

Situación Brasil

Segundo Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial sigue creciendo, pero cada vez hay más disparidad entre las distintas áreas**, en especial dentro de los países desarrollados.
- **En Brasil, el crecimiento se acelerará hasta el 3,4% en 2013 y hasta el 3,8% en 2014, en comparación con el 0,9% del año pasado.** Pese a esta recuperación cíclica, que todavía está expuesta a muchos riesgos, observamos un deterioro estructural del entorno macroeconómico interno.
- **Las presiones inflacionistas han forzado al Banco Central a comenzar un ajuste monetario que prevemos que llevará el tipo SELIC al 8,75%.** Sin embargo, no hay prácticamente margen para una desaceleración significativa de la inflación.
- **La política fiscal está más centrada en apoyar la actividad.** Cumplir los objetivos y reducir la deuda pública son ahora metas secundarias, lo que hace que empeoren las cuentas fiscales y añade una carga a la política monetaria.
- **Se prevé que el déficit por cuenta corriente se amplíe**, en línea con la apreciación del tipo de cambio en términos reales y con la pérdida de competitividad de la economía.

Index

1. Resumen.....	3
2. Un entorno global más heterogéneo.....	4
3. Brasil: recuperación cíclica, deterioro estructural	6
4. Tablas.....	16

Fecha de cierre: 22 de mayo de 2013

1. Resumen

La economía mundial sigue creciendo, pero cada vez hay más disparidad entre las distintas áreas, en especial dentro de las economías desarrolladas, donde la recuperación de Europa se queda rezagada una vez más en comparación con EE. UU. e incluso con Japón. A su vez, las economías emergentes continuarán encabezando el crecimiento mundial. Según nuestras previsiones, el crecimiento mundial llegará al 3,3% en 2013, es decir, 0,1 puntos porcentuales por encima del crecimiento estimado para 2012. En 2014, el crecimiento alcanzará el 3,9%, pero el balance de los riesgos sigue inclinado a la baja.

La economía brasileña solo creció un 0,9% en 2012, debido a factores idiosincráticos y estructurales. En los últimos años, la economía ha perdido competitividad debido al aumento de los salarios, a la apreciación del tipo de cambio y a la falta de reformas. El modelo basado en el crecimiento del crédito y la expansión del consumo parece agotado. Esto implica que el pronunciado crecimiento observado en la última década en estos mercados no se repetirá en los próximos años. Consideramos que hay cierto deterioro estructural en la economía brasileña, lo cual no debería impedir que el crecimiento se recupere desde la tasa excepcionalmente baja observada en 2012.

El crecimiento del PIB debería acelerarse hasta el 3,4% en 2013 y hasta el 3,8% en 2014. La paulatina recuperación de la economía tomó impulso a comienzos del año. Este año el crecimiento debería mantenerse por encima del de 2012 debido al tono expansionista de las políticas económicas, a los bajos niveles de inventario, a la mejora del entorno global y a la desaparición de algunos shocks negativos que golpearon la economía en 2012. La recuperación de la economía en 2013 colocará al país en vías de crecer un 3,8% en 2014.

La inflación no se desacelerará significativamente y por tanto no convergerá con el objetivo del 4,5%. Desde el pasado año, el gobierno ha ido manejando cada vez más los recortes de impuestos y los precios regulados en un intento de mantener la inflación bajo control. Sin embargo, la inflación ha seguido sorprendiendo al alza y sigue con esta tendencia. Pronto volverá a romper el techo objetivo y se mantendrá por encima de estos niveles hasta el principio del tercer trimestre, cuando creemos que comenzará a converger hacia el 5,6% a/a a finales del año. En 2014, se prevé que se mantendrá en torno al 5,5%.

Las presiones inflacionistas forzaron al Banco Central a iniciar un ciclo de ajuste monetario. En abril abandonó sus planes de mantener unas condiciones monetarias estables y ajustó al alza el tipo SELIC en 25 pb, hasta el 7,50%. Este ciclo de ajuste monetario debería continuar en los próximos meses. Así, esperamos que el SELIC alcance el 8,75% en agosto y se mantenga constante a partir de entonces. Las incertidumbres internas y externas, así como nuestra percepción de que este ciclo de ajuste tiene como objetivo anclar las expectativas de inflación más que forzar la convergencia de la inflación con la meta, apoya nuestra visión de que dicho ciclo será relativamente suave.

La política fiscal está más centrada en apoyar la actividad económica. Cumplir los objetivos y reducir la deuda pública son ahora metas secundarias. La política fiscal se ha vuelto más expansiva para apoyar el crecimiento y, en consecuencia, los objetivos fiscales se han ido moderando permanentemente. Esta flexibilización impedirá que la deuda pública tienda a la baja, tal como esperábamos antes. También aumentará la incertidumbre con respecto al comportamiento fiscal futuro y podría implicar la necesidad de adoptar más medidas de ajuste monetario, precisamente como sucede ahora.

Se prevé que el tipo de cambio se mantenga relativamente estable y que el déficit por cuenta corriente se amplíe. Aunque el gobierno está más dispuesto a utilizar el tipo de cambio para aumentar la competitividad que a mantener los precios anclados, esperamos que el tipo de cambio se mantenga relativamente estable entre 2,0 y 2,10 en 2013 y 2014. Sin embargo, una apreciación en términos reales debido a la elevada inflación interna, junto con unos términos de comercio menos favorables, la recuperación de la demanda interna y la ausencia de perspectivas de reformas para aumentar la competitividad, aumentarán el déficit por cuenta corriente al 3,0% en 2013 y al 3,3% en 2014. Esta tendencia a ampliarse es una advertencia de los crecientes riesgos relacionados con el impacto de un cambio repentino en el ánimo de los mercados mundiales.

