

Situación Brasil

Cuarto Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial crecerá un 2,9% en 2013 y un 3,6% en 2014**, con cierta desaceleración en las economías emergentes y recuperación en las desarrolladas.
- **En Brasil, las tensiones financieras se han desvanecido parcialmente y las presiones de depreciación de la moneda se han moderado un poco recientemente.** Sin embargo, el tipo de cambio está destinado a una depreciación.
- **La reciente moderación de los precios internos no fue ni generalizada, ni suficiente para bajar la inflación de forma significativa.** Una moneda más débil, entre otros factores, no dejará margen para que la inflación siga moderándose.
- **El BCB amplía el ciclo de ajuste monetario mientras la moneda se debilita y persisten las presiones inflacionarias.** Prevemos que el tipo SELIC cerrará el año en el 10,0% y llegará al 10,25% a principios de 2014.
- **Esperamos que el PIB crezca un 2,6% en 2013 y un 2,8% en 2014**, ya que la inversión no será lo suficientemente fuerte como para compensar la moderación del consumo.
- **Las cuentas fiscales y externas siguen deteriorándose.**

Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior: recuperación del ciclo global, pero desaceleración en emergentes.....	4
3. Brasil: la economía se mueve al ritmo del tipo de cambio	7
Recuadro. Los determinantes de la cuenta corriente de Brasil.....	19
4. Tablas	20

Fecha de cierre: 18 de noviembre de 2013

1. Resumen

El ciclo económico está mejorando, sobre todo en las economías desarrolladas, pero aún está lejos de una recuperación sólida. Las tensiones en los mercados financieros, provocadas por el anuncio del *tapering* de la Fed, se han reducido, lo que ha supuesto un impulso a la economía mundial. Por otro lado, China ha seguido estimulando el crecimiento interno, aunque de forma más limitada, lo que ha contribuido a disipar las dudas acerca de su compromiso con un crecimiento mínimo del 7,5%. En Europa, los riesgos más extremos son ahora menos relevantes y se prevé una recuperación débil en 2014. Hemos revisado a la baja en 0,2 pp el crecimiento previsto para la economía mundial en 2013 y 2014, hasta situarlo en el 2,9% y el 3,6%, respectivamente.

En Brasil, las tensiones financieras se han desvanecido parcialmente y las presiones de depreciación sobre el tipo de cambio se han moderado un poco debido al retraso del *tapering* por parte de la Fed. Esto último también ha sido una consecuencia de la decisión del Banco Central de comprometerse con un plan para inyectar liquidez en dólares diariamente. Después de alcanzar el nivel de 2,45 en agosto, el real brasileño (BRL) convergió a 2,20 en octubre y a 2,30 a comienzos de noviembre. En la actualidad el BRL es aproximadamente un 13% más débil que antes del discurso de mayo en el que Bernanke anunció el *tapering*. Además, prevemos que seguirá depreciándose cuando la Fed empiece finalmente a reducir los estímulos, y la depreciación de la moneda es la vía más probable para que el país recupere parte de la competitividad perdida en los últimos años.

Después de mostrar una tendencia a la baja desde junio, cuando llegó al 6,70%, la inflación se situó en el 5,84% en octubre. Esta caída se explica totalmente por la moderación de los precios de los alimentos. Los indicadores subyacentes, de servicios o de bienes no comercializables, entre otros, muestran que las presiones inflacionistas siguen siendo fuertes. Por tanto, la reciente moderación de los precios internos no fue ni generalizada ni suficiente para bajar la inflación de forma significativa. De cara al futuro, una moneda más débil y unas expectativas persistentes, entre otros factores, no dejarán margen para que la inflación siga moderándose. Prevemos que cerrará tanto 2013 como 2014 en el 5,8%.

La depreciación del tipo de cambio y la persistencia de la inflación están forzando al Banco Central a adoptar una política monetaria más restrictiva de lo esperado. La autoridad monetaria mantuvo el ritmo de ajuste de 50 pb en octubre, lo que llevó el tipo de interés SELIC al 9,50%. Esperamos que la autoridad monetaria mantenga este ritmo de 50 pb a finales de noviembre y que luego efectúe una subida final de 25 pb en enero.

Esperamos que el PIB crezca un 2,6% en 2013, lo que supone una recuperación si se compara con 2012, cuando el crecimiento fue únicamente un 0,9%. Sin embargo, la expansión estará por debajo de la media de los últimos diez años, un 3,6%. En 2014, esperamos que el mejor comportamiento de la economía mundial, una política fiscal que apoye un poco más el crecimiento y un aumento más sólido de la inversión hagan que el PIB crezca ligeramente más, hasta el 2,8%. Tanto en 2013 como en 2014, la expansión de la inversión no será suficiente para compensar la moderación del consumo privado.

Ha crecido la preocupación por el deterioro de las cuentas fiscales de Brasil. En nuestra opinión, estas preocupaciones están justificadas, ya que desde finales de 2010 el superávit primario ha disminuido y tanto la deuda pública bruta como el déficit fiscal total se han incrementado. Aunque las amenazas de una rebaja de la calificación soberana han obligado al gobierno a reconocer la necesidad de introducir cambios en la gestión de las políticas fiscales y cuasi fiscales, no es probable que estos cambios se implementen a corto plazo debido a la inminencia de las elecciones nacionales y regionales. Al mismo tiempo, la creciente inquietud sobre la situación fiscal, así como las preocupaciones sobre la inflación, no dejan mucho margen de maniobra para que la política fiscal dé mayor apoyo a la actividad económica en 2014. Así pues, prevemos que los resultados fiscales seguirán deteriorándose tanto en 2013 como en 2014.

Después de mantenerse estable en torno al 2,0% del PIB durante un largo periodo, el déficit por cuenta corriente comenzó su tendencia al alza a finales de 2012 y llegó al 3,6% del PIB en septiembre, debido en gran medida a la caída del superávit comercial. Sin embargo, la depreciación del tipo de cambio y los mejores resultados de la balanza del petróleo deberían allanar el camino para que se produzca cierta mejora de la balanza comercial y, por consiguiente, del déficit por cuenta corriente. Prevedemos que el déficit por cuenta corriente cerrará este año en el 3,6% del PIB y que después retrocederá hasta situarse en torno al 3,1% en el próximo año.

2. Entorno exterior: recuperación del ciclo global, pero desaceleración en emergentes

El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación enérgica

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Así, la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Eventos con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez).

En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como de la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos (conocido como *tapering* del QE). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga.

Gráfico 1
Crecimiento mundial y contribución por regiones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
EEUU: tipos de interés de la deuda pública a 10 años



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del *tapering* de la Fed remiten, dando soporte no sólo en EEUU

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). Al retrasar su inicio, ha venido a reforzar el carácter “dependiente de los datos” del programa, además del efecto proveniente de la incertidumbre sobre la negociación del déficit fiscal y el techo de deuda.

Las aclaraciones sobre el proceso de *tapering* que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado a su primer anuncio y el retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014 han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tipos de interés registrada desde mayo (gráfico 2) y los mercados ahora no anticipan alzas de tipos hasta 2015. Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por una reducción de las entradas de capital. Así, los temores de un “frenazo brusco” en emergentes han ido perdiendo paulatinamente intensidad y, al mismo tiempo, las economías emergentes muestran indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año.

