

Situación Brasil

2º TRIMESTRE 2016 | UNIDAD AMÉRICA LATINA



01 La actividad económica seguirá debilitándose mientras que persistirán las turbulencias en el entorno político

02 En 2016, el PIB disminuirá alrededor de un 3%, debido a una contracción de aproximadamente un 6% en la demanda interna

03 Se espera un crecimiento positivo del PIB en 2017, pero la recuperación será lenta, en línea con estimaciones de crecimiento potencial de tan sólo un 1%

04 La desaceleración de la inflación y la mejora de la cuenta corriente traerán algo de alivio, mientras que las preocupaciones fiscales persistirán

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: crecimiento frágil y supeditado a China	4
3 En Brasil, persistirán las turbulencias políticas	6
4 El PIB caerá bruscamente en 2016, lo que ayudará a reducir la inflación; la recuperación de la actividad en 2017 será lenta	7
Recuadro 1: el PIB potencial de Brasil cae hasta el 1%	11
Recuadro 2. La persistencia de la inflación en Brasil: un análisis comparativo	13
5 La caída de la inflación ofrece cierto alivio, pero los problemas fiscales seguirán ejerciendo presión sobre la política económica	15
6 Mercados financieros: después de la tormenta llega la calma; y, después, ¿otra tormenta?	18
7 Tabla de previsiones	21

Fecha de cierre: 12 mayo 2016

1 Resumen

Se espera que sigan las turbulencias en el entorno político. El Senado ha aceptado analizar la destitución de la Presidenta Rousseff, lo que significa que deberá el gobierno del país y el Vicepresidente Temer asumir los deberes presidenciales durante 180 días. Como lo más probable es que durante este periodo el Senado favorecerá la salida permanente de la Presidenta Rousseff, el Vicepresidente probablemente gobernará el país hasta finales de 2018. Así, como las dudas acerca de quién gobernará el país se han reducido, es posible que la incertidumbre disminuya. Sin embargo, se espera que las tensiones políticas sigan siendo altas, lo que debe evitar una rápida recuperación de la economía.

La actividad económica caerá acerca de un 3% en 2016 y repuntará un 0,9% en 2017. Se espera que el PIB se contraiga en términos trimestrales durante la primera mitad del año (aunque no tanto como en la segunda mitad de 2015) y, prácticamente, se estabilice en la segunda mitad de 2016 y el crecimiento vuelva al territorio positivo el próximo año. La mejora gradual esperada de la actividad económica está relacionada con nuestra visión de que tanto el crecimiento global como los precios de las materias primas serán cada vez más favorables. Además, la economía se beneficiará crecientemente de una disminución leve de la incertidumbre interna, una desaceleración de la inflación, una política monetaria menos contractiva, etc. Nuestras expectativas para la economía se mantienen prácticamente sin cambios en comparación con hace tres meses. Seguimos esperando un crecimiento del PIB del 3% y hemos revisado a la baja nuestra previsión para el 2017 0,3 p.p. hasta un 0,9%. Aun así, el crecimiento del PIB seguirá siendo bajo, entre otras cosas, porque la situación fiscal continuará afectando negativamente. Esta opinión está respaldada por nuestras estimaciones que muestran que el PIB potencial ha disminuido hasta un 1% (Recuadro 1).

La reciente moderación de la inflación refuerza nuestras previsiones de que la inflación descenderá hasta el 6,8% en 2016 y el 4,5% en 2017. Después de haber alcanzado el 10,7% en enero, últimamente, la inflación ha ido disminuyendo. En abril alcanzó el 9,3% y continuamos esperando que converja al 6,8% a finales de este año y al 4,5% a finales de 2017. Los principales impulsores de esta desaceleración seguirán siendo los menores ajustes en los precios regulados (ya que la mayor parte de la desalineación anterior ya se ha corregido) y la contracción de la demanda interna. La inercia relativamente alta (Recuadro 2) evitará una convergencia de la inflación más rápida a los objetivos oficiales.

El momento del comienzo de un ciclo de flexibilización monetaria no ha llegado todavía. A pesar de que la reciente desaceleración de la inflación ha permitido que el tono de la política monetaria sea menos agresivo, creemos que el BCB solo empezará a recortar la tasa Selic a principios del próximo año, cuando la inflación, finalmente, alcanzará el rango meta y las expectativas estarán más ancladas.

