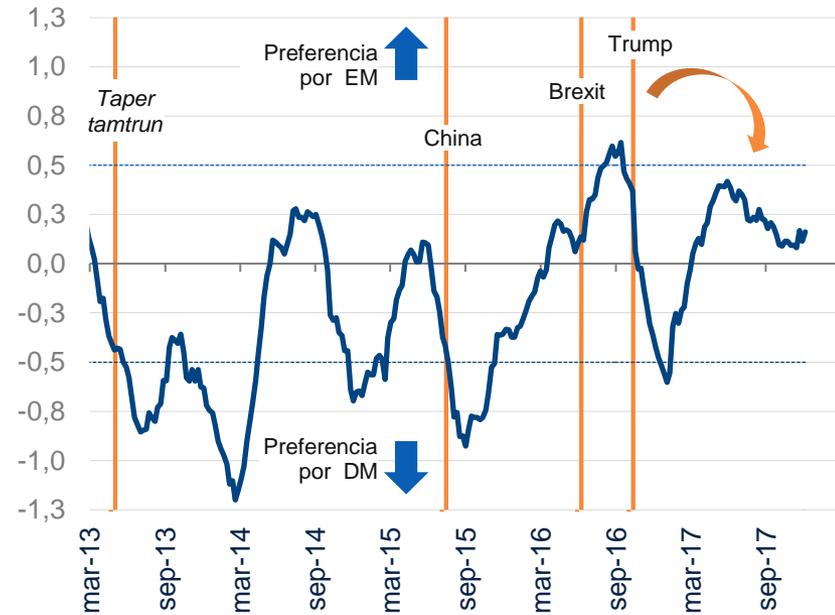
Indicador de apetito por el riesgo

(Factor 1 (global), análisis de flujos EPFR)



Apetito del inversor por emergentes (EM) vs desarrollados (DM)

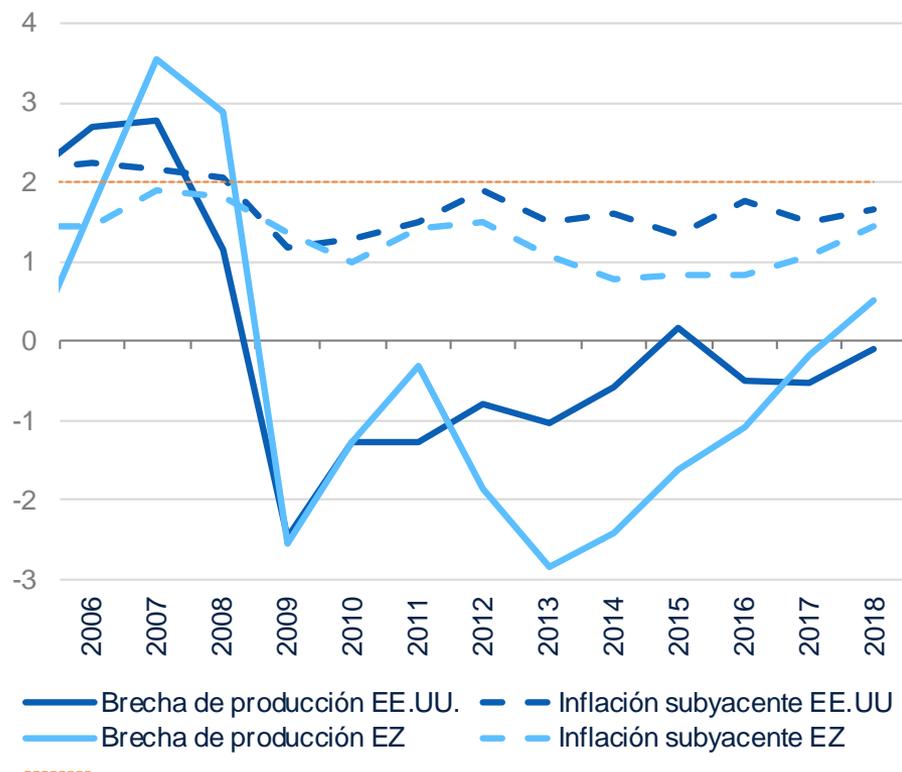
(Entrada de flujos en EM vs. DM en % de activos bajo gestión)



Inflación subyacente contenida

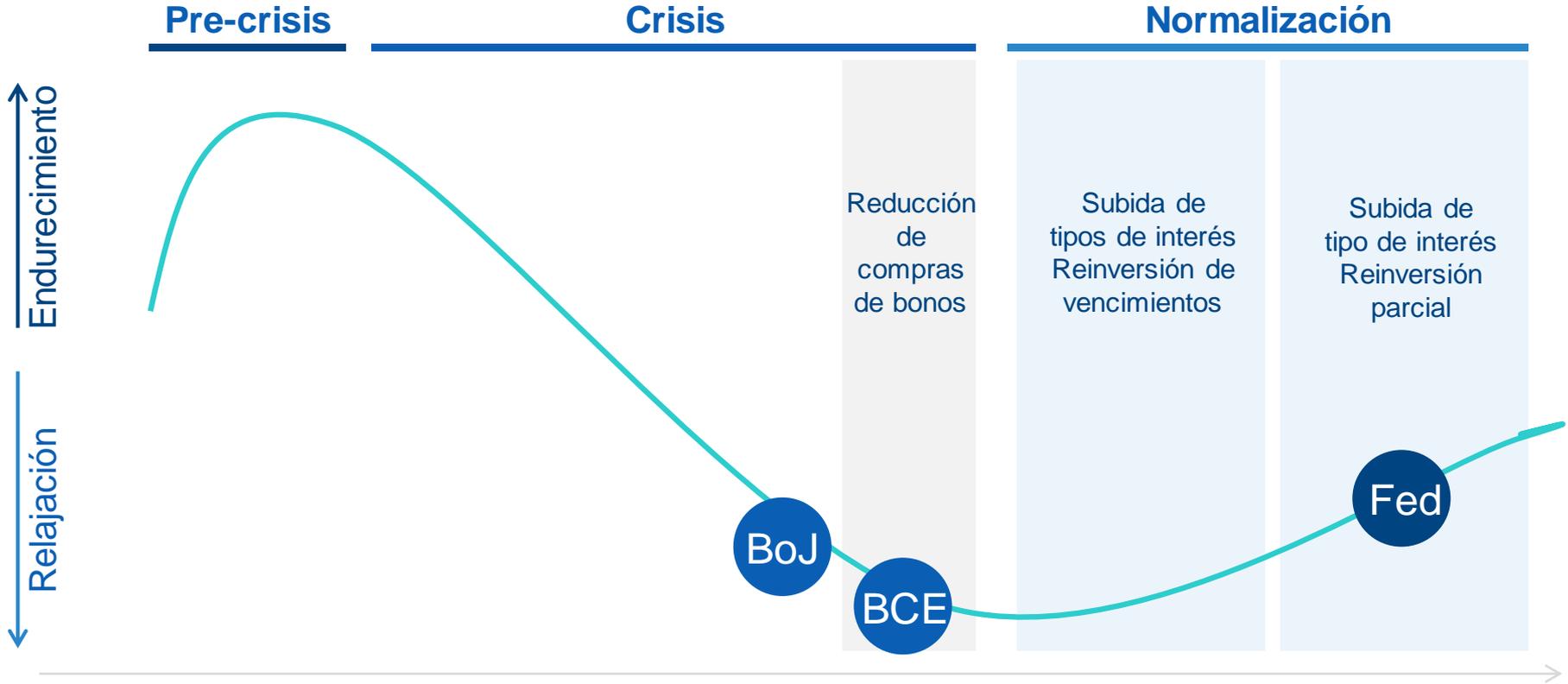
EEUU y Europa: brecha de producción e inflación subyacente