En todo caso, el *tapering* terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del *tapering* una vez que efectivamente esté en marcha será, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas.

China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada

También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía: ha mantenido un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (Gráfico 3). Los mejores datos de lo previsto a lo largo de 2013 hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%. Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito.

Gráfico 3

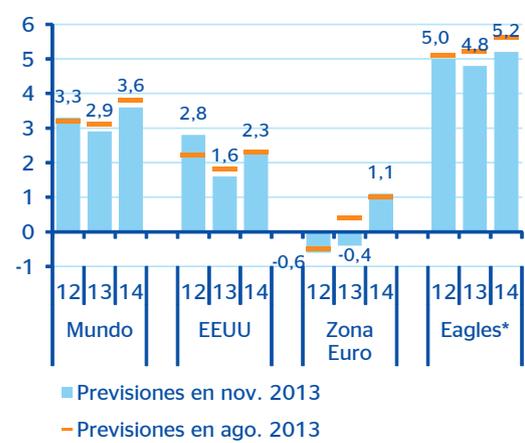
China: producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 4

Previsiones de crecimiento del PIB (%)



EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años, compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán
Fuente: BBVA Research y FMI

Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. Siguen las reformas hacia una mejor gobernanza y el crecimiento vuelve

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras 6 trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos, pues el reciente rebote se fundamenta también en una mejora de la demanda doméstica y la mejora de la actividad se extiende también a la periferia, contribuyendo a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron trimestres anteriores. La recuperación de actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación (de facto) de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal, implícitamente tolerada por las autoridades europeas.

El aumento del PIB en esta parte del año formaba parte de nuestro escenario, y no se ha dado ningún elemento adicional que nos haga cambiar nuestra expectativa de débil recuperación. En 2013 el PIB europeo caerá un 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.

El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo a corto

El acuerdo fiscal alcanzado el 16 de octubre en EEUU es una mera prórroga de la situación actual, ya que tan sólo incluye que el Gobierno tendrá financiación hasta enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado en febrero. Se avecinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un

proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, quizá unas pocas décimas. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional. En todo caso continuará una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo. Así, el déficit público en EEUU habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6,8% en 2012 hasta el 4% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía americana. En todo caso, en nuestro escenario central, un menor lastre fiscal en 2014 y la continuación de la recuperación permitirán un aumento del crecimiento en EEUU, desde el 1,6% que estimamos para 2013, hasta el 2,3% en 2014 (Gráfico 4).

Riesgos en la previsión: sesgados a la baja pero a priori con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario central detallado antes se han reducido. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia todavía de diversos factores. Cabe señalar en primer lugar por su carácter la posibilidad de una "salida desordenada" del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EEUU, y en otros países). Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo podrían abortar una recuperación global no especialmente intensa, sobre todo en la zona euro.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global menos favorable.

Finalmente, hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase, desde un freno en las reformas necesarias hasta resultados inesperados en los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, el BCE. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

3. Brasil: la economía se mueve al ritmo del tipo de cambio

Las tensiones financieras se han desvanecido parcialmente y las presiones sobre el tipo de cambio se han moderado un poco debido al retraso del *tapering* de la Fed

Como ya hemos indicado, las tensiones financieras que se produjeron tras el discurso de Ben Bernanke el 23 de mayo se han moderado en parte en los últimos meses, especialmente entre agosto y finales de octubre. Esto se ha debido a la percepción de que la retirada de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal de EE.UU. no sería tan inminente como se previó inicialmente.

En Brasil, el aplazamiento del *tapering*, así como la llegada de noticias más positivas desde China, fue recibido con cierto alivio por los mercados financieros locales.

Desde agosto hasta finales de octubre, el índice bursátil de São Paulo recuperó más del 20% de la pérdida que había acumulado hasta julio a causa del discurso de Bernanke. De igual modo, el bono soberano a 5 años cayó hasta situarse aproximadamente en 150 pb a finales de octubre tras haber repuntado desde los 130 pb de mayo hasta los 210 pb en los que se situó a comienzos de julio. El tipo de cambio, que se depreció desde el nivel de 2,05 cuando empezó a hablarse del *tapering* a finales de mayo hasta el nivel de 2,45 tres meses después, convergió en torno a 2,20 a finales de octubre (véase el Gráfico 5).

El índice de tensiones financieras de BBVA refleja muy bien el grado de tensión de los mercados financieros nacionales en los últimos meses (véase el Gráfico 6). En él se muestra que las recientes tensiones financieras llegaron a su punto álgido en junio y después retrocedieron hasta octubre. Este índice también revela que, aunque apreciables, las recientes tensiones financieras no han sido tan pronunciadas como las observadas en el segundo trimestre de 2012, cuando el lento crecimiento interno, la elevada inflación y la creciente incertidumbre sobre las políticas económicas de Brasil desencadenaron un deterioro en el optimismo mundial que preponderaba con respecto al país (para más detalles sobre ese periodo, consulte nuestro informe [Situación Brasil 2T12](#)). El índice también deja claro que las recientes turbulencias provocadas por la posibilidad de que la Fed retirara los estímulos monetarios fueron mucho menos marcadas que las turbulencias que se produjeron tras el colapso de Lehman Brothers.

Más recientemente, a comienzos de noviembre, los resultados económicos favorables de EE.UU. llevaron a los mercados a descontar en el precio, una vez más, una reducción temprana de los estímulos. No es de extrañar que con ello se desencadenaran algunas turbulencias en los mercados financieros nacionales, que contrarrestaron parte de la mejora observada desde julio/agosto hasta finales de octubre. Más concretamente, los mercados bursátiles perdieron en torno a un 3% en los primeros días de noviembre, el CDS a 5 años subió más de 180bp y el tipo de cambio volvió a situarse por encima de 2,30 (véase el Gráfico 5). La inquietud acerca de las cuentas fiscales de Brasil y el riesgo de una rebaja del rating soberano también han contribuido a este reciente empeoramiento en los mercados financieros (véanse las secciones siguientes para más detalles sobre estos asuntos).

Gráfico 5

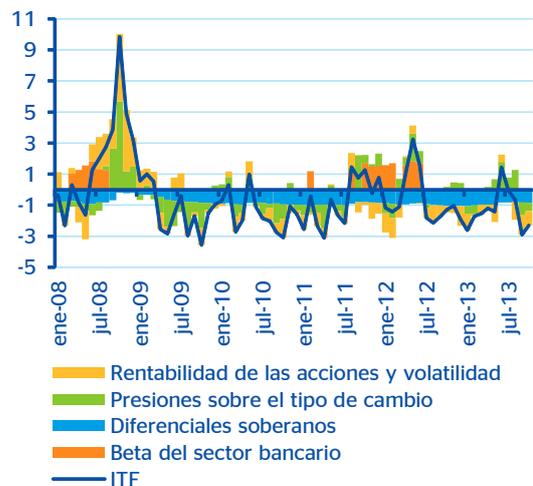
Bolsa de São Paulo, CDS soberano a 5 años y tipo de cambio (índice 23 de mayo = 100)



Fuente: Bloomberg y DataStream

Gráfico 6

Índice de tensiones financieras de BBVA¹



Fuente: BBVA Research

1; Beta del sector bancario: correlación entre las acciones bancarias y el conjunto del mercado bursátil (sólo se registra cuando la correlación es superior a uno y en una situación de mercado bajista); Diferenciales soberanos: EMBI; Presiones sobre el tipo de cambio: medida de la depreciación de la divisa y/o caída de las reservas de divisas extranjeras; Rentabilidad de las acciones: con signonegativo denota tensión; Volatilidad del precio de las acciones: obtenido a partir de un modelo GARCH de rentabilidad de las acciones. Cada componente del índice se expresa en un número de desviaciones estándar en torno a su media. El ITF es la suma de los cinco componentes.