Seguimos siendo escépticos sobre una solución a corto plazo para la crisis fiscal. Creemos que el entorno para la aprobación de las reformas fiscales necesarias seguirá siendo difícil. A pesar de que la administración de Temer parece estar dispuesta a abordar los asuntos fiscales, somos escépticos sobre su capacidad de aprobar una reforma de seguridad social y reducir eficazmente el grado de rigidez de los gastos públicos. Por lo tanto, esperamos que las cuentas públicas continúen empeorando y los riesgos fiscales (crisis de deuda, dominancia fiscal, etc.) se mantengan.

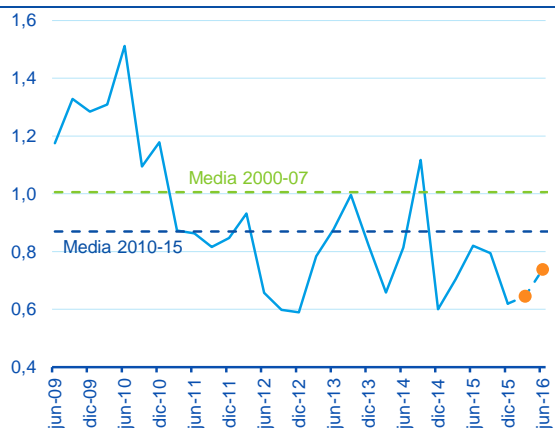
Es probable que la apreciación del tipo de cambio continúe. El real brasileño y otros activos financieros se apreciaron recientemente, apoyados por las menores preocupaciones con China y la política monetaria de EE. UU. No obstante, ambos factores deben continuar influenciando a los mercados financieros, ayudando a depreciar el tipo de cambio. Esto contribuirá a que el déficit por cuenta corriente disminuya hasta que alcance el 1% del PIB en 2017 reduciendo el riesgo de una crisis de balanza de pagos.

2 Entorno global: crecimiento frágil y supeditado a China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. El indicador BBVA-GAIN¹ cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), bien por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (Gráfico 2.1). Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

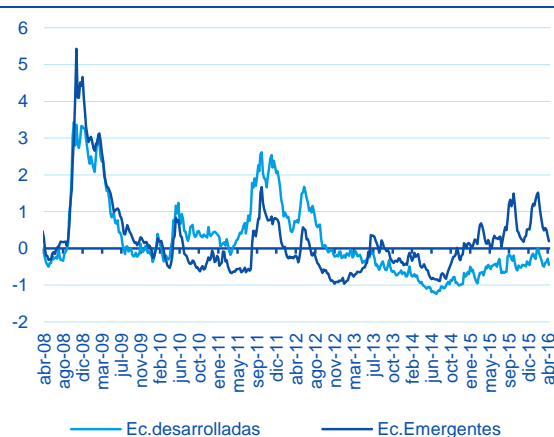
El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, junto con las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed, ha sido clave en la remisión de las tensiones financieras a partir de entonces y en la reducción, a su vez, de la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global a corto plazo.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T para 2016 en base a BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Haver

China: menores riesgos a corto plazo, pero más dudas a largo plazo

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado apalancamiento del sector corporativo o el exceso de oferta en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante *shocks* como el observado en el verano de 2015 se

1: Véase <https://www.bbvarsearch.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-remains-stuck-at-2-6-yoy-in-q1-less-cloudy-outlook-but-the-same-risks/>

estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo. Tomado en conjunto, estos factores nos llevan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento en China en 2016, hasta el 6,4% en 2016, y mantener un crecimiento de 5,8% en 2017.

El entorno internacional condiciona las decisiones de la Fed y contribuye a aliviar las presiones sobre los emergentes

El peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tipos de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado ha trasladado el siguiente incremento a principios de 2017. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EE.UU., y la relajación de los tramos largos de la curva dólar han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (Gráfico 2.2), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero, en donde se ha producido entradas netas de capital en los países emergentes desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad.

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tipos de interés por parte de la Fed), las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tipos de interés.

Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

3 En Brasil, persistirán las turbulencias políticas

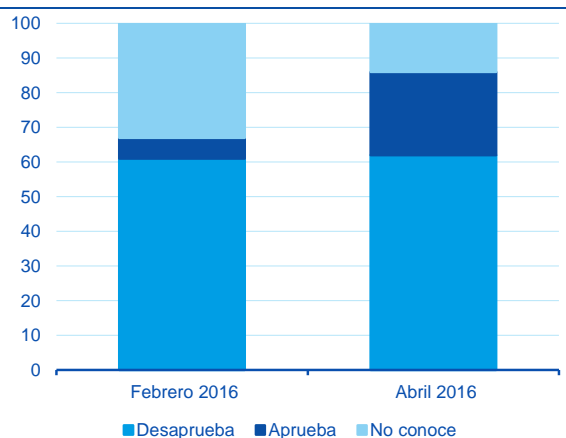
Las tensiones políticas continuarán afectando negativamente a la economía durante el gobierno de Michel Temer, aunque no tanto como recientemente

El 17 de abril, 367 de los 513 miembros de la Cámara de los Diputados votaron a favor de la destitución de la Presidenta Dilma Rousseff y, más tarde, el 12 de mayo, 55 de los 81 miembros del Senado decidieron admitir para análisis el caso. En consecuencia, la Presidenta se verá obligada a dejar el gobierno y el Vicepresidente Michel Temer asumirá las obligaciones presidenciales durante 180 días. Durante este periodo, el Senado juzgará a la Presidenta y tomará una decisión final sobre su destitución (se necesitan dos tercios de los votos para que la destitución sea definitiva). Lo más probable es que el Senado termine favoreciendo su salida permanente y, por lo tanto, que el gobierno de Temer se extienda hasta 2018.

No está claro si el gobierno de Temer tendrá el apoyo necesario para gobernar el país. Su partido, el PMDB, tiene solo 18 de los 81 escaños del Senado y 67 de los 513 de la Cámara de diputados. Aunque más que el PT de Rousseff, que tiene 11 representantes en el Senado y 57 en la Cámara de diputados, no es suficiente para gobernar sin el apoyo de otros partidos. En este sentido, es importante señalar que los que favorecieron la destitución de Rousseff no apoyarán necesariamente al gobierno de Temer. Además, las encuestas muestran que el nuevo gobierno empezará con poco apoyo de la población: el índice de aprobación de Temer es aproximadamente del 25% (Figura 3.1), un poco más alto que el de Rousseff.

Gráfico 3.1

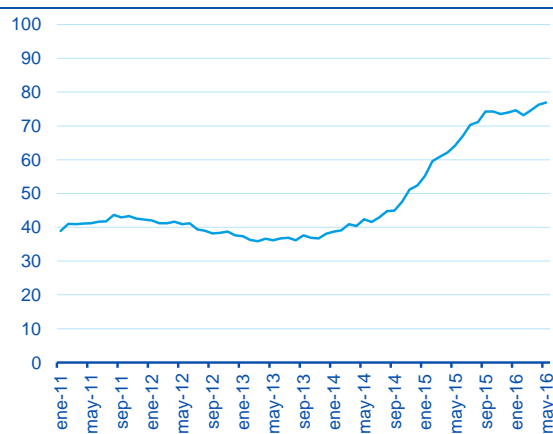
Índice de aprobación de Michel Temer



Fuente: Ipsos

Gráfico 3.2

Índice de crisis de Brasil*



* Basado en las búsquedas en la Web. Índice desestacionalizado basado en el interés por el término "crise" (crisis en portugués). Fuente: Google Trends y BBVA Research

A parte de las dificultades de gobernar un país que se encuentra frente a una crisis importante (Figura 3.2), la próxima administración también deberá enfrentarse a la aparición de más noticias sobre las investigaciones de los escándalos de la corrupción de Petrobras y a una dura oposición.

Así, hay razones para pensar que persistirán las turbulencias en el entorno político, lo que probablemente impedirá la adopción de una solución apropiada para los problemas fiscales e inhibirá una recuperación importante de la confianza y de la actividad económica. No obstante, una vez tomada una decisión sobre la destitución de la Presidenta, el grado de incertidumbre del país puede reducirse en cierto modo. De todas formas, la magnitud de esta reducción dependerá de las acciones del nuevo gobierno.