(% PIB potencial, % a/a)



- ◆ Reducción de la capacidad ociosa de la economía, pero con **margen para crecer sin fuertes presiones inflacionistas**
- ◆ **Menor reacción de los precios al aumento de la actividad**, por varios motivos:
 - Globalización
 - Flexibilización mercados de trabajo
 - Expectativas de inflación bajas
 - Crecimiento de la productividad reducido
- ◆ **El aumento del precio del petróleo presionará al alza la inflación en el corto plazo**, facilitando el avance en la normalización de los bancos centrales en las economías desarrolladas

Retirada de las medidas no convencionales de política monetaria



La Fed acelera la normalización mientras el BCE la gradúa



FED

Ciclo alcista de tipos y reducción del balance en marcha

Subida prevista de 75pbs en 2018 hasta 2,25% y reducción del balance de 500.000 millones de dólares



BCE

Reducción del QE, pero extensión hasta septiembre de 2018

No se producirán subidas de tipos antes de 2019

Foco: ganar margen de maniobra

Foco: evitar una aceleración repentina de tipos de interés de largo plazo

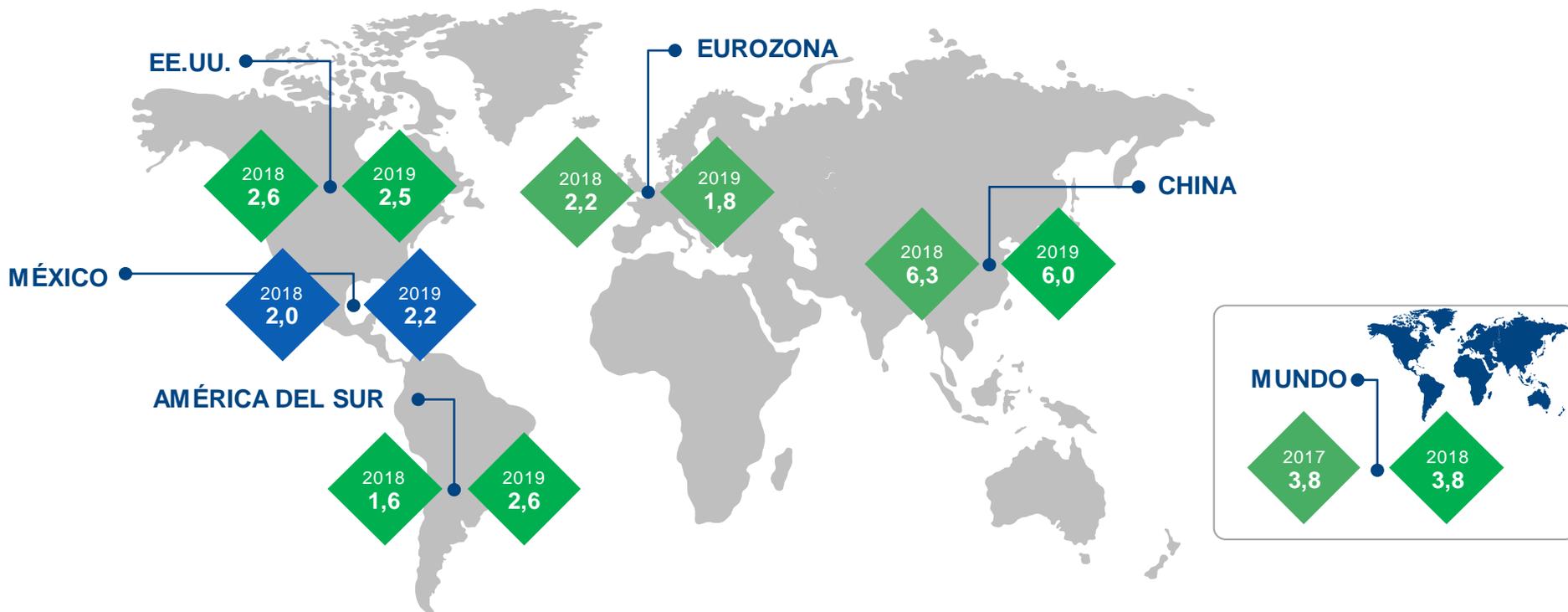
Elementos de incertidumbre:

Política: relevos en los consejos de gobierno (Fed, BCE)