El tipo de cambio está destinado a depreciarse

Nuestro índice de tensiones financieras también muestra que la causa principal del reciente recrudescimiento ha sido la tensión en los mercados de divisas. Como expondremos a continuación, esta tensión ha aumentado la incertidumbre con respecto a la inflación, la política monetaria, las cuentas externa y fiscal... y, por consiguiente, el comportamiento general de la economía.

El temor a que la fuerte depreciación elevara la inflación y, por consiguiente, forzara al Banco Central de Brasil (BCB) a prolongar considerablemente el ciclo de ajuste monetario en curso, lo que supondría otra barrera para el crecimiento económico en un año electoral, obligó a la autoridad monetaria a intervenir en los mercados de divisas. Más concretamente, a finales de agosto, cuando el real brasileño (BRL) llegó al nivel de 2,45, casi un 20% más débil que el cambio predominante a finales de mayo, el BCB anunció un programa de intervención diaria para ofrecer "cobertura a los agentes económicos y liquidez a los mercados de divisas". En virtud de este programa, desde el 23 de agosto hasta el final del año, la autoridad monetaria ofrecería 500 millones de dólares diarios de lunes a jueves a través de swaps cambiarios y hasta 1.000 millones de dólares cada viernes a través de operaciones de recompra al contado. En el anuncio, el BCB también comunicó que podría realizarse una intervención adicional si se considerara necesario. Cabe señalar que este anuncio se hizo después de que se adoptaran una serie de medidas para relajar los controles de capital impuestos en los últimos años (véase nuestro informe [Situación Brasil 2T13](#) para más detalles sobre estas medidas).

Tras el anuncio del programa de intervención diaria y los indicios de que la Fed no comenzaría el *tapering* tan pronto como se esperaba anteriormente, el BRL comenzó a apreciarse paulatinamente, convergió al 2,20 en octubre y después al 2,30 a principios de noviembre. Además, la volatilidad de los mercados de divisas se moderó un poco en octubre (véase el Gráfico 7).

En términos generales, el BRL está ahora aproximadamente un 13% más débil que antes del discurso de Bernanke y casi un 20% más depreciado respecto al promedio de 2012. Además, sigue habiendo bastantes turbulencias en los mercados cambiarios, a pesar de la reciente reducción de la volatilidad en octubre.

Desde nuestro punto de vista, la depreciación experimentada a principios de noviembre, así como el ajuste actual de la política monetaria nacional y el programa del BCB para intervenir en el dólar, dan algo de margen para que el BRL se mantenga relativamente estable o incluso para que se aprecie a corto plazo.

No obstante, prevemos que el BRL seguirá depreciándose a medio y largo plazo. En 2014, esperamos que se sitúe en el 2,35 de media (véase el Gráfico 8). Esto significaría una depreciación nominal del 8% en comparación con 2013.

Hay dos factores fundamentales que deberían respaldar esta depreciación de 2014 en adelante: las eventuales medidas hacia la reducción de estímulos en EE.UU. y la necesidad de Brasil de recuperar la competitividad perdida en los últimos años. La retirada de estímulos monetarios se implementará en EE.UU. tarde o temprano, y con ello el BRL perderá algo de fuerza. En otras palabras, creemos que el efecto del *tapering* no ha sido incorporado aún totalmente (la depreciación del tipo de cambio a comienzos de noviembre apoya esta visión). Además, creemos que la depreciación del tipo de cambio es la forma más probable de que el país afronte su problema de competitividad, dada la falta de perspectiva de reformas y de un aumento significativo de la productividad.

Gráfico 7

Tipo de cambio, BRL por USD: nivel y volatilidad (desviación estándar móvil de 30 días)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 8

Tipo de cambio, BRL vs. USD



Fuente: BBVA Research

Teniendo en cuenta las previsiones sobre los precios de las materias primas de BBVA Research (véase nuestro informe [Situación Latinoamérica 3T13](#)), preveamos que los términos de intercambio de Brasil seguirán deteriorándose en 2014. En concreto, esperamos que caigan un 4% de media en comparación con 2013 y un 8% en comparación con 2012. Como se muestra en el Gráfico 9, hay una importante correlación entre los términos de intercambio y el tipo de cambio. Por consiguiente, nuestras previsiones sobre los precios de las materias primas también respaldan la visión de que el BRL se depreciará aún más en 2014.

Por último, el esperado fin del programa de compra de dólares y el ciclo de ajuste monetario también son consistentes con un BRL relativamente débil.

La depreciación nominal prevista debería ser suficiente para garantizar también una depreciación en términos reales (es decir, para compensar el impacto del diferencial de inflación entre Brasil y EE.UU.). De esta manera el tipo de cambio bilateral se acercaría a promedios históricos y a valores de equilibrio. El Gráfico 10 muestra que el tipo de cambio real medio se situó en 2,45 en los últimos diez años, un valor que no está muy lejos del tipo que se considera de equilibrio (o a largo plazo). En el mismo gráfico se observa que el tipo de cambio real ha ido acercándose a este nivel promedio desde mediados de 2011, cuando la sobrevaloración alcanzó su máximo nivel. Esperamos que esta tendencia continúe en los próximos años.

Gráfico 9

Términos de intercambio y tipo de cambio (BRL por USD)



Fuente: IPEADATA y BBVA Research

Gráfico 10

Tipo de cambio real, BRL por USD (precios de octubre de 2013, deflactados con el IPCA y el IPC de EE.UU.)



Fuente: IPEADATA y BBVA Research

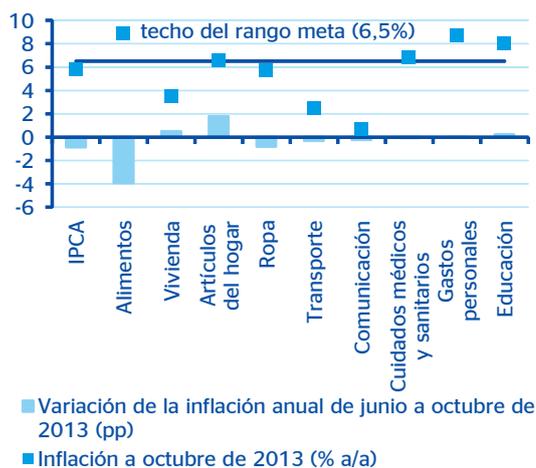
No solo esperamos que la reciente tendencia a la depreciación continúe sino también que se mantenga la actual volatilidad de los mercados cambiarios dadas las inusuales incertidumbres que rodean los mercados mundiales, en particular las relacionadas con la reducción de estímulos en EE.UU. Las elecciones presidenciales locales, que se celebrarán en octubre de 2014, y los riesgos de rebaja de la calificación soberana también serán una fuente de incertidumbre y, por consiguiente, de volatilidad en los mercados de divisas. Por tanto, nuestro escenario base para el BRL se enfrenta a riesgos importantes. La economía, y por consiguiente nuestras previsiones, están naturalmente sujetas a oscilaciones inesperadas en el tipo de cambio.