4 El PIB caerá bruscamente en 2016, lo que ayudará a reducir la inflación; la recuperación de la actividad en 2017 será lenta

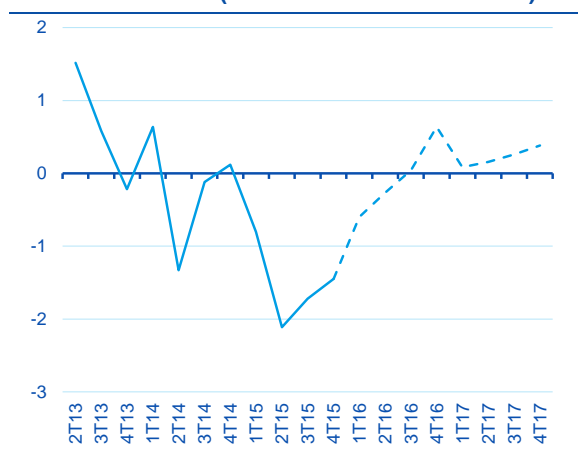
Se prevé que la actividad económica disminuirá un 3% en 2016 y crecerá un 0,9% en 2017

La actividad económica experimentó una contracción por cuarta vez consecutiva el último trimestre de 2015 y, posiblemente, disminuirá más en los próximos trimestres. Asimismo, la recesión ha ido perdiendo fuerza en los últimos trimestres, una tendencia que se espera que siga hacia delante. En concreto, el PIB cayó un 2,1% t/t en el segundo trimestre de 2015, un 1,7% t/t en el tercero y un 1,5% en el cuarto. Nuestra previsión es que disminuya un 0,6% t/t en el primer trimestre de 2016, algo menos en el segundo trimestre del año y prácticamente se estabilice en el segundo semestre, antes de que empiece a crecer a una tasa ligeramente positiva en 2017 (Figura 4.1).

Esta dinámica del PIB trimestral está en línea con una contracción del PIB anual del 3.0% en 2016 y a una pequeña recuperación del 0,9% en 2017, tras una caída del 3,8% en 2015.

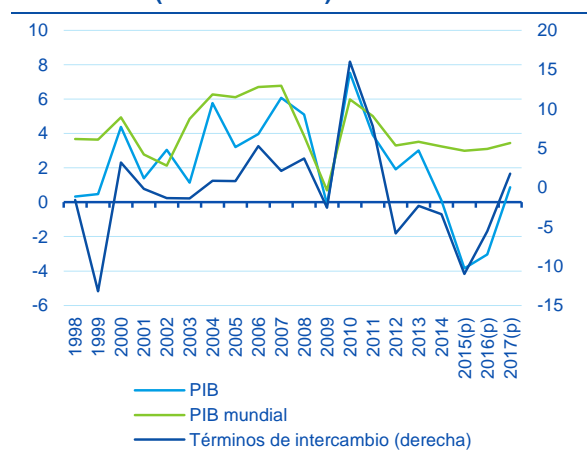
Es importante tener en cuenta que los efectos estadísticos jugarán un papel importante en la determinación de las tasas de crecimiento anual. En concreto, si el PIB no cambiara durante todo el 2016 y permaneciera en el mismo nivel que en el último trimestre de 2015, el PIB de 2016 disminuiría acerca de un 3%². Del mismo modo, si el PIB permaneciese estable durante el 2017 en el nivel esperado para finales de 2016, entonces en 2017 el PIB aumentaría un 0,4%. Esto significa que la contracción del PIB en 2016 se deberá, sobre todo, a cuestiones estadísticas y que parte de la recuperación esperada de 2017 también estará relacionada con este tipo de cuestiones.

Gráfico 4.1
Evolución del PIB (variación % intertrimestral)*



* Previsiones de BBVA Research del 1T16 al 4T17.
Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.2
PIB de Brasil, PIB mundial y términos de intercambio (% crecimiento)



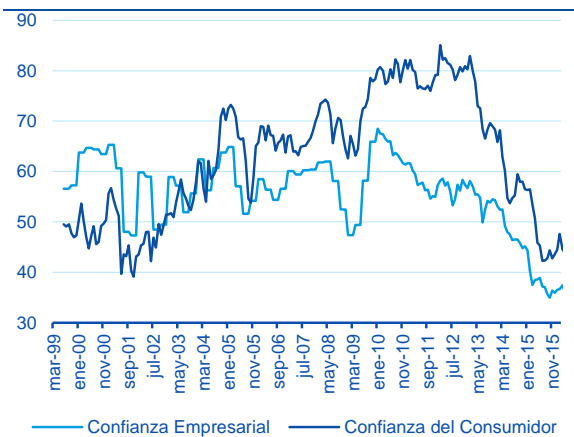
Fuente: IMF y BBVA Research

2: Esto se debe al hecho de que el PIB del 4T15 estaba significativamente por debajo de los niveles que se observaron en los trimestres anteriores de 2015.