Macro: posibles sorpresas en inflación

Mercados: tipos largos y pendiente de la curva

Revisión generalizada del crecimiento al alza

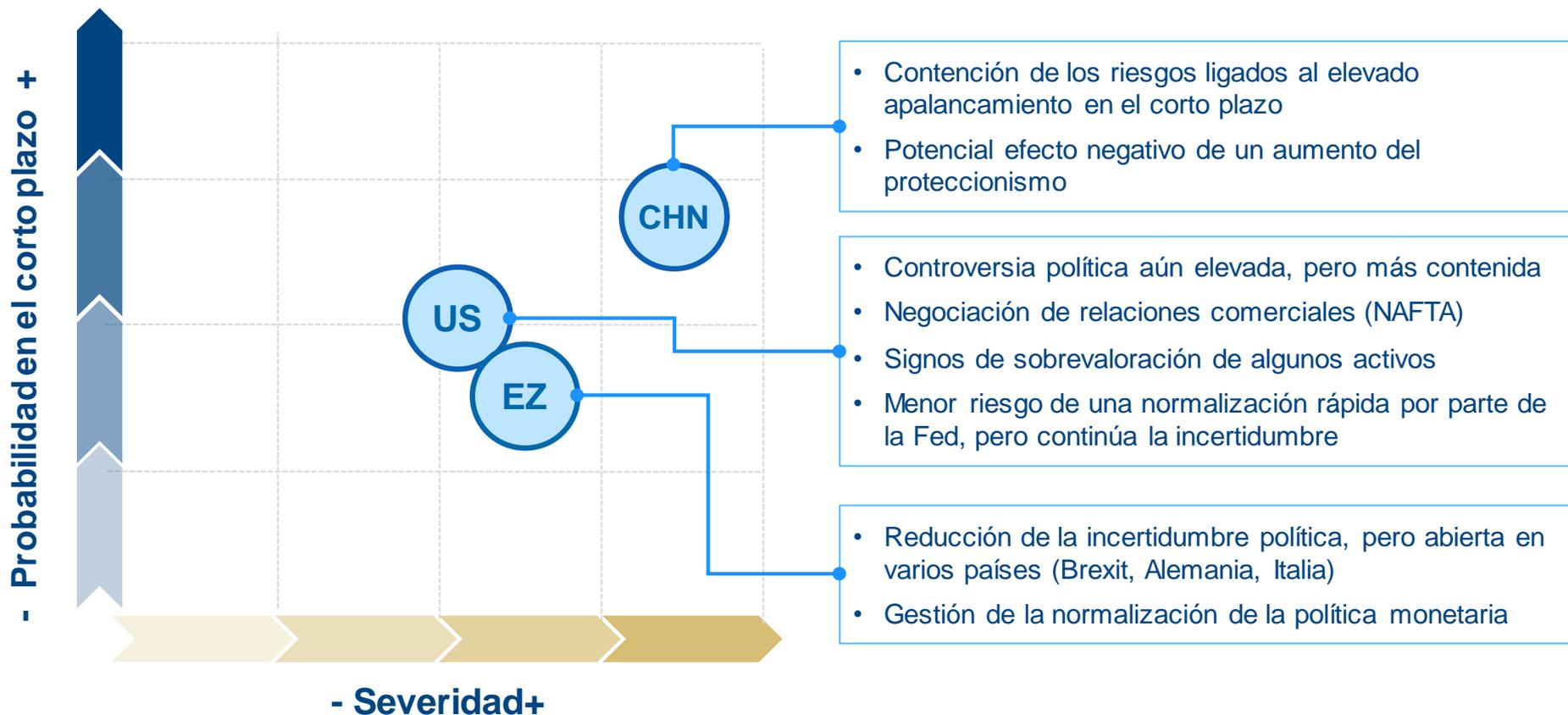


■ Sube respecto a las previsiones en octubre 2017

■ Se mantiene

■ Baja

Riesgos globales: menores en el corto plazo



**Otros riesgos : Geopolíticos (Corea del Norte); Proteccionismo (China –EE.UU.)

BRASIL

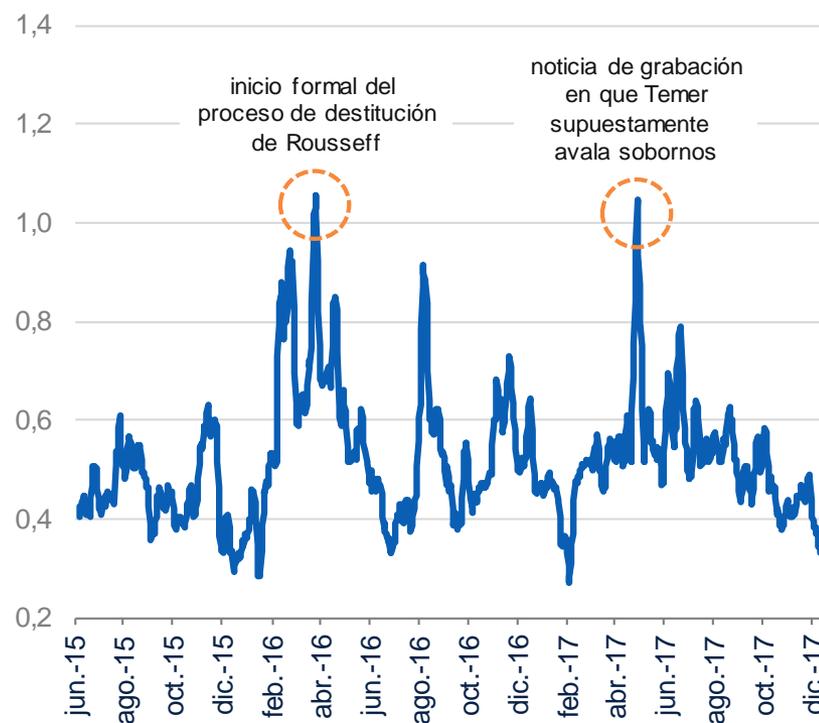
La recuperación se consolida;
los riesgos se mantienen



Las tensiones políticas deben volver a aumentar en la medida que se acerquen las elecciones presidenciales de octubre

- ◆ Las tensiones políticas volvieron a caer en los últimos meses. Por un lado, se redujo la incertidumbre sobre la permanencia en la presidencia de Michel Temer y, por otro lado, todavía quedan varios meses para las elecciones presidenciales
- ◆ **Lula, que todavía puede ser impedido de ser candidato por una eventual condena por corrupción, así como el derechista Jair Bolsonaro lideran las intenciones de voto para presidente, según las encuestas**
- ◆ **Todavía no queda claro si Lula o Bolsonaro respaldarían una política económica ortodoxa y las reformas (en particular, la de la seguridad social), lo que alimenta los riesgos políticos**
- ◆ En todo caso, lo más probable es que moderen su discurso en caso de victoria o que una candidatura más centrista emerja y acabe ganando las elecciones