2. Un entorno global más heterogéneo

El crecimiento mundial se sigue recuperando, pero con mayor heterogeneidad

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0,7% a inicios de 2013, habría superado ligeramente el 0,6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. Con todo, se estima que el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012 (Gráfico 1). En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

Europa ha resistido bien a los shocks recientes, por el papel del BCE, pero la recuperación se retrasa

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués. Esto se ha reflejado en una escasa respuesta de los mercados y de las tensiones financieras ante estos eventos (Gráfico 2). Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran la generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia europea, lo que justifica la reciente bajada de tipos de interés del BCE. Es esta una medida positiva, aunque difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue afectando a hogares y empresas por el desigual funcionamiento del canal bancario. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

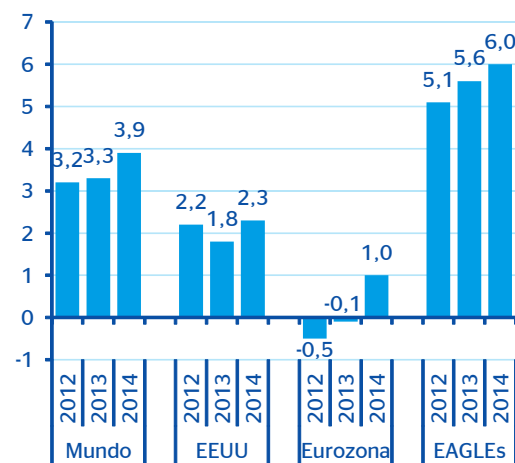
En este contexto, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal, aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de los objetivos del déficit público en algunos países europeos va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. ¿Qué falla en Europa? Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

La demanda del sector privado en EEUU resiste a pesar del ajuste fiscal

En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas tributarias y la entrada en vigor de recortes de gasto no han disparado las alarmas en los mercados financieros (Gráfico 2), ni parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB de los últimos dos trimestres.

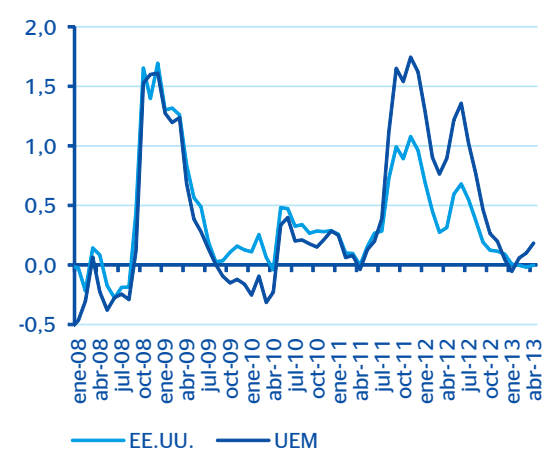
Gráfico 1
Crecimiento del PIB



* EAGLEs es el grupo de países emergentes que más contribuirán al crecimiento en los próximos 10 años. Los países EAGLEs son China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.

Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Índice BBVA de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Mientras tanto, en Asia, las sorpresas negativas en China se ven compensadas por el fuerte estímulo monetario en Japón

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Por ello, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.

El sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos. El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, resulta esencial mantener la vigilancia sobre los excesos domésticos que pueden generar.

3. Brasil: recuperación cíclica, deterioro estructural

La economía creció solo un 0,9% en 2012, lo que se debe a factores estructurales e idiosincráticos que también determinan el empeoramiento de las perspectivas del país a largo plazo.

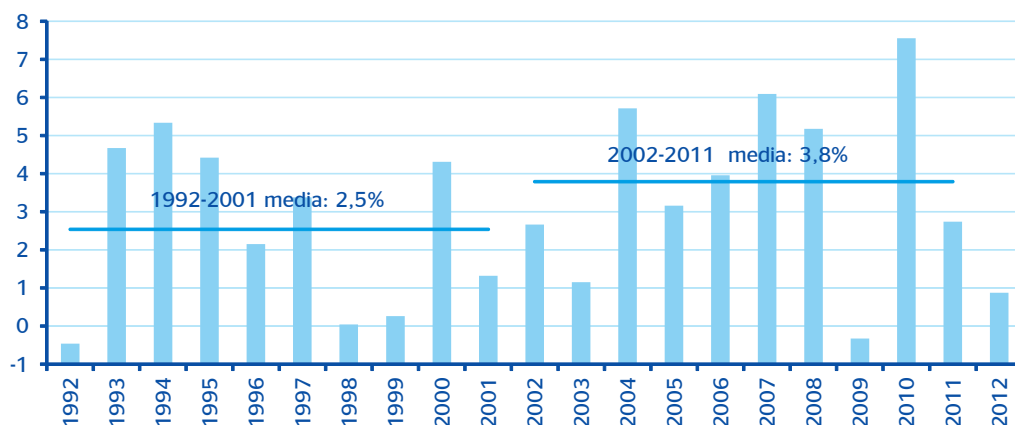
2012 no fue un buen año para la economía brasileña. El PIB creció un 0,9%, su cifra más baja desde 2009, cuando el país sufrió los efectos de la quiebra de Lehman Brothers y la economía se contrajo un 0,3%, y muy por debajo del crecimiento medio del 3,8% registrado en los diez años anteriores (Gráfico 3).

Por tanto, la desaceleración del proceso de crecimiento, que comenzó en 2011 como consecuencia natural del excesivo crecimiento del 7,5% observado en 2010, continuó en 2012. Sin embargo, la desaceleración fue mucho más pronunciada de lo que había previsto la mayoría.

Aunque los problemas a los que se enfrentan los países desarrollados siguen siendo una fuente de turbulencias y el crecimiento del PIB mundial se desaceleró hasta el 3,2% en 2012 en comparación con el 3,9% de 2011 y con el 5,0% de 2010, los principales motores de la acusada desaceleración de la economía brasileña fueron internos.

Gráfico 3

Crecimiento del PIB (%)



Fuente: IPEADATA

Esta visión queda respaldada por la evidencia de otras economías emergentes, en particular las de América Latina, que han seguido creciendo a tasas elevadas a pesar del deterioro del entorno externo. Si excluimos Brasil, América Latina creció un 4,0% en 2012, lo que supone una desaceleración en comparación con el crecimiento del 5,4% registrado en 2011, pero sigue siendo una tasa muy sólida. Entre los principales países de la región, el crecimiento de Brasil solo fue superior al de Paraguay, donde los shocks de oferta lastraron el crecimiento del PIB (para obtener más detalles sobre la región, véase nuestro informe Situación América Latina 2T 2013).