La reciente moderación de los precios internos no fue ni generalizada ni suficiente para bajar la inflación de forma significativa. De cara al futuro, una moneda más débil, entre otros factores, no dejará margen para que la inflación siga moderándose

Después de mostrar una tendencia a la baja desde junio, cuando alcanzó el 6,70%, la inflación anual permaneció en el 5,84% en octubre. En el mismo periodo, la inflación alimentaria cayó del 12,8% al 8,9%. Como el peso de los productos alimenticios representa alrededor del 24% del índice IPCA, la caída de 390 pp en este segmento explica por sí sola la caída de 86 pb en el índice general de precios. El menor precio de las materias primas en los mercados mundiales, unas condiciones de oferta más positivas en los mercados nacionales y los recortes de impuestos fueron los motores principales de la moderación de los precios de los alimentos y, por tanto, del índice general de precios.

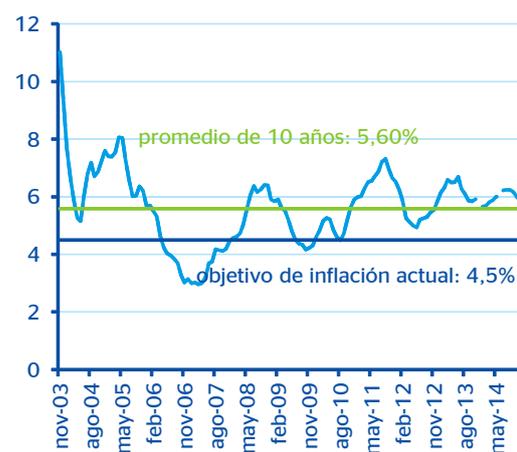
Con la clara excepción del grupo de productos alimentarios y quizá de la ropa, la inflación se incrementó o se mantuvo prácticamente estable desde junio a octubre en el resto de grupos de productos (véase el Gráfico 11). Por tanto, queda claro que la reciente caída de la inflación no ha sido generalizada.

Gráfico 11
Inflación anual: IPCA y principales grupos de productos (variación desde junio y niveles actuales)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 12
Inflación anual: IPCA (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Otra fuente importante de alivio para la inflación han sido los precios regulados, que tienen un peso del 23% en el índice IPCA. La gestión estratégica de los precios que el gobierno tiene bajo su control condujo a que la inflación de los precios regulados se situara por debajo del 2,0% desde febrero. En octubre, la inflación de este segmento bajó al 1,0%, su cifra más baja en más de veinte años.

La baja inflación de los precios regulados contrasta enormemente con las elevadas cifras del sector servicios (8,7% a octubre), de los bienes no transables (8,2%) y de las principales mediciones subyacentes (6,3%). En el Gráfico 11 también se muestra que la inflación sigue por encima del techo del rango meta (6,5%) en cinco de los nueve grupos de productos. Por último, pero aún más importante, el índice general de precios continúa muy por encima del objetivo del 4,5%.

De cara al futuro, la reciente depreciación del tipo de cambio y el esperado ajuste de los precios de los combustibles impulsará la inflación al alza a finales del año. Por tanto, en nuestra opinión la tendencia de la inflación a la baja ha terminado. Después de caer continuamente desde junio, la inflación anual se incrementará hasta el 5,9% en noviembre y cerrará el año en el 5,8%.

A pesar del actual ajuste de las condiciones monetarias, no vemos margen para que la inflación se modere de forma significativa el próximo año. Según nuestras previsiones, la inflación seguirá fluctuando en torno al 6,0% y cerrará 2014 en torno al 5,8% (véanse el Gráfico 12 y las tablas de previsiones que incluimos al final de este informe).

La depreciación del BRL es uno de los principales factores para entender por qué la inflación seguirá bajo presión en 2014. La depreciación del 20% que prevemos que se acumulará durante 2013 y 2014 (véase la sección anterior para más detalles sobre nuestras previsiones con respecto al BRL) debería impulsar al alza el índice general de precios en un punto porcentual como mínimo.

Una moneda más débil contribuirá sin duda a mantener las expectativas de inflación en niveles elevados. La importante correlación entre los movimientos del tipo de cambio y las expectativas de inflación de los mercados para 2014 respaldan esta visión (véase el Gráfico 13).

Las expectativas de inflación para 2014 no solo se alimentan de la depreciación del BRL. También se ven impulsadas por la percepción de que el BCB no está totalmente comprometido en hacer que la inflación converja al 4,5% en el corto plazo, por la idea de que la política fiscal no servirá de apoyo y porque no hay prácticamente margen para que la inflación de los precios regulados se mantenga en 2014 tan baja como en 2013.

Por último, cabe destacar que las elevadas expectativas de inflación son hasta cierto punto autocumplidas, es decir, el mero hecho de que los agentes esperen que la inflación se incremente o se mantenga elevada contribuye a materializar dichos escenarios y, por consiguiente, deberían ser una fuente de preocupación para la autoridad monetaria.

Gráfico 13
Tipo de cambio observado y expectativas de inflación para finales de 2013 y 2014



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 14
Tipo de cambio observado y expectativas del SELIC para finales de 2013 y 2014

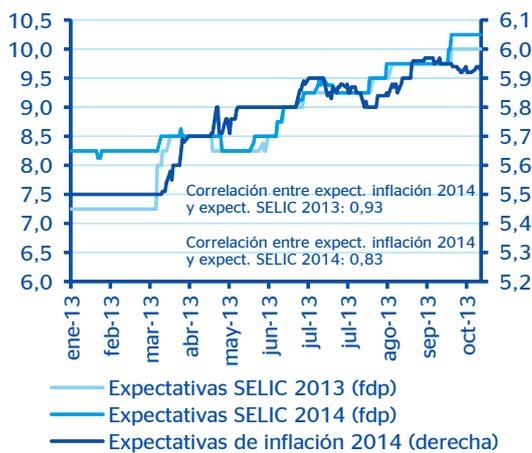


Fuente: BCB y BBVA Research

El BCB alarga el ciclo de ajuste monetario mientras la moneda se debilita y la inflación se mantiene fuerte

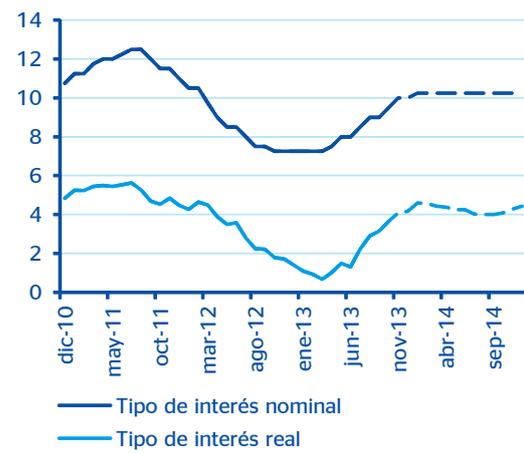
La depreciación del tipo de cambio y la persistencia de la inflación (la observada, pero especialmente las expectativas) fuerzan al BCB a adoptar una política monetaria más restrictiva de lo esperado.