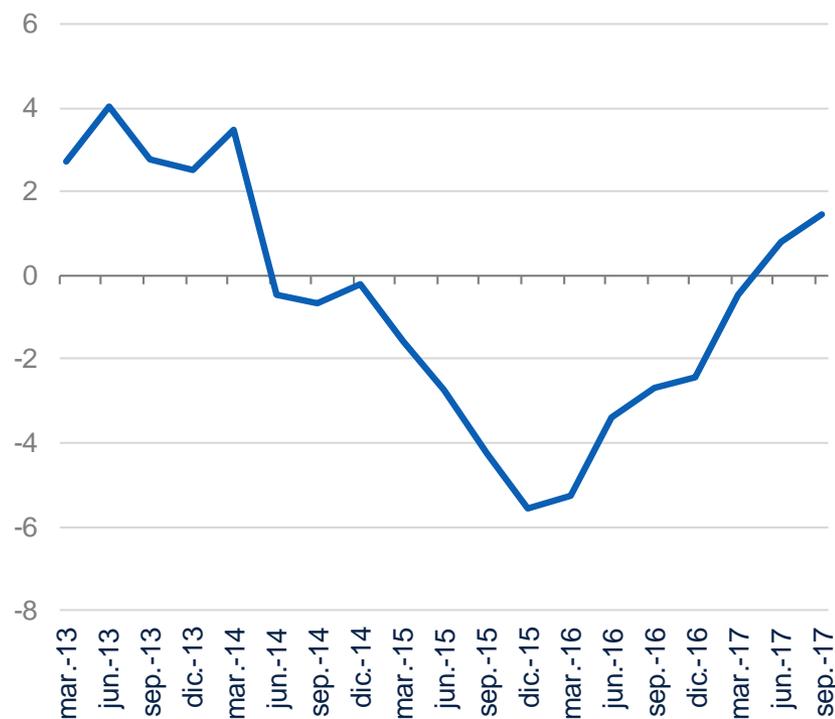
Índice de tensiones políticas en Brasil de BBVA Research *
(media móvil de los últimos siete días)



El crecimiento económico se ha ido consolidando a lo largo de 2017

- ◆ La recesión ha quedado atrás. El PIB lleva ya algunos trimestres creciendo a tasas positivas
- ◆ En particular, en el 3T17 el crecimiento fue de 1.4% a/a (0.1% m/m)
- ◆ Las exportaciones y el consumo privado llevan contribuyendo positivamente al PIB desde el inicio del año
- ◆ En el 3T17 crecieron, respectivamente, al 10,8% a/a (4,1% m/m) y al 2,1% a/a (1,1% m/m).
- ◆ La inversión en capital fijo, que perdió 30% desde la segunda mitad de 2013, volvió a crecer positivamente en la segunda mitad del año (en el 3T17 en términos intertrimestrales y posiblemente en el 4T17 en términos anuales)

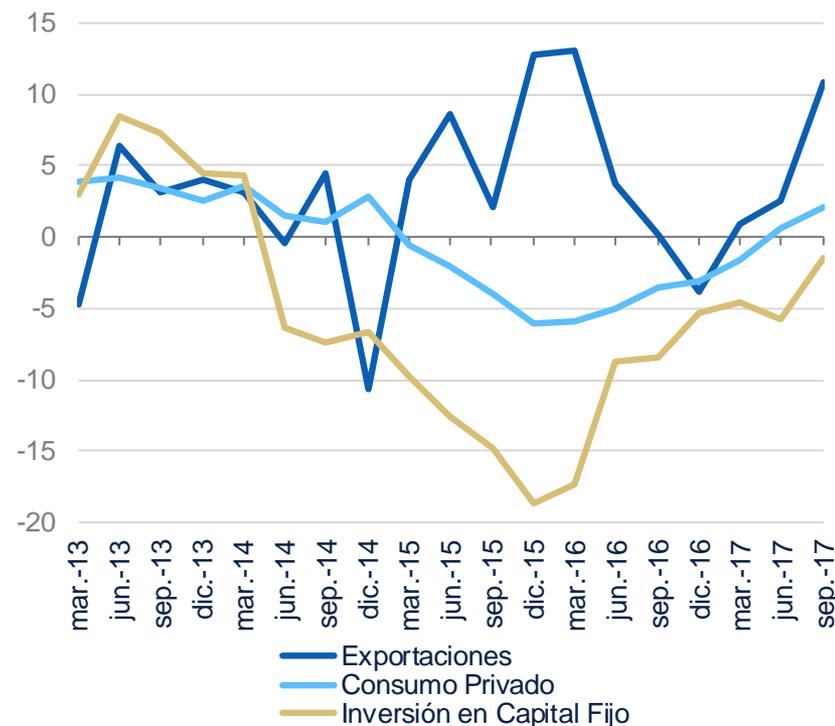
Crecimiento del PIB
(% a/a)