A la lista de "antiguas" y bien conocidas debilidades internas, como la deficiente infraestructura, los bajos niveles de capital humano y la elevada carga impositiva, la expansión de la economía en la última década ha añadido nuevos problemas. En primer lugar, como consecuencia del fuerte aumento de los salarios nacionales (debido a lo ajustado del mercado de trabajo) y de la apreciación del tipo de cambio, los costes laborales en dólares se incrementaron con fuerza (más del 300% desde finales de 2002), lo que coincide con las ganancias en productividad y después con la erosión de la competitividad de Brasil (Gráfico 4). En segundo lugar, el crecimiento del crédito en los últimos diez años aumentó la carga financiera de los hogares y los costes de los

servicios de endeudamiento, reduciendo así el margen de crecimiento del crédito adicional en el futuro y por consiguiente, mermando también la contribución de los mercados de crédito a la demanda interna. La reducción de los tipos de interés para préstamos y de los diferenciales bancarios parece haber actuado en la misma dirección, ya que puede desanimar la oferta de crédito aunque tenga el efecto positivo de reducir la deuda de los hogares (Gráfico 5).

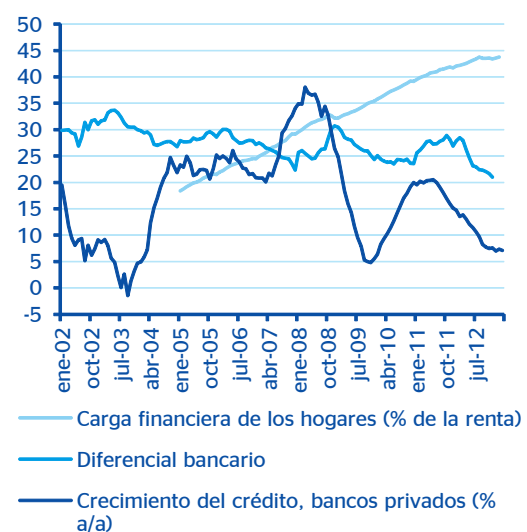
Por consiguiente, la desaceleración de la economía en 2012 es hasta cierto punto consecuencia del agotamiento del modelo económico basado en el crecimiento del crédito y del consumo observado en los últimos años. Este agotamiento, así como otros factores, apoyan nuestra visión de que la fuerte expansión observada en la última década en estos mercados no se repetirá en un futuro próximo. Más concretamente, creemos que los siguientes factores impedirán que la economía crezca en el futuro del mismo modo que en el pasado reciente: i) las distorsiones generadas en los últimos años (aumento de la deuda de los hogares y erosión de la competitividad debido al fuerte incremento de los salarios); ii) la ratio crédito de los hogares/ PIB es ahora mucho más alta que hace algunos años (un 16% frente al 6% de 2003) y la tasa de desempleo, mucho más baja (5,5% frente al 12% de 2003) y dificulta aún más un crecimiento adicional; iii) la demografía es ahora menos favorable (la población en edad de trabajar crece actualmente por debajo del 1,0% en términos anuales frente al crecimiento en torno al 2,0% de 2003); y iv) un crecimiento comparable en el futuro crearía presiones adicionales sobre la cuenta corriente (que actualmente está en torno al -2,9% del PIB, mientras que en 2003 estaban en +0,75%).

Gráfico 4
Medidas de competitividad



Fuente: BCB

Gráfico 5
Medidas de mercados de crédito



Fuente: BCB

La percepción de que cada vez hay un mayor intervencionismo en la economía por parte del gobierno es otro factor que subyace a la reciente desaceleración. Abundan los ejemplos de dicho intervencionismo: la excesiva expansión de los bancos públicos, el nuevo régimen para la prospección de petróleo en la región del presal, la percepción de que el gobierno interviene en la conducta de la política monetaria, las intervenciones en los mercados de tipo de cambio, la gestión de los recortes de impuestos y los precios regulados para tratar de controlar la inflación y cierta reticencia a atraer inversión privada para los proyectos de infraestructura.

En nuestra opinión, este intervencionismo (y la incertidumbre que crea) es una de las razones de la caída del 4,0% registrada en la inversión general en 2012, en comparación con el crecimiento del 21,5% y del 4,0%, registrado respectivamente en 2010 y 2011.

Aunque el gobierno ha anunciado algunas medidas positivas para tratar de reequilibrar el modelo de crecimiento de Brasil y hacer que sea menos dependiente del crecimiento del consumo y el crédito (como por ejemplo la concesión de proyectos de infraestructura al sector privado,

la reducción de los costes de la energía y algunos recortes de impuestos), hasta ahora estas medidas han sido insuficientes y ha habido numerosos problemas de implementación. Hasta este momento, no hay pruebas suficientes que demuestren que el gobierno se ha comprometido a dar un giro importante en el modelo de crecimiento. Y no es probable que se produzca ningún avance en esta dirección antes de las elecciones presidenciales de 2014.

En este entorno, creemos que el potencial del PIB de la economía brasileña es ahora más bajo, sin duda alguna está por debajo del 4,0% y se aproxima al 3,0%. La percepción de que el crecimiento a largo plazo es ahora inferior se une al deterioro de las expectativas de inflación y a las perspectivas de que el déficit público y déficit externo serán superiores a lo que se esperaba antes (para obtener más detalles al respecto, véanse las secciones a continuación). En definitiva, consideramos que en los últimos años se ha producido cierto deterioro estructural en la economía brasileña, lo cual, no obstante, no debería impedir que el crecimiento se recupere desde la tasa excepcionalmente baja observada en 2012.

Nuestro escaso optimismo con respecto a la economía brasileña conlleva un empeoramiento de las previsiones del escenario central para el país que presentamos en las secciones siguientes, y también que este escenario central está expuesto a mayores riesgos internos. Algunos ejemplos de los riesgos son: i) la inflación puede seguir sorprendiendo al alza y terminar fuera de control; ii) es posible que el crecimiento no se recupere debido a la falta de ajuste en el modelo de crecimiento actual, agotado en parte, o debido al impacto negativo del ajuste monetario; iii) el excesivo intervencionismo público puede llevar a reducir aún más la inversión privada; iv) el crédito de los bancos públicos puede seguir creciendo con fuerza, con riesgos para la estabilidad financiera. La reciente importancia de los riesgos internos podría contrarrestar la mejora con respecto a los riesgos externos.