Gráfico 15
Expectativas de inflación para finales de 2014 y expectativas del SELIC para finales de 2013 y 2014



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 16
Tipo de interés SELIC, nominal y real (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Por consiguiente, la autoridad monetaria mantuvo el ritmo de ajuste de 50 pb en octubre, lo que llevó al tipo de interés SELIC al 9,50%, es decir, 225 pb por encima del nivel de abril, cuando comenzó el ajuste. Además, el BCB no dio indicios de que vaya a poner fin al ciclo de ajuste actual, lo que apunta a que el SELIC volverá a incrementarse en 50 pb en la última reunión del año, que se celebrará a finales de noviembre.

La inflación y las presiones sobre el tipo de cambio, así como los recientes indicios del BCB, llevan a los mercados a seguir ajustando al alza sus previsiones del SELIC tanto para 2013 como para 2014 (véanse los Gráficos 14 y 15). Del mismo modo, hemos revisado nuestras previsiones para el final de este año y del próximo hasta situarlas en el 10,0% y el 10,25% respectivamente, frente a las previsiones de hace tres meses, cuando contemplábamos un 9,75% en ambos casos. Así pues, esperamos que el BCB efectúe un último movimiento alcista de los tipos de 25 pb en enero después de situar el SELIC en el 10,0% a finales de este año (véase el Gráfico 16).

La tendencia al alza que vemos en nuestras previsiones de inflación y del tipo de cambio añade también un sesgo alcista a nuestras expectativas con respecto al SELIC.

En cualquier caso, es muy poco probable que el BCB prolongue durante mucho más tiempo el ciclo de ajuste actual ya que, en nuestra opinión, la autoridad monetaria y en especial el gobierno no están dispuestos a terminar sus mandatos con un tipo de interés superior al 10,75%, que era el tipo prevalente cuando ambos fueron elegidos hace cuatro años.

La relativa debilidad de la actividad interna y la falta de un compromiso fuerte con el objetivo de rebajar la inflación al 4,5% —que parece haberse sustituido por el objetivo de “hacer que caiga la inflación y asegurarse de que esta tendencia se mantiene el próximo año”, según las propias palabras del BCB— reafirma la percepción de que el actual ciclo de ajuste se está acercando a su fin.

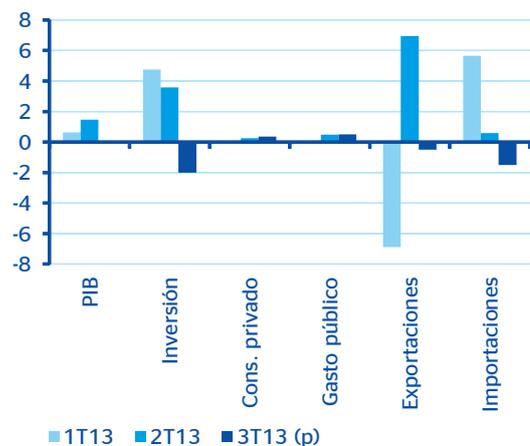
Esperamos que el PIB crezca un 2,6% en 2013 y un 2,8% en 2014, ya que la inversión no será lo suficientemente fuerte como para compensar la moderación del consumo

Después de sorprender fuertemente a la baja en el 1T13, al crecer tan solo un 0,6% t/t, en el 2T13 el crecimiento del PIB fue mayor de lo previsto, con un 1,5% t/t. En ambos periodos, el crecimiento de la inversión fue fundamental para apoyar el crecimiento de la actividad económica (véase el Gráfico 17).

La inversión creció un 4,7% t/t y un 3,6% t/t en el 1T13 y en el 2T13, respectivamente. Este dinamismo contrastó con el mal comportamiento del consumo privado (0,0% t/t y 0,2% t/t en el 1T13 y el 2T13), que representa casi dos tercios del total del PIB.

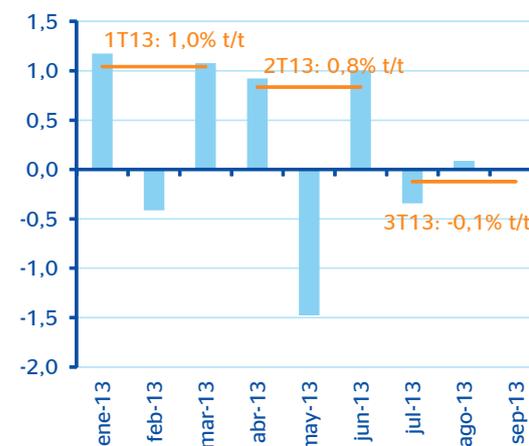
Por un lado, el crecimiento de la inversión en la primera mitad del año se produjo después de los incentivos introducidos anteriormente por el gobierno, del descenso de los inventarios industriales, de cierta mejora en el entorno mundial a comienzos del año y del desvanecimiento de algunos shocks negativos que golpearon la economía durante 2012. Por otro lado, la moderación del consumo se debe a factores que consideramos estructurales, como la desaceleración del crédito y de los mercados de trabajo, así como a la inflación especialmente elevada que se ha observado durante el periodo.

Gráfico 17
PIB y componentes de demanda, cifras trimestrales (% t/t)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 18
Indicador de actividad económica: IBC-Br (% m/m y % t/t)



Fuente: BCB y BBVA Research

La volatilidad financiera observada en los meses posteriores a los primeros debates sobre la reducción de estímulos, que tuvieron lugar a finales de mayo, fue responsable en parte de reducir el crecimiento del PIB en el 3T13.

Así, prevemos que el PIB habrá caído un 0,1% t/t durante el periodo. El IBC-Br, indicador de actividad mensual del BCB que funciona como proxy del PIB, apoya nuestra opinión de que el PIB se contraerá en el tercer trimestre (véase el Gráfico 18). Otros indicadores de alta frecuencia apuntan a que la contracción puede ser más significativa de lo previsto.

La reciente volatilidad observada en los mercados financieros y la depreciación del tipo de cambio han afectado a la actividad económica en los últimos meses, pues han contribuido a reducir la confianza, a incrementar los tipos de interés, a elevar los costes de producción y a posponer las decisiones de inversión (véase el Gráfico 19).

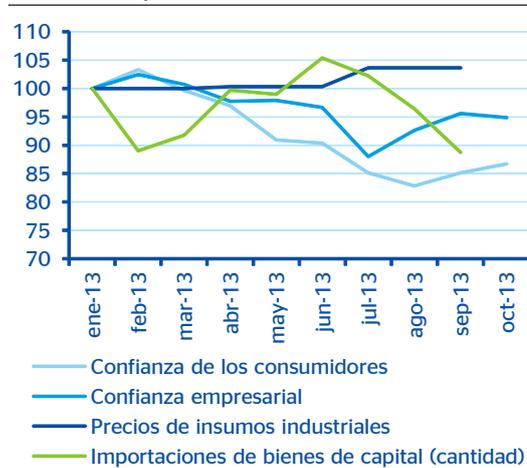
En este entorno, prevemos que la inversión habrá caído en torno a un 2,0% t/t en el 3T13 (véase el Gráfico 17). La contracción de las importaciones de bienes de capital (véase el Gráfico 19) apoya esta previsión.