Por un lado, el crecimiento del PIB brasileño ha estado y seguirá muy sincronizado con la evolución de la economía mundial. Tras la ligera desaceleración de 2015, el crecimiento del PIB mundial probablemente se mantendrá estable en aproximadamente un 3,2% en 2016 y después se acelerará un poco en 2017. Asimismo, la trayectoria del PIB de Brasil continuará viéndose influida por la dinámica de los precios de las materias primas en los mercados mundiales, que se espera que generen una caída de un 5% en los términos de intercambio de Brasil en 2016, algo menos que en 2015 cuando la contracción fue del 11%, y un crecimiento de un 2% en 2017³.

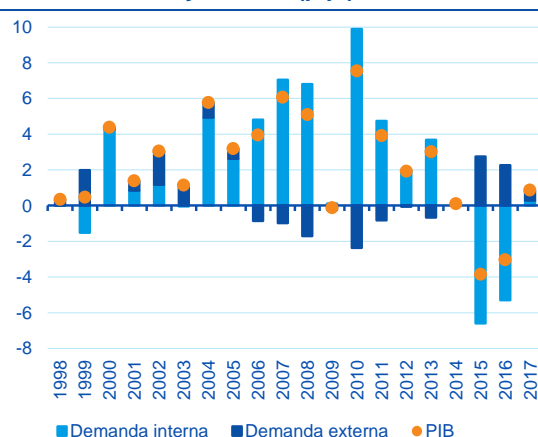
Por otro lado, la evolución del PIB brasileño, evidentemente, seguirá vinculada a factores locales. En primer lugar, después de un fuerte deterioro en 2015, la confianza se ha mantenido relativamente estable en un nivel bajo en los últimos meses (Figura 5.3) y podría presentar una pequeña mejora a partir de ahora, en línea con nuestras expectativas de que la decisión sobre la destitución de la Presidenta Rousseff reduciría la incertidumbre interna, sin eliminarla. Además, la desaceleración de la inflación y la mejora de la cuenta corriente aliviarán la presión sobre la política económica, en especial, en 2017, cuando se espera que la política monetaria sea progresivamente menos restrictiva. Además, la reducción de los inventarios de productos manufacturados y un tipo de cambio más depreciado contribuirán en las mejoras de la dinámica de las exportaciones y la inversión en capital fijo durante los próximos trimestres.

Gráfico 4.3
Índices de confianza



Fuente: CNI, Fecomercio y BBVA Research

Gráfico 4.4
Crecimiento del PIB y contribuciones de la demanda interna y externa (p.p.)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Nuestras perspectivas con respecto a la economía permanecen en gran medida sin cambios en comparación a hace tres últimos meses. Aunque los datos de la actividad recientemente divulgados son peores de lo que se esperaba y el grado de turbulencia del entorno político continúa sorprendiéndonos de forma negativa, su impacto en la actividad se espera que se contrarreste por el hecho de que los precios de las materias primas son mejores de los que se preveía (prevemos ahora que los términos de intercambio disminuirán un 5% en 2016, menos de lo que se preveía anteriormente). Así, nuestra previsión para el PIB permanece sin cambios en un -3.0% en 2016. Con respecto a 2017, hemos revisado a la baja la previsión del PIB en 0,4 p.p. hasta 0,9%. Esta revisión se debe sobre todo al hecho de que ahora esperamos que los términos de intercambio de Brasil aumenten sólo un 2% el próximo año en lugar de un 5%, ya que el

3: Tras una contracción severa a principios del año, los precios de las materias primas han repuntado más de lo que se esperaba debido a la reducción de las preocupaciones sobre China. A pesar de que consideramos que hay cierto margen para que se produzca una corrección a la baja en el corto plazo, se espera que los precios de las materias primas permanezcan estables e incluso aumenten un poco en el horizonte de previsión. Para obtener más información acerca de nuestra visión sobre los mercados de materias primas, consulte nuestro informe [Situación Latinoamérica del 2T16](#).

repunte en los precios de las materias primas, que se esperaba que se produjese en 2017, ha terminado ocurriendo en 2016.

Desde otra perspectiva, se espera que la contracción del PIB en 2016 se deba sobre todo a un descenso significativo en la demanda interna. En concreto, se prevé que disminuya un 5,8% en 2016, contribuyendo con -5,3p.p. al crecimiento del PIB de este año, mientras que el año anterior disminuyó un 6,4% con una contribución de -6,6p.p. al crecimiento del PIB. Con respecto a 2017, se prevé que la demanda interna aumente un 0,3%, contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB del periodo (Figura 4.4).