La actual recuperación debería abrir el camino para que este año el crecimiento se sitúe en el 3,4%

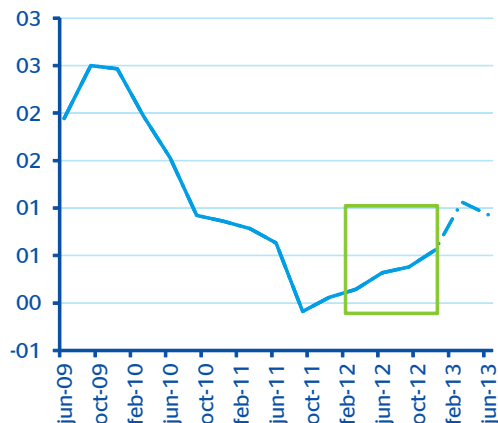
El crecimiento del PIB se mantuvo en niveles muy bajos a lo largo de 2012. Sin embargo, los datos trimestrales muestran una ligera tendencia al alza durante el año (Gráfico 6). Esta recuperación muy gradual de la actividad económica (del 0,1% t/t en el 1T12 al 0,6% t/t en el 4T12) tomó impulso gracias a los crecientes incentivos fiscales y monetarios ofrecidos por las autoridades económicas, a la paulatina reducción de los inventarios industriales y a una ligera mejora del entorno mundial.

Desde otra perspectiva, el crecimiento se recuperó debido a la creciente solidez del consumo privado. Más concretamente, el crecimiento medio del consumo privado llegó al 0,8% t/t en la primera mitad del año y al 1,1% t/t en la segunda. La relativa fortaleza del consumo privado, basada en la fortaleza de los mercados de trabajo, contrastó con la debilidad de la inversión, que no obstante se moderó a lo largo del año (la inversión cayó en los tres primeros trimestres y luego creció un 0,5% en el 4T12).

Los datos de la actividad del primer trimestre de 2013 indican que el crecimiento repuntó al comienzo del año (Gráfico7). Según nuestras previsiones, el PIB crecerá un 1,1% t/t en el periodo, lo que supone el crecimiento más elevado en los tres últimos años, prácticamente. Esta aceleración está relacionada con el mantenimiento relativamente sólido del consumo privado y con el repunte de la inversión. Esto último se debe en cierta medida a algunos factores excepcionales como el pronunciado aumento de las flotas de camiones tras la fuerte corrección a la baja del año pasado por la adopción de una nueva tecnología anticontaminación.

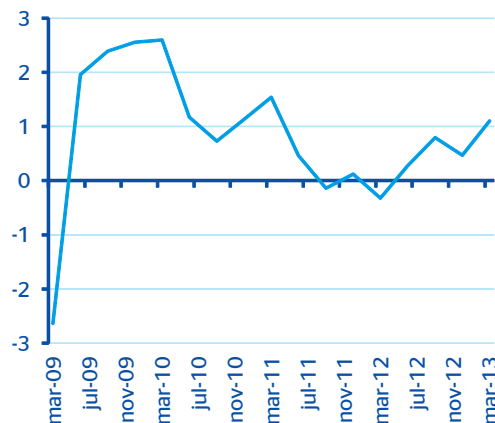
Prevedemos que el PIB siga creciendo durante el año a un ritmo trimestral en torno al 1,0% t/t, notablemente por encima de las tasas registradas en 2012, y que alcanzará el 3,4% en 2013.

Gráfico 6
Crecimiento del PIB (% t/t)



Fuentes: IPEADATA y BBVA Research

Gráfico 7
Índice de actividad económica: IBC-Br



Fuente: BCB

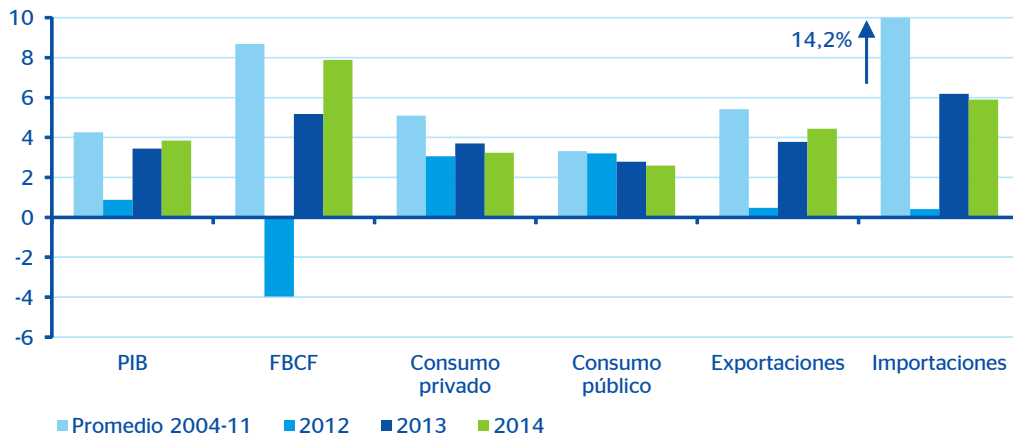
La aceleración de la actividad económica en comparación con los niveles de 2012 estará impulsada por los factores citados anteriormente (políticas económicas expansivas, niveles de inventario más bajos y cierta mejora del entorno mundial) así como por la desaparición de algunos shocks negativos que golpearon la economía en 2012. En lo que respecta a esto último, cabe destacar que las mejores condiciones climáticas de este año harán que la cosecha sea considerablemente mejor (un 12% según las estimaciones oficiales) y el crecimiento de Argentina repuntará (lo que debería impulsar las exportaciones de la producción manufacturera, a menos que se endurezcan las restricciones a las importaciones). Sin embargo, las debilidades estructurales que apuntábamos al inicio de este informe, así como la situación externa impedirán que el crecimiento del PIB alcance las elevadas tasas observadas en años anteriores.