En cambio, el consumo privado debería haber tomado algo de impulso y haber crecido en torno al 0,4% t/t debido a la reducción de la inflación y a la relativa solidez de los mercados de trabajo. Tanto el crecimiento del 3,2% t/t en las ventas minoristas subyacentes como el incremento del 0,2% t/t en las ventas minoristas generales (que incluyen también las ventas de automóviles) apoyan nuestras estimaciones.

De cara al futuro, prevemos que el crecimiento trimestral volverá de nuevo al territorio positivo en el 4T13, con un crecimiento aproximado del 0,4% t/t. Sin embargo, el recrudecimiento de las turbulencias a comienzos de noviembre y los indicadores adelantados de actividad apuntan a que la actividad económica del 4T13 no ha tenido un buen comienzo, lo que añade un sesgo a la baja a estas previsiones.

Gráfico 19

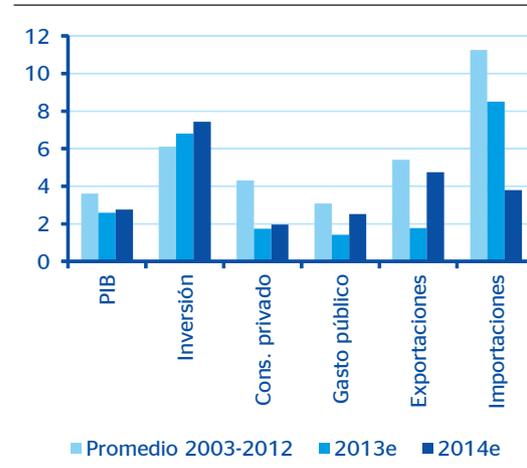
Confianza de consumidores y empresas, precios de insumos industriales e importaciones de bienes de capital (índice: enero 2013 = 100)



Fuentes: CNI, IPEADATA y BBVA Research

Gráfico 20

PIB y componentes de demanda, cifras anuales (%)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Considerando todas las circunstancias, prevemos que en 2013 el PIB crecerá un 2,6%, lo que supone una recuperación con respecto a 2012, cuando el crecimiento solo llegó al 0,9%, pero se queda por debajo de la media de los últimos diez años, situada en el 3,6% (véase el Gráfico 20). Nuestras previsiones actuales están un poco por encima de la cifra del 2,3% que sosteníamos hace tres meses. Este ajuste al alza se debe principalmente a la sorpresa positiva del PIB en el 2T13 (observado: 1,5% t/t; previsión: 0,6% t/t).

En 2014, esperamos un mejor comportamiento de la economía mundial, una política fiscal que dé un poco más de apoyo y un crecimiento más sólido de la inversión (debido, entre otros factores, a la reciente ola de concesiones de proyectos de infraestructuras al sector privado), lo que en conjunto llevará a un ligero crecimiento del PIB, hasta el 2,8%. Esta estimación es prácticamente igual a la que hicimos hace tres meses. No obstante, los riesgos se inclinan a la baja, ya que las incertidumbres electorales pueden terminar por afectar a las decisiones de inversión más de lo que pensamos y un retroceso del crecimiento mundial implicaría unas exportaciones más bajas de lo esperado.

Como venimos anticipando desde hace algún tiempo (véase por ejemplo nuestro anterior informe [Situación Brasil](#)), no hay margen para que el consumo privado mantenga el vigor mostrado en la última década. Esto se debe a la moderación natural del crédito y de los mercados de trabajo. Por un lado, el mayor endeudamiento limita la expansión del crédito y, por el otro, una demografía menos favorable y un desempleo que ya está en niveles muy bajos constriñen el potencial de los mercados de trabajo para apoyar la demanda.

Por consiguiente, la inversión o las exportaciones netas tendrían que acelerarse mucho en el futuro para que pudieran contrarrestar el impacto del menor apoyo del consumo y mantener un

crecimiento próximo al 3,5%. Como se muestra en el Gráfico 20, esperamos que en el futuro las exportaciones netas y la inversión contribuyan más al crecimiento. Sin embargo, la aceleración prevista no bastará para compensar la desaceleración del consumo.

El peso del consumo total en el PIB, alrededor de un 83%, es mucho más importante que el peso del resto de los componentes de la demanda (inversión 19%, exportaciones 13%, importaciones (-) 15%), lo que dificulta aún más el cambio de los factores de impulso. Además, todavía hay barreras importantes que impiden que la inversión y las exportaciones contribuyan al crecimiento de forma más significativa. Entre estas barreras, cabe destacar dos: i) la falta de previsibilidad y el tono intervencionista de las políticas públicas y ii) la falta de competitividad de la economía (especialmente en el sector de la producción manufacturera).

Como no hay perspectivas claras de que vayan a retirarse las barreras que limitan actualmente la evolución de la inversión y de las exportaciones, la economía seguirá condenada a quedarse en un crecimiento no superior 3,0%.

La creciente preocupación por las cuentas fiscales deja poco margen para que la política fiscal pueda apoyar el crecimiento en el futuro

Las decisiones de Standard and Poor's y de Moody's de rebajar las perspectivas de la calificación de Brasil, anunciadas respectivamente en junio y en octubre, son síntoma de que han aumentado las preocupaciones por la evolución de las cuentas públicas de Brasil.

En nuestra opinión, estas preocupaciones están justificadas, pues reflejan el deterioro de la mayoría de los indicadores fiscales (véase el Gráfico 21). Desde finales de 2010, la deuda pública bruta se ha incrementado en más de 5 pp y ha llegado al 58,8% del PIB, un valor muy por encima de la media de otras economías emergentes similares.

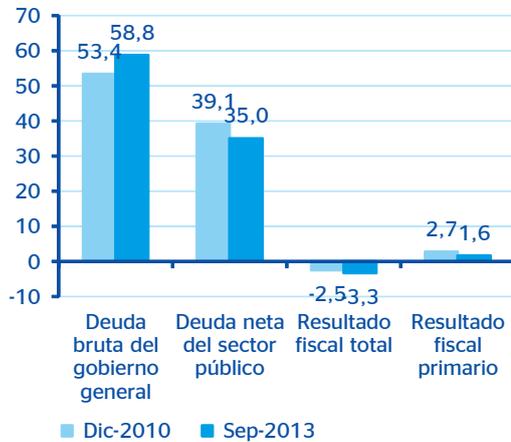
La deuda neta del sector público, un indicador fiscal muy utilizado en Brasil, cayó casi 4 pp y llegó al 35% del PIB en septiembre de 2013.