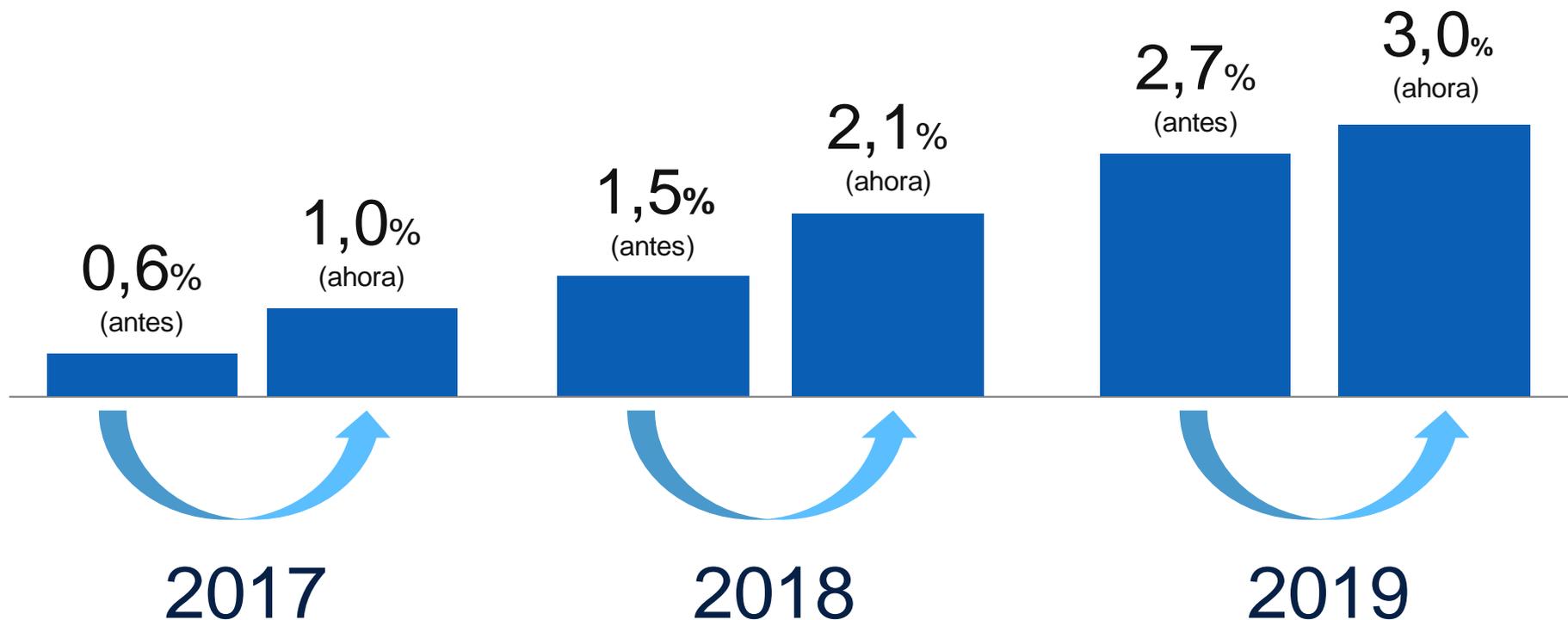
Robustez de las exportaciones y recuperación del consumo privado y de las inversiones sostienen la retomada cíclica de la economía

- ◆ A las exportaciones les apoyan el entorno global, así como unos términos de intercambio y tipo de cambio favorables
- ◆ El consumo privado, que representa dos tercios del PIB, ha estado acelerándose debido a la moderación de la inflación y a las mejoras en el mercado laboral, y pese la debilidad del mercado de crédito
- ◆ El desempleo alcanzó 12,0% en nov-17 (13,70% en mar-17) ayudando a la masa salarial real a crecer por encima de 4% en los últimos meses.
- ◆ Con respecto a la inversión, ha sido estimulada por la recuperación del consumo, la política monetaria expansiva y la reducción de la incertidumbre política
- ◆ Tanto el consumo público como la expansión de las importaciones continúan contribuyendo negativamente al PIB

Exportaciones, consumo privado e inversión
(% a/a)



Mejoran las perspectivas de crecimiento para Brasil, principalmente por el mayor optimismo con respecto al entorno global

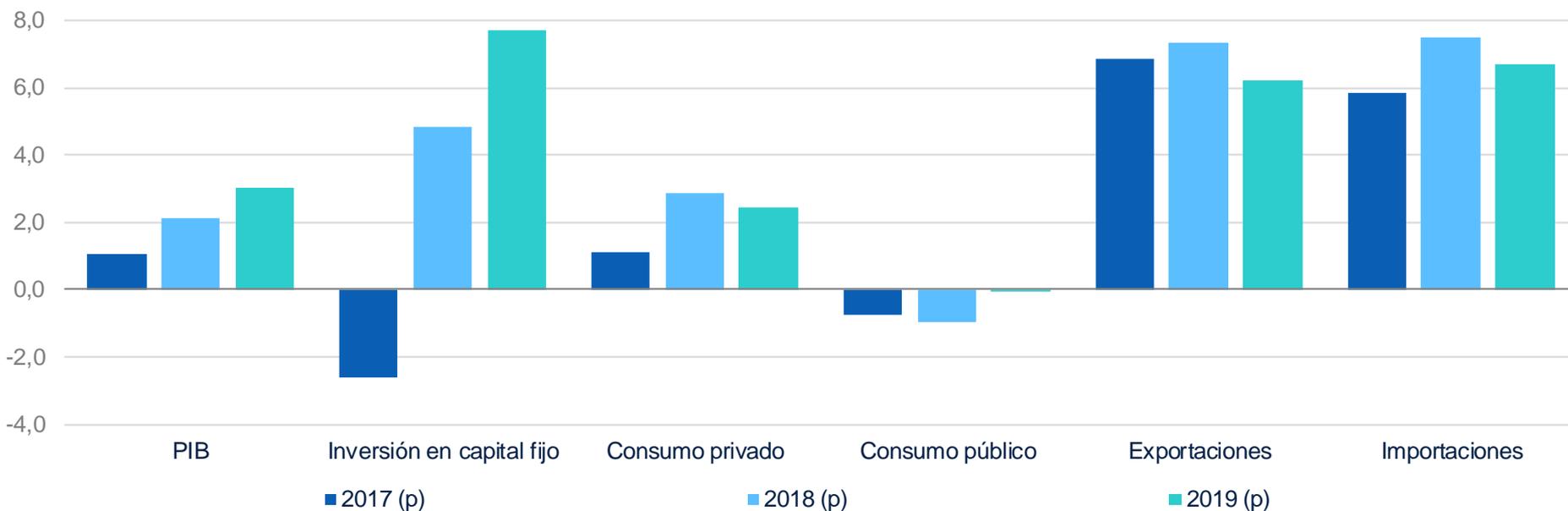


La mayor fortaleza de la recuperación de la actividad en Brasil desde el inicio de 2017 y, principalmente, las mejores perspectivas de crecimiento global (particularmente en China) han provocado un ajuste al alza en nuestras previsiones para el país

La aprobación de una reforma de la seguridad social ambiciosa en lo que queda de gobierno Temer es poco probable. La pervivencia de los problemas fiscales y el ruido político que deberán generar las elecciones de octubre deben impedir que la recuperación económica sea más robusta

En 2017 el consumo privado ha vuelto a crecer y en 2018-19 lo debe hacer la inversión; las exportaciones netas contribuirán menos al PIB

Crecimiento del PIB y de sus componentes*
(%)



* (p) = previsiones. Fuente: BBVA Research e IBGE.