Por componentes de la demanda, esperamos que el consumo privado crezca un 3,7% en 2013, un poco más que en 2012 (3,1%) pero por debajo de la media del periodo 2004-2011 (5,1%). Por tanto, el consumo privado sigue siendo una de las aportaciones principales al crecimiento del PIB (en 2012, fue prácticamente la única aportación al crecimiento). Sin embargo, su aportación no será tan elevada como en el periodo 2004-2011, ya que el margen de apoyo adicional tanto del mercado de trabajo como del mercado de crédito es ahora más limitado (véase la sección anterior para obtener más información sobre este asunto).

Se prevé que la inversión se recupere desde la caída del 3,9% del pasado año a un crecimiento del 5,2% en 2013 debido a la expansión de la inversión pública (tanto del gobierno federal como de los regionales), al avance de la implementación de algunos proyectos de infraestructura (algunos de ellos relacionados con la organización del Mundial de Fútbol) y a una serie de incentivos que ofrece el gobierno al sector privado. Pero a pesar de esta expansión, la ratio inversión / PIB seguirá en niveles bajos (un 19% al final del año).

Impulsada por las perspectivas del consumo (especialmente el consumo privado, ya que se prevé que el consumo público crezca este año un 2,8% en comparación con el 3,2% de 2012) y de la inversión, la aportación de la demanda interna al PIB debería subir hasta el 4,1% este año desde el 0,9% de 2012 (con un promedio del 5,3% entre 2004 y 2011). La mayor fortaleza de la demanda interna impulsará las importaciones de bienes y servicios y, por consiguiente, reducirá la aportación neta de la demanda externa al crecimiento del PIB, que pasará de 0,0% en 2012 a -0,7% en 2013 (-1,1% de promedio entre 2004 y 2011).

Gráfico 8
Crecimiento del PIB por componentes de demanda (%)



Fuentes: IPEADATA y BBVA Research

El impulso económico continuará en 2014, cuando el PIB debería crecer al 3,8%

En nuestra opinión, la recuperación de la economía en 2013 pondrá al país en una senda de crecimiento del 3,8% en 2014. Además, la combinación de las elecciones presidenciales previstas para octubre y la organización del Mundial de Fútbol en junio y julio debería crear incentivos para cierta aceleración de la demanda interna (especialmente en inversión). Más concretamente, nuestras previsiones apuntan a un crecimiento del 4,4% en la demanda interna, con un crecimiento del consumo privado del 3,1% y un crecimiento de la inversión del 7,9% (Gráfico 8).

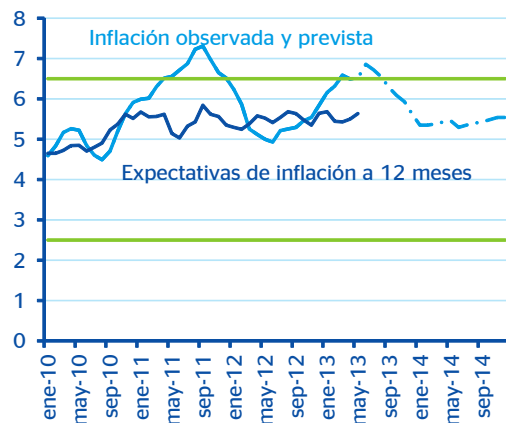
Dado que parte del impulso generado por estos acontecimientos será transitorio, y coincidiendo con la percepción de que la tasa de crecimiento sostenible de la economía brasileña es ahora más baja que en el pasado, el crecimiento perderá fuerza después de 2014 y se situará más cerca del 3,0% que del 4,0%.

Inflación: elevada y sin perspectivas de desaceleración significativa

En línea con nuestras expectativas, desde el pasado año el gobierno ha ido manejando cada vez más los recortes de impuestos y los precios regulados en un intento de mantener la inflación bajo control. Entre las principales medidas anunciadas este año están las siguientes: i) la decisión de efectuar un recorte mayor de lo esperado en las tarifas eléctricas; ii) la postergación del ajuste de las tarifas de transporte en algunas regiones; iii) la reducción de impuestos sobre los productos alimentarios con una repercusión importante sobre la inflación y otros sectores; y iv) la decisión de posponer la vuelta a la normalidad de los impuestos sobre los vehículos producidos localmente (es decir, incrementarlos). La combinación de estas medidas restó al menos 100 pb a la inflación de 2013.

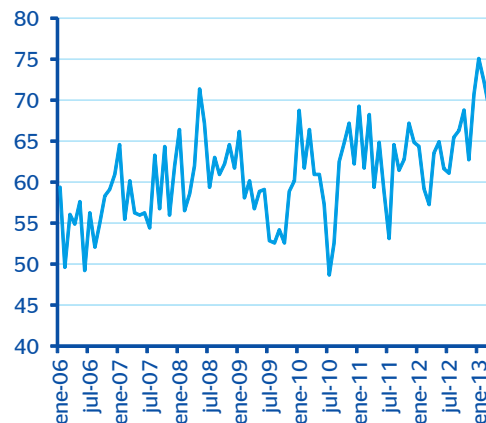
Pese a estas medidas, la inflación ha seguido sorprendiendo al alza y últimamente tiende también al alza. Rompió el rango meta (2,5%-6,5%) en marzo pero, debido a efectos base favorables, volvió temporalmente a estar dentro de este rango en abril (Gráfico 9).

Gráfico 9
Inflación IPCA (% a/a)



Fuentes: IBGE y BBVA Research

Gráfico 10
Índice de difusión del IPCA* (%)



* Porcentaje de productos con inflación mensual positiva.
Fuente: BCB

Además del deterioro de las cifras observadas, las expectativas también se han deteriorado últimamente y las previsiones a largo plazo no solo están por encima del 4,5% de la meta oficial, sino también por encima del 5,5% del objetivo de inflación “implícito” (al menos según la percepción del mercado).

Otros indicadores también revelan un aumento de las presiones inflacionistas. En concreto, el índice de difusión (que el BCB ha señalado explícitamente en sus declaraciones oficiales) muestra que el porcentaje de productos con inflación positiva se ha incrementado este año, lo que revela que las presiones se han generalizado (Gráfico 10).