Estas cifras contrastan con las que muestra la deuda pública bruta general. Las diferencias se deben al hecho de que la primera es la cifra neta de los activos públicos generales y se incluye en ella al BCB y a las empresas públicas². Los créditos del gobierno a los bancos públicos, como por ejemplo el BNDES, reducen la deuda neta y sin embargo no tienen un impacto directo en el indicador bruto. Un incremento en el valor de las reservas internacionales debido a la depreciación del BRL, por ejemplo, también reduce la deuda neta sin alterar la deuda pública bruta. En la práctica, tanto los préstamos al BNDES como las mayores reservas internacionales han contribuido a reducir la deuda neta.

Otros indicadores fiscales confirman el deterioro al que apunta el indicador de deuda bruta, que es el que consideramos más útil para analizar los problemas de solvencia. El resultado primario ha ido reduciéndose últimamente y ahora se sitúa en torno al 1,6% del PIB. Esta cifra está muy por debajo tanto del nivel del 2,7% de diciembre de 2010 como de la media del 3,2% alcanzada entre 2003 y 2012. Además, el resultado fiscal total, que incluye el pago de los intereses, ahora está en torno al -3,3% del PIB, el déficit más elevado desde que la crisis de Lehman Brothers golpeara el país en 2009.

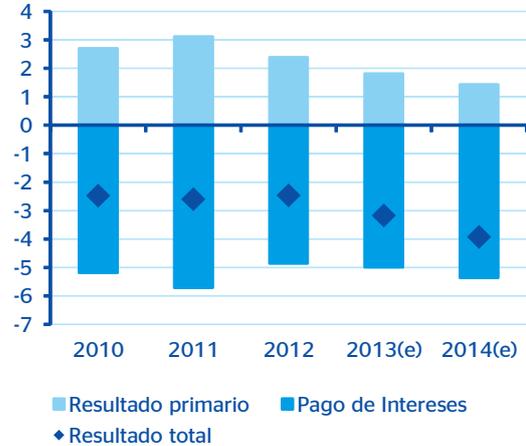
2: Por definición, el BCB y las empresas públicas se incluyen dentro del "sector público", pero no se consideran parte del "gobierno general".

Gráfico 21
Indicadores fiscales (% del PIB)



En el sector de las administraciones públicas se incluye el gobierno federal y los gobiernos regionales, el BCB y las empresas públicas. El gobierno general excluye al BCB y a las empresas públicas. Los resultados total y primario son los valores acumulados en los últimos 12 meses.
Fuente: BCB

Gráfico 22
Cuentas fiscales (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

Estas tendencias fiscales negativas se han producido tras la decisión del gobierno de utilizar políticas cuasi fiscales y fiscales para tratar de impulsar el crecimiento. Además, la reciente necesidad de ajustar al alza el tipo SELIC ha desencadenado un incremento de los costes de endeudamiento del gobierno, una cuenta que es especialmente importante en Brasil (por lo general representa entre un 5% y un 6% del PIB).

Aunque las amenazas de una rebaja de la calificación soberana han obligado a algunos dirigentes, incluida la presidenta Dilma, a reconocer la necesidad de introducir cambios en la gestión de las políticas fiscales y cuasi fiscales, no es probable que estos cambios se implementen a corto plazo debido a la inminencia de las elecciones nacionales y regionales, que se celebrarán en octubre de 2014.

Al mismo tiempo, el aumento de la inquietud por la situación fiscal, así como las preocupaciones por la inflación, dejarán poco margen para que la política fiscal proporcione un apoyo extra a la actividad económica en 2014.

Esperamos que el superávit primario no llegará a los objetivos oficiales y se situará en el 1,8% y el 1,4% del PIB en 2013 y 2014, respectivamente. Esto, unido al creciente pago de intereses, hará que el déficit fiscal se eleve al 3,2% este año y casi al 4,0% en 2014 (véase el Gráfico 22).

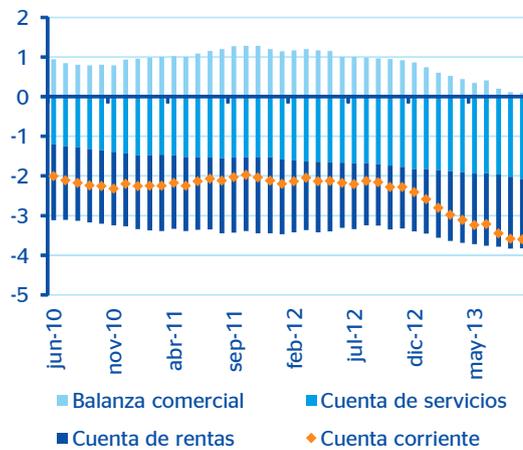
En definitiva, creemos que el gobierno tratará de aplicar una política fiscal que apoye más el crecimiento en los próximos meses y al mismo tiempo evitará una rebaja de la calificación crediticia, comprometiéndose quizá a adoptar una política fiscal más estricta una vez pasadas las elecciones.

Según nuestras previsiones, el déficit por cuenta corriente tocará techo en 2014

Después de mantenerse estable en torno al 2,0% del PIB durante un largo periodo, el déficit por cuenta corriente comenzó su tendencia al alza a finales de 2012 y llegó al 3,6% del PIB en septiembre. Aproximadamente dos tercios del deterioro son consecuencia de la caída del superávit comercial, mientras que la cuenta de servicios y la de rentas son responsables del tercio restante (véase el Gráfico 23).

Gráfico 23

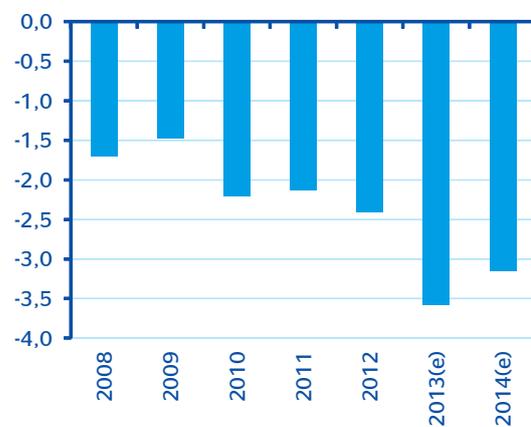
Cuenta corriente por componentes (% del PIB)



Fuente: BCB

Gráfico 24

Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

El superávit de la balanza comercial cayó del 0,9% del PIB en diciembre de 2012 al 0,1% en septiembre de 2013. Según nuestros cálculos, esta caída de 0,5 pp se produjo debido al empeoramiento de la balanza del petróleo, que se vio afectada por el tardío registro de las importaciones que se produjeron en la segunda mitad de 2012 y por la caída del 3% en la producción nacional de petróleo este año.

Aparte de estos problemas en el sector del petróleo, la balanza comercial también se vio afectada por una caída del 2% en los términos de intercambio de Brasil y por los problemas de competitividad a los que se enfrenta el sector manufacturero.

De cara al futuro, se prevé que la depreciación del tipo de cambio y los mejores resultados de la balanza del petróleo allanarán el camino para una cierta mejora de la balanza comercial y, por consiguiente, del déficit por cuenta corriente. Para ser más exactos, prevemos que el déficit por cuenta corriente cerrará este año cerca de los niveles actuales, un 3,6% del PIB para retroceder luego y situarse en torno al 3,1% el próximo año (véase el Gráfico 24).