Se han revisado las previsiones de consumo e inversión al alza, en línea con los datos recientes más positivos y las mejoras en el entorno global

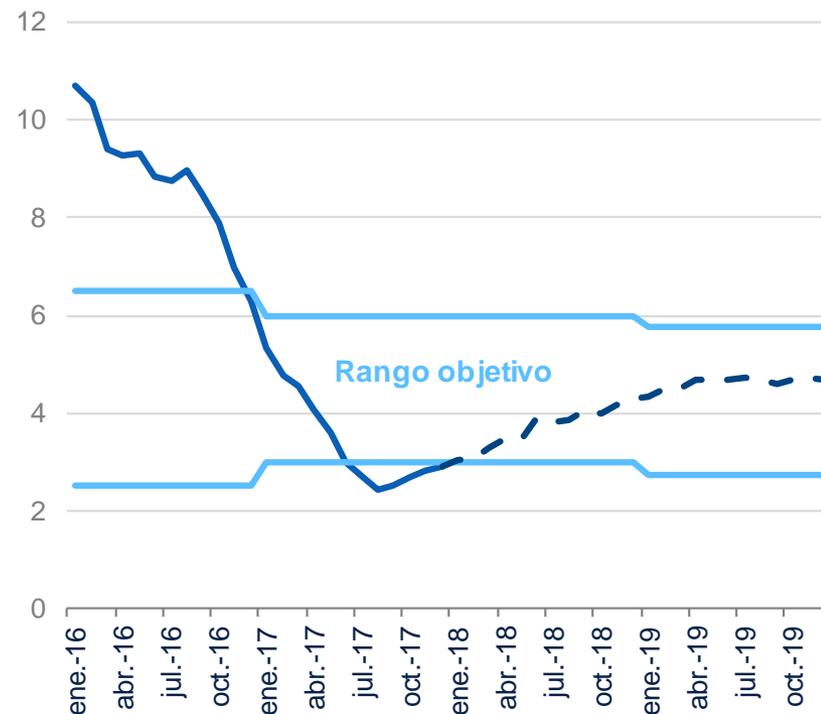
Las exportaciones también deben crecer más de lo previsto anteriormente, estimuladas por un mayor crecimiento de la economía mundial. Asimismo, la expansión de la demanda interna apoyará a las importaciones, reduciendo la contribución neta de la demanda externa al PIB

La inflación ya ha tocado fondo

- ◆ La inflación cerró 2017 en 2,95%, ligeramente por debajo del rango objetivo y en línea con nuestra previsión
- ◆ **Mantenemos nuestras previsiones de que la inflación cerrará 2018 en 4,3% y 2019 en 4,7%**
- ◆ La aceleración la demanda interna, la esperada depreciación (moderada) del tipo de cambio y las perspectivas de que los precios de los alimentos ejercerán mayor presión que en 2017, cuando registraron una caída de 1,9%, sostienen la visión de que la inflación se acelerará gradualmente a lo largo de 2018 y 2019

Inflación

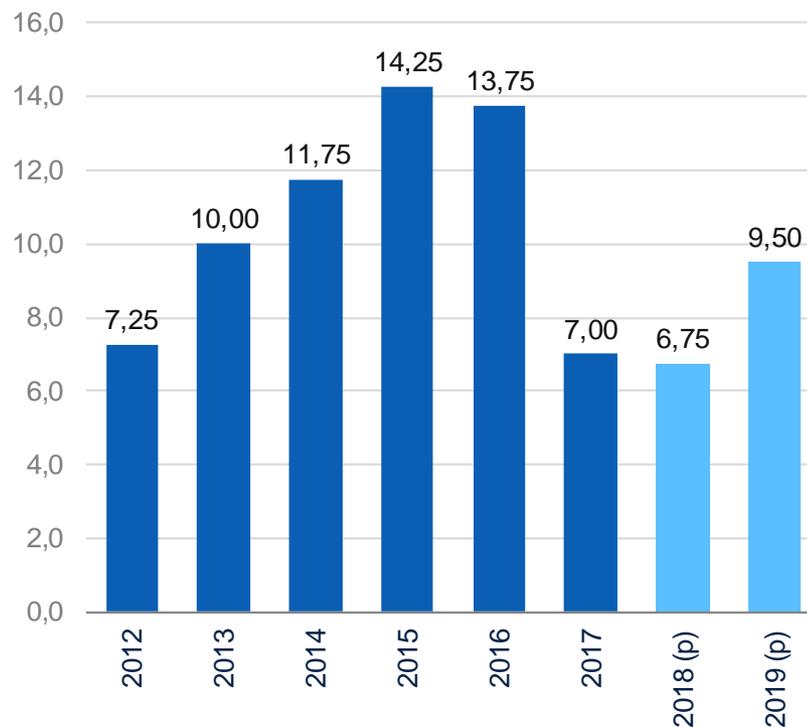
(IPCA; % a/a; previsiones a partir de enero de 2018)



La política monetaria se mantendrá excepcionalmente laxa en 2018

- ◆ El ciclo de aflojamiento de las condiciones monetarias, iniciado en sep-16 cuando los tipos de interés SELIC se encontraban en 14,25%, está a punto de llegar a su fin
- ◆ En concreto, prevemos que el BCB anunciará un recorte de 25 pb hasta 6,75% en los tipos SELIC en su próxima reunión en febrero, y que a partir de entonces los mantendrá estables en este nivel históricamente bajo hasta el cierre de 2018
- ◆ En 2019, en la medida que las presiones inflacionarias aumenten y que se vaya normalizando la política monetaria en las economías desarrolladas, los tipos SELIC se ajustarán al alza, hasta 9,50%

Tipos de interés de referencia: SELIC
(% a fin de período; previsiones a partir de 2018)