El deterioro de la inflación se debe a varias razones: i) el fuerte consumo privado y el ajustado mercado de trabajo; ii) los shocks de oferta que golpearon la economía durante la segunda mitad de 2012 (que provocaron el aumento de los precios de los alimentos); iii) la depreciación media del tipo de cambio, un 17% en 2012; iv) los incrementos de los aranceles de importación; v) una política fiscal y monetaria expansiva; y vi) la inercia de la inflación.

De cara al futuro, consideramos que hay margen para una desaceleración gradual de la inflación mensual en los próximos meses debido a la moderación de los precios de los alimentos y a algunos factores estacionales. Sin embargo, los efectos base desfavorables contrarrestarán el impacto de esta desaceleración y empujarán la inflación anual por encima del techo objetivo hasta principios del tercer trimestre, cuando creemos que comenzará la convergencia hacia el nivel de 5,6% a/a al final del año.

A esta desaceleración contribuirán el ajuste de la política monetaria (véase más información en la sección siguiente), la relativa estabilidad del tipo de cambio (en comparación con la fuerte depreciación de 2012) y la reducción de las presiones derivadas de los precios de los alimentos.

En 2014, se prevé que los precios se mantengan en torno al 5,5% (Gráfico 9). No hay razones para esperar que la inflación se desacelere en breve de forma más notable y converja con el objetivo del 4,5%.

Las crecientes presiones inflacionistas forzaron al BCB a iniciar un ciclo de ajuste monetario que prevemos que elevará el SELIC al 8,75%

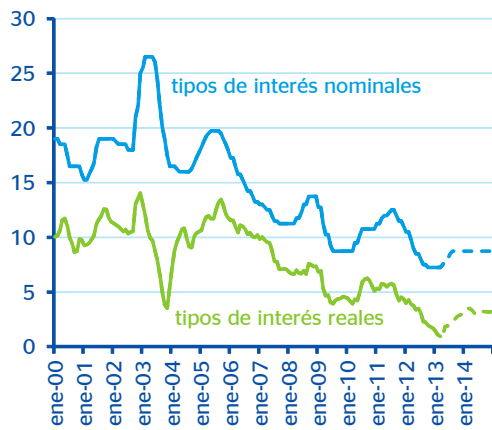
La creciente percepción de que la inflación estaba fuera de control obligó al Banco Central de Brasil (BCB) a abandonar sus planes de mantener el SELIC estable. Así, en abril subió el tipo de

interés SELIC en 25 pb, hasta el 7,50% y declaró que “el elevado nivel de inflación y la dispersión de los aumentos de los precios, entre otros factores, contribuyen a la solidez de la inflación y requieren una respuesta de la política monetaria”.

Este ajuste se ha producido después de un periodo de seis meses en que los tipos de interés se mantuvieron estables en el 7,25%, cuando el BCB proclamaba continuamente que “la estabilidad de las condiciones monetarias durante un periodo de tiempo suficientemente prolongado es la estrategia más adecuada para garantizar la convergencia de la inflación con el objetivo”.

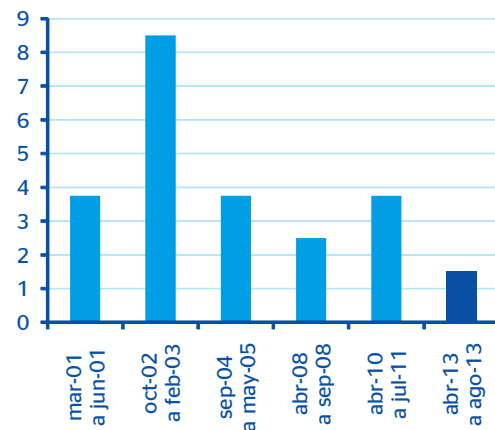
Prevedemos que el ciclo de ajuste monetario iniciado en abril continuará en los próximos meses y el tipo SELIC subirá en 50 pb en cada una de las dos próximas reuniones sobre política monetaria (en mayo y julio), y por último subirá otros 25 pb en agosto. Después se mantendrá constante en el 8,75%. A pesar de este ajuste, los tipos de interés real y nominal seguirán en niveles relativamente bajos para los estándares brasileños (Gráfico 11).

Gráfico 11
Tipos de interés (%)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 12
Ciclos de ajuste monetario (%)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Por tanto, en nuestra opinión, el actual ciclo de ajuste monetario será más suave que cualquier otro ciclo adoptado desde que se implantó el sistema de objetivos de inflación en 1999 (Gráfico 12).

En el comunicado sobre la decisión de aumentar el SELIC en 25 pb en abril, el BCB también señaló que “considera que las incertidumbres internas y sobre todo las incertidumbres externas planean sobre las perspectivas de inflación futuras y es necesario manejar la política monetaria con precaución”.

Con “incertidumbres internas”, el BCE se estaba refiriendo probablemente al hecho de que la actividad sigue relativamente débil y a que el proceso de recuperación todavía es incipiente. Y con “incertidumbres externas”, básicamente al bajo crecimiento y a la posibilidad de turbulencias en las economías desarrolladas, así como a los niveles de liquidez anormalmente elevados, que potencialmente podrían elevar el tipo de cambio y el precio de otros activos nacionales sometidos cada vez a mayores presiones.

Estas incertidumbres (a las que el BCB restaba importancia recientemente) y nuestra percepción de que el objetivo es anclar las expectativas de inflación a medio plazo, no forzar la inflación a converger con el objetivo del 4,5%, apoyan nuestra visión de que el ciclo de ajuste monetario será relativamente suave. Sin embargo, el riesgo de que termine por implementarse un ciclo más prolongado es ahora mayor que antes, pues los riesgos de inflación también son ahora más elevados.

Creemos que este año se harán todos los ajustes de política monetaria necesarios para mantener la inflación bajo control con el fin de evitar este tipo de ajuste impopular durante un año electoral como 2014. Por consiguiente, esperamos que los tipos de interés se dejen sin cambios a lo largo del próximo año.