Creemos que, dada su necesidad de ahorro externo, es natural que un país emergente como Brasil muestre déficits por cuenta corriente en torno al 3% o al 4% del PIB. Además, como hemos dicho anteriormente, esperamos que parte del deterioro reciente sea temporal. Por último, Brasil dispone de unas reservas internacionales considerables que podrían ayudar al país a enfrentarse a escenarios adversos. Sin embargo, vemos con cierta preocupación la evolución reciente de las cuentas externas de Brasil, en especial si tenemos en cuenta los riesgos relacionados con la reducción de liquidez monetaria que la Fed llevará a cabo eventualmente.

Recuadro. Los determinantes de la cuenta corriente de Brasil

Para entender el comportamiento de la cuenta corriente de Brasil en los últimos años y obtener una perspectiva de su evolución en el futuro, utilizamos un modelo empírico que se basa en la identidad macroeconómica fundamental entre el ahorro interno neto y el ahorro externo neto. El modelo desglosa los movimientos de la cuenta corriente en series de variables relevantes que pueden explicar potencialmente estos movimientos (demografía, inversión, PIB per cápita, cuentas fiscales, crédito privado, variables relacionadas con el comercio, tipo de cambio real y posición de inversión internacional neta o PIIN) y, de forma paralela, en componentes estructurales (a medio y largo plazo) y componentes cíclicos (a corto plazo).

En una primera etapa, se estima un modelo de panel con 72 países para el periodo entre 1980 y 2012 utilizando una regresión de mínimos cuadrados generalizados factibles (FGLS) y se obtienen los coeficientes a largo, medio y corto plazo para cada variable. A continuación, se utilizan los coeficientes a medio y a corto plazo como información a priori en un modelo bayesiano de series temporales específico de Brasil para obtener coeficientes específicos del país a medio y a corto plazo. Los coeficientes a largo plazo generados en la primera etapa no se vuelven a estimar.

Según este modelo, el fuerte deterioro de la cuenta corriente en los últimos años se debe casi en su totalidad a factores a corto plazo, en especial a la apreciación del tipo de cambio real. La cuenta corriente estructural se ha mantenido prácticamente estable, cerca del -1,0% del PIB, ya que las presiones derivadas del empeoramiento de la balanza del petróleo, un mayor grado de apertura del país a la economía mundial y el crecimiento relativo de la inversión, entre otros factores, se compensaron con la mejora estructural de las cuentas públicas.

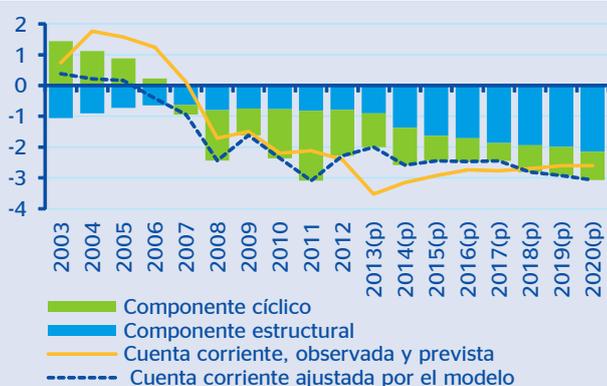
Basándonos en nuestras previsiones para la economía brasileña (por ejemplo, los supuestos para variables independientes), el modelo muestra que los componentes cíclicos deberían aliviar en el futuro parte de la presión a la que está sometida ahora la cuenta corriente. La depreciación del tipo de cambio real jugará un papel importante en este sentido. Sin embargo, como muestran los Gráficos 25 y 26, la moderación de las presiones a corto plazo se verá contrarrestada por un mayor déficit estructural, lo que se debe al deterioro estructural de las cuentas públicas, a cierto crecimiento de la inversión y a una demografía un poco menos favorable (sobre todo, el envejecimiento de la población); y el déficit por cuenta corriente llegará en el futuro a niveles ligeramente por debajo del 3,0%.

Por consiguiente, aunque en la última década la cuenta corriente se deterioró debido a factores a corto plazo que reflejaban un crecimiento robusto de la economía, en los próximos años la desaceleración económica prevista impedirá que el déficit externo siga aumentando como respuesta a un mayor déficit estructural.

Este ejercicio muestra que la cuenta corriente es especialmente reactiva a los movimientos del tipo de cambio real, a las cuentas fiscales de las administraciones públicas y al nivel de inversión. Por tanto, el déficit por cuenta corriente podría seguir incrementándose en vez de estabilizarse en torno al 3,0%, como indica el modelo, si el tipo de cambio deja de depreciarse, si las cuentas fiscales empeoran notablemente en el futuro o si la ratio de inversión-PIB termina por ser mucho más alta de lo esperado (en torno al 20%).

Gráfico 25

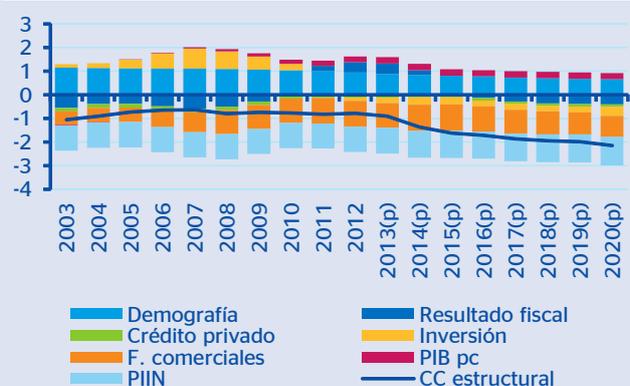
Cuenta corriente: componentes estructural y cíclico (% del PIB)



* Fuente: BBVA Research

Gráfico 26

Cuenta corriente: subcomponentes estructurales (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

3: Para más detalles sobre esta metodología véase, por ejemplo, el Observatorio Económico de BBVA Research "Análisis de la evolución y de los determinantes de la cuenta corriente en España" o, alternativamente, "Thousands of models, one story: current account imbalances in the global economy", en el Journal of International Money and Finance, Vol. 31, p. 1319-1338, de Ca' Zorzi, Chidk y Dieppe (2012). Los datos utilizados en este ejercicio proceden del FMI, el Banco Mundial, la ONU, la OCDE, BBVA Research y del artículo de Darvas "Real effective exchange rates for 178 countries: a new database" (2012).

4. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014
PIB (% interanual)	2,7	0,9	2,6	2,8
Inflación (% a/a, fdp)	6,5	5,8	5,8	5,8
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	1,87	2,04	2,32	2,41
Tipos de interés (% fdp)	11,00	7,25	10,00	10,25
Consumo privado (% a/a)	4,1	3,1	1,7	2,0
Gasto público (% a/a)	1,9	3,2	1,4	2,5
Inversión fija (% a/a)	4,8	-4,0	6,8	7,4
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-2,5	-3,2	-3,9
Cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,4	-3,6	-3,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% interanual)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	Tipo 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	1,9	6,6	2,02	7,25
2T 13	3,3	6,7	2,26	8,00
3T 13	2,8	5,9	2,26	9,00
4T 13	2,4	5,8	2,32	10,00
1T 14	2,7	5,8	2,32	10,25
2T 14	2,1	6,0	2,35	10,25
3T 14	3,0	6,2	2,36	10,25
4T 14	3,2	5,8	2,41	10,25

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

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@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