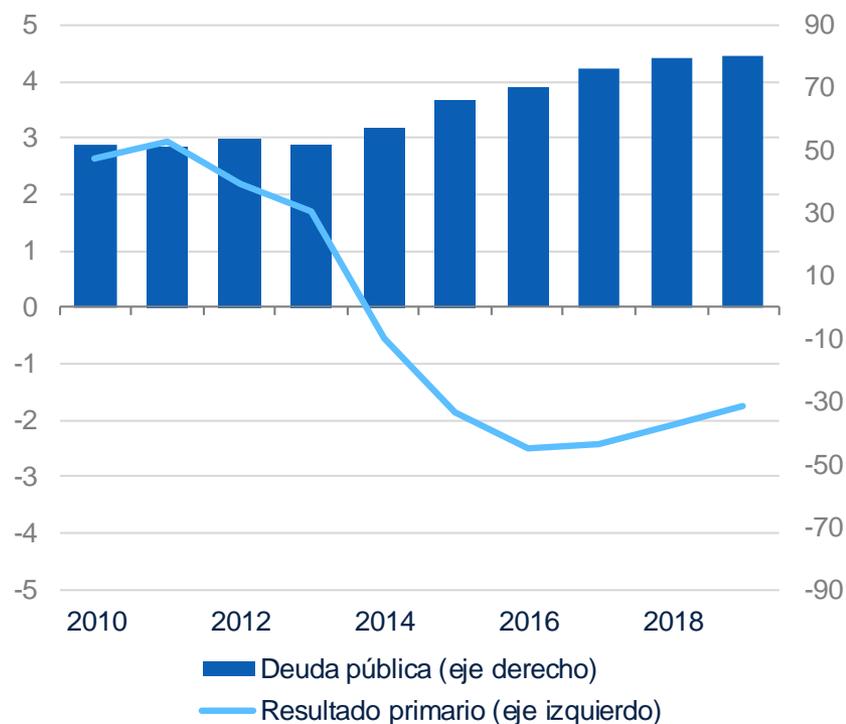


Situación fiscal: todavía no hay luz al final del túnel

- ◆ La retomada económica beneficiará a la recaudación fiscal y, así, a las cuentas públicas. En particular, el reciente repunte de la recaudación va a permitir el cumplimiento del objetivo fiscal de 2017 (déficit primario de -2,5% del PIB)
- ◆ Asimismo, aunque el crecimiento sorprenda al alza, hará falta un fuerte ajuste adicional para que -en el mediano plazo- se cumpla el techo del gasto y -en el largo plazo- se evite la insostenibilidad de la deuda pública
- ◆ En este sentido, una reforma de la seguridad social se hace necesaria, aunque se requerirán otras medidas complementares
- ◆ Uno de los mayores problemas es que difícilmente el actual gobierno conseguirá aprobar una reforma de la seguridad social ambiciosa y si bien seguimos esperando que lo haga el próximo presidente al inicio de su gobierno, todavía no está está claro que querrá o logrará hacerlo

Resultado primario y deuda bruta del sector público

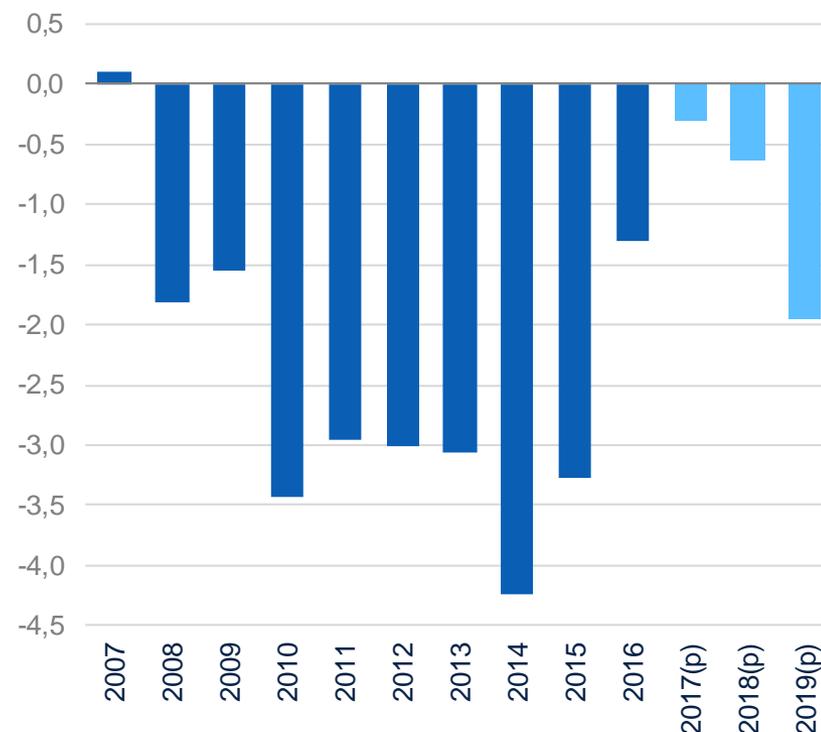
(% del PIB; previsiones a partir de 2017)



La cuenta corriente se va a deteriorar moderadamente, pero el déficit se mantendrá en niveles bajos

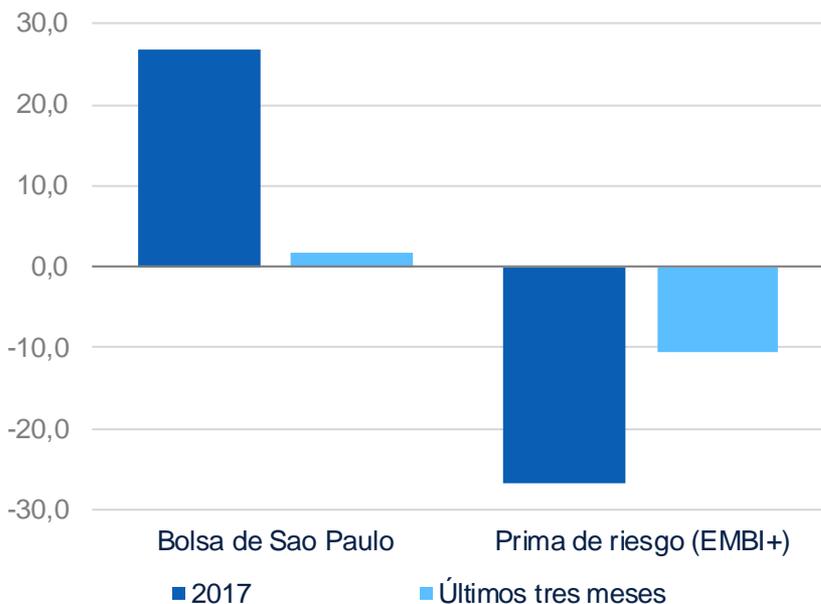
- ◆ El saldo comercial ha sido excepcionalmente elevado en 2017. Por un lado, las exportaciones han crecido robustamente debido al entorno global y un tipo de cambio relativamente depreciado. Por otro, las importaciones se mantuvieron relativamente bajas, debido a la debilidad de la demanda interna
- ◆ Así, el saldo comercial de 2017, de cerca de 3,3% del PIB, contribuirá a que el déficit en cuenta corriente cierre el año en un nivel históricamente bajo (próximo a 0,3% del PIB)
- ◆ El fortalecimiento de la demanda interna y la estabilidad de los términos de intercambio deben generar un aumento del déficit en cuenta corriente hasta alrededor de 0,6% del PIB en 2018 y 1,9% del PIB en 2019