La política fiscal está más centrada en apoyar la actividad económica. Cumplir los objetivos y reducir la deuda pública son ahora metas secundarias

El superávit primario del sector público se sitúa actualmente en tono al 2,0% del PIB, muy por debajo del objetivo del 3,1% y del promedio del 3,6% registrado de 2003 a 2008 (Gráfico 13).

Esta es la consecuencia de mantener un fuerte gasto público (aproximadamente un 3,0% a/a en términos reales) cuando los ingresos siguen relativamente débiles (aproximadamente un -1,0% a/a, también en términos reales). Lo primero se debe a la decisión de proporcionar un estímulo contracíclico a la actividad económica y lo último se debe tanto al impacto negativo de la moderación de la demanda interna como a la serie de incentivos fiscales que se han introducido últimamente. En otras palabras, la reducción del superávit primario es en gran medida el resultado de la adopción de una política fiscal más expansiva.

Como hemos observado en la sección anterior, la decisión de recortar los impuestos, que forma ahora parte del núcleo de la política fiscal, no solo tiene como objetivo apoyar la actividad interna, sino también evitar que la inflación se descontrole.

Teniendo en cuenta que la carga fiscal es uno de los principales problemas estructurales a los que se enfrenta el sector privado en Brasil, creemos que la decisión de recortar los impuestos debería ser bien recibida. Sin embargo, la reducción de los impuestos debería centrarse más en bajar los costes de producción en vez de centrarse en reducir los precios al consumo, ya que aumentar la competitividad del sector manufacturero sigue siendo uno de los grandes retos de Brasil, mientras que el consumo privado se mantiene robusto (esto estaría más en línea con la necesidad de ajustar el modelo de crecimiento del país, tal como hemos señalado antes). Además, incentivos como por ejemplo los relacionados con los alimentos de primera necesidad, los vehículos y los electrodomésticos, que al menos en parte se han introducido para reducir la inflación, podrían terminar por generar mayores presiones de demanda y por tanto una inflación más elevada en el futuro. Por último, creemos que el país podría beneficiarse más haciendo recortes fiscales en todos los sectores en vez de aplicar dichos recortes en determinados sectores únicamente.

En cualquier caso, los recortes fiscales adoptados en los últimos meses así como los que prevemos que se adoptarán en el futuro originarán un deterioro permanente en las cuentas fiscales, pues no se prevé el anuncio de una reducción significativa del gasto público en el futuro próximo.

En consecuencia, el gobierno ha moderado últimamente el objetivo de superávit primario del 3,1% del PIB. A partir de este año el gobierno permitirá excluir de su objetivo no solo el 0,9% del PIB en los proyectos de inversión pública incluidos en el PAC (Programa de aceleración del crecimiento) sino también un 0,4% de las desgravaciones fiscales. Estas exclusiones hacen que el objetivo fiscal sea más flexible y en la práctica lo reducen al 1,8% del PIB.

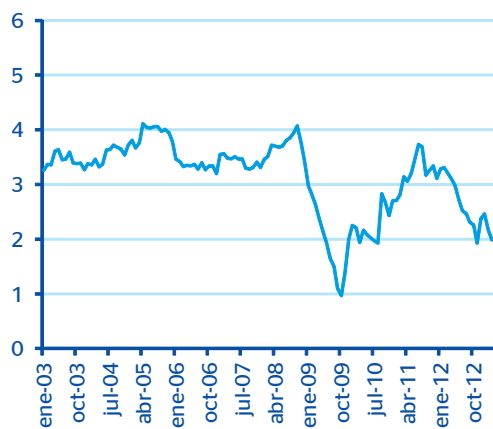
Además, de ahora en adelante el gobierno central no estará obligado a generar un superávit mayor si los gobiernos regionales no cumplen su parte del objetivo de superávit (0,95% del PIB). Como prevemos que los gobiernos regionales seguirán sin cumplir sus objetivos en los próximos años, esta medida también representa una fuente de deterioro fiscal.

Creemos que el superávit primario del sector público se acercará al 1,8% del PIB en los próximos años y el resultado fiscal global, que incluye los pagos de los intereses, se situará en torno al -2,7% del PIB.

Según nuestras estimaciones, estos resultados están en línea con una ratio deuda pública / PIB de aproximadamente el 34% en 2013 y 2014, prácticamente igual que la tasa del 35,2% del PIB de finales de 2012.

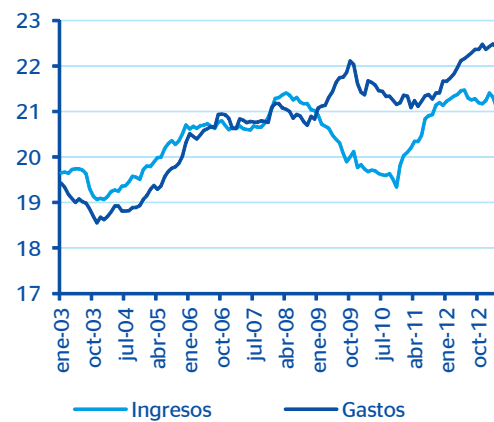
Por tanto, la flexibilización del objetivo fiscal impedirá la tendencia a la baja de la deuda pública, tal como esperábamos antes. También incrementa la incertidumbre con respecto al comportamiento fiscal, en particular con respecto a la capacidad/voluntad del gobierno de impulsar el superávit primario en el futuro cuando el PIB crezca por encima del potencial. Por último, la postura fiscal más expansiva podría conllevar la necesidad de adoptar una política de ajuste monetario, que es precisamente lo que está sucediendo ahora.