Resultado de la cuenta corriente
(% del PIB; previsiones a partir de 2017)



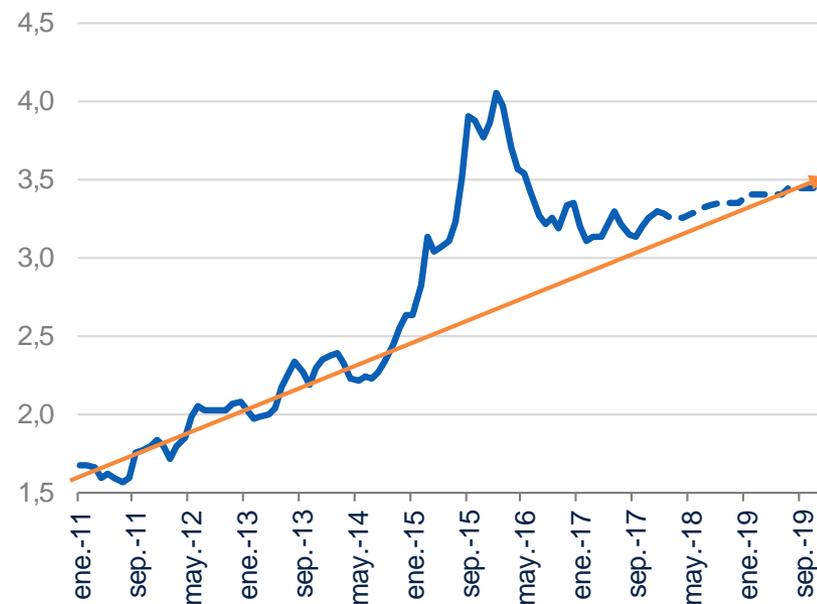
Los mercados siguen acumulando ganancias, estimulados por el entorno global y, de cierta forma, relativizando los riesgos locales

Mercado bursátil y prima de riesgo
(variación % en 2017 y en los últimos tres meses*)



Variaciones en los últimos tres meses: entre el 10 de Octubre y el 10 de enero.
Fuente: Datastream y BBVA Research.

Tipo de cambio nominal
(BRL / USD)



Fuente: Datastream y BBVA Research.

Al inicio de ene-18, la Bolsa de Sao Paulo alcanzó niveles máximos históricos (en términos nominales), mientras que la prima de riesgo se encontraba alrededor de 220 pb, cerca de los valores observados antes de la crisis, cuando el país todavía poseía el grado de inversión

El tipo de cambio se ha apreciado 1% en términos reales en 2017 (una depreciación nominal de 2%). La normalización de la política monetaria en EE.UU. y la estabilidad de los términos de intercambio contribuirán para que se deprecie desde 3,30 en dic-17 hasta 3,35 en dic-18 y 3,45 en dic-19

Los riesgos políticos y fiscales se mantienen elevados, alimentándose mutuamente



En nuestro escenario base, la economía se seguirá recuperando y se afrontará el problema fiscal con una reforma de la seguridad social y otras medidas al inicio del próximo gobierno, a ser elegido en oct-18

Sin embargo, no se puede descartar que los riesgos políticos y fiscales se materialicen, frenando la recuperación e incluso generando un nuevo episodio de retroceso económico, especialmente en el caso en que el entorno global deje de ser tan positivo

Brasil: la recuperación se consolida; los riesgos se mantienen

1. El crecimiento de la economía brasileña ha sorprendido al alza a lo largo de 2017, consolidando las perspectivas de recuperación cíclica de la actividad. Han contribuido de manera particularmente importante las mejoras en el entorno global, en especial la aceleración del crecimiento mundial. Tomando estos factores en cuenta, hemos revisado al alza las previsiones de crecimiento para Brasil. **Estimamos que la economía cerrará 2017 con una expansión de 1,0% y prevemos aumentos del PIB de 2,1% en 2018 y de 3,0% en 2019**
2. **La inflación ya ha tocado fondo, pero su aceleración a partir de ahora será gradual, permitiendo al Banco Central mantener los tipos de interés SELIC en niveles históricamente bajos.** En concreto, la inflación debe alcanzar 4,3% en 2018 y 4,7% en 2019, tras cerrar 2017 en 2,9%, mientras que los tipos SELIC deben pronto alcanzar 6,75% y permanecer en este nivel por un largo período de tiempo
3. Si bien en nuestro escenario base la economía se seguirá recuperando y se afrontará el problema fiscal con una reforma de la seguridad social y otras medidas a partir del inicio del próximo gobierno en 2019, **no se puede descartar que los riesgos políticos y fiscales se materialicen, frenando la recuperación e incluso generando un nuevo episodio de retroceso económico**



PREVISIONES



Previsiones para Brasil

	2016	2017p	2018p	2019p
PIB (%)	-3,5	1,0	2,1	3,0
<i>Consumo privado (%)</i>	-4,3	1,1	2,8	2,4
<i>Consumo público (%)</i>	-0,1	-0,7	-0,9	-0,1
<i>Inversión en capital fijo (%)</i>	-10,3	-2,6	4,8	7,7
<i>Exportaciones (%)</i>	1,9	6,8	7,3	6,2
<i>Importaciones (%)</i>	-10,2	5,9	7,5	6,7
Tasa de desempleo (promedio)	11,3	12,7	11,9	10,9
Inflación (fin de período, a/a %)	6,3	2,9	4,3	4,7
Tasa SELIC (fin de período, a/a %)	13,75	7,00	6,75	9,50
Tipo de cambio (fin de período)	3,35	3,30	3,35	3,45
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-0,3	-0,6	-1,9
Resultado nominal del sector público (% del PIB)	-9,0	-9,5	-8,5	-6,1
Deuda bruta del sector público (% del PIB)	69,9	75,8	79,6	80,0

Este informe ha sido elaborado por la unidad de América Latina

Economista Jefe de América Latina

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Con la colaboración de: Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

BBVA-Research

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
Olga.cerqueira@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranch@bbva.com

Oriente Medio, Asia y

Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
Le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com