Gráfico 13
Superávit primario del sector público* (% PIB)



* El sector público incluye el gobierno central y los gobiernos regionales.
Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 14
Gobierno central: ingresos y gastos* (% a/a)



* El gobierno central incluye el Tesoro Nacional, el Sistema de Seguridad Social y el BCB. Los ingresos incluyen los impuestos y las cotizaciones, así como los ingresos de la seguridad social y del BCB. Se excluyen los dividendos de las empresas propiedad del estado y los ingresos excepcionales (como los ingresos generados en 2010 con la capitalización de Petrobras). Los gastos excluyen todo lo relacionado con la capitalización de Petrobras.
Fuentes: BCB y BBVA Research

Se prevé que el tipo de cambio se mantendrá relativamente estable y que el déficit por cuenta corriente se ampliará

En nuestra opinión, el gobierno está más dispuesto a utilizar el tipo de cambio para aumentar la competitividad de la economía que a mantener anclados los precios internos. No obstante, esperamos que las crecientes preocupaciones por la inflación, la recuperación de la actividad económica y la abundante liquidez global impidan que el real brasileño (BRL) se deprecie significativamente.

Por otro lado, también consideramos que es improbable que el BRL se aprecie y se sitúe por debajo de la marca de 1,90. Si se renovara el apetito global por los activos brasileños, debido por ejemplo al ajuste monetario actual o a la recuperación de la economía nacional, no hay duda de que el gobierno y el BCB intervendrían para impedir una fuerte apreciación del BRL.

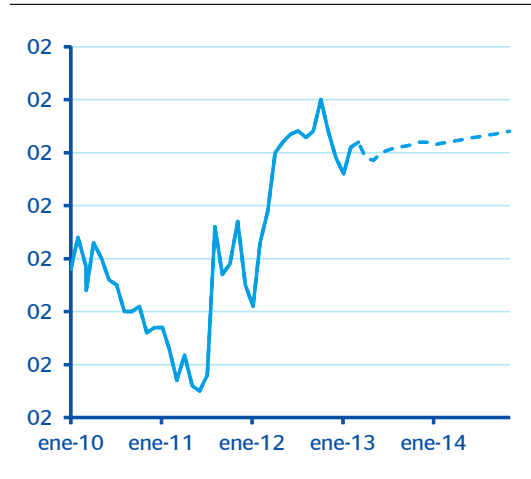
Por tanto, esperamos que el BRL se mantenga relativamente estable, dentro del rango del 2,0-2,10, donde ha estado la mayor parte del tiempo desde el segundo trimestre de 2012 (Gráfico 15).

La estabilidad del tipo de cambio nominal combinada con el diferencial de inflación positivo entre los tipos internos y externos (es decir, la mayor inflación en Brasil que en Estados Unidos) implica que el tipo de cambio BRL/USD se apreciará en términos reales (un 2% de media en 2013 y un 2% en 2014, según nuestras estimaciones). Siguiendo la misma lógica, se prevé una apreciación del tipo de cambio efectivo real (que es un tipo de cambio multilateral, en términos reales).

Una apreciación adicional del BRL en términos reales es una de las razones por las que esperamos que el déficit por cuenta corriente se amplíe hasta el 3,0% en 2013 y hasta el 3,3% en 2014 (véase el Gráfico 16 sobre la relación histórica entre el tipo de cambio efectivo real y la cuenta corriente). Otros factores que impulsarán esta ampliación son los términos de intercambio un poco menos favorables (-3% y -6% en 2013 y 2014, respectivamente, en comparación con 2012), la recuperación de la demanda interna y la falta de perspectivas de reformas que puedan aumentar significativamente la productividad interna y por tanto mejorar la competitividad de Brasil.

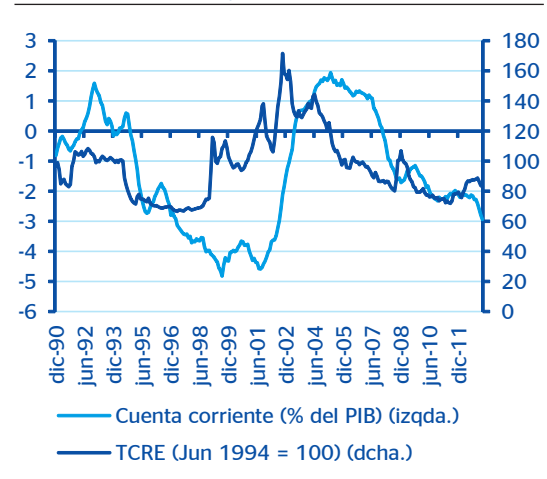
Se prevé que el déficit por cuenta corriente se mantenga en niveles manejables. Además, la inversión directa exterior y las reservas internacionales seguirán siendo elevadas y servirán en parte de amortiguador: se prevé que la inversión directa exterior se situará en torno al 2,5% del PIB en 2013 y 2014 y que las reservas internacionales llegarán al 16,7% del PIB en 2013 y al 16,1% en 2014. Sin embargo, la ampliación del déficit por cuenta corriente es una advertencia contra los crecientes riesgos relacionados con el posible impacto de un cambio repentino en el ánimo de los mercados mundiales.

Gráfico 15
Tipo de cambio (BRL/USD)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 16
Cuenta corriente (% del PIB) y tipo de cambio efectivo real (índice junio 1994 = 100)



Fuente: IPEADATA y BCB

4. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	2,7	0,9	3,4	3,8
Inflación (% a/a, fdp)	6,5	5,8	5,6	5,5
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	1,87	2,04	2,02	2,04
Tasa de interés (% fdp)	11,00	7,25	8,75	8,75
Consumo privado (% a/a)	4,1	3,1	3,7	3,2
Consumo público (% a/a)	2,0	3,2	2,8	2,6
Inversión fija (% a/a)	4,8	-4,0	5,2	7,9
Resultado fiscal (% PIB)	-2,6	-2,5	-2,7	-2,8
Cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,4	-3,0	-3,3

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
1T 12	0,8	5,3	1,83	9,75
2T 12	0,5	4,9	2,02	8,50
3T 12	0,9	5,3	2,03	7,25
4T 12	1,4	5,8	2,04	7,25
1T 13	2,3	6,6	2,01	7,25
2T 13	3,0	6,7	1,99	8,00
3T 13	3,8	6,3	2,01	8,75
4T 13	4,6	5,6	2,02	8,75
1T 14	4,3	5,4	2,02	8,75
2T 14	4,1	5,4	2,03	8,75
3T 14	3,7	5,4	2,03	8,75
4T 14	3,2	5,5	2,04	8,75

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Economías Emergentes:

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com