Se estima que tanto la formación bruta de capital fijo como el consumo disminuyan significativamente en 2016, aunque no tanto como en 2015. No obstante, en 2017, creemos que habrá un repunte del primero y esperamos que el consumo permanezca relativamente estable. La previsión de estabilidad del consumo en 2017 está en línea con nuestra opinión de que los mercados de crédito y, principalmente, el mercado laboral seguirán deteriorándose hasta principios del próximo año.

En cuanto al comportamiento de la demanda externa, se espera que la desaceleración de las importaciones y una aportación positiva por parte de las exportaciones contribuyan conjuntamente con 2,3 p.p. al crecimiento del PIB en 2016. En 2017, la contribución de la demanda externa neta deberá ser menor, acerca del 0,6 p.p., ya que las importaciones deben estabilizarse tras haber disminuido significativamente en 2015 y 2016 (consulte nuestras previsiones en la Sección 7).

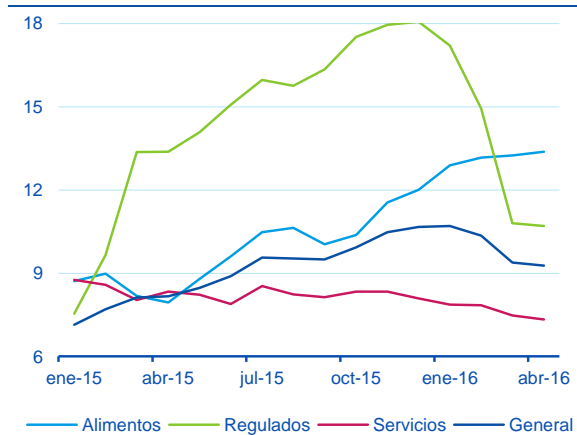
Finalmente, conviene resaltar que, aunque la recesión probablemente pierda intensidad en los próximos trimestres y se espera que empiece una recuperación a finales de este año, el crecimiento del PIB será muy débil, debido al impacto del deterioro fiscal y de las tensiones políticas, entre otras cosas. Esta opinión está respaldada por nuestras estimaciones que muestran que el PIB potencial ha disminuido significativamente y está ahora en torno al 1% (consulte el Recuadro 1).

La desaceleración de la demanda interna, finalmente, está afectando a la inflación de forma más notable

Después de haber alcanzado el 10,7% en enero, últimamente la inflación anual ha mantenido una tendencia a la baja. En abril alcanzó el 9,3%, la cifra más baja desde junio de 2015. Como esperábamos, los menores ajustes en los precios regulados y el impacto de la desaceleración de la demanda interna, finalmente, están permitiendo una desaceleración de la inflación (Figura 4.5).

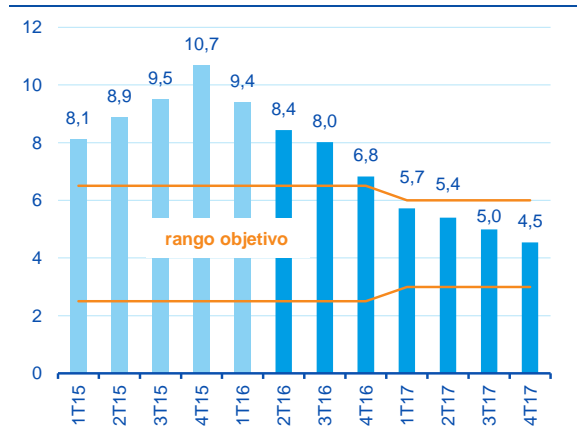
La inflación de los precios regulados se sitúa en el 10,7% en términos anuales, aún alta, pero por debajo de los niveles que se observaron el año pasado (18,1% en diciembre de 2015, por ejemplo). Tras las bruscas correcciones que se implementaron el año pasado, el proceso de alineación de los precios administrados está llegando a su final. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que la reducción de la inflación de los precios regulados se ha visto favorecida por la reciente moderación de los precios del petróleo en los mercados mundiales, lo que redujo la necesidad de más aumentos en los precios de los combustibles en Brasil, y también por la dinámica más favorable de las tarifas de la electricidad. Aumentaron sólo un 1,7% en términos anuales en abril, en comparación con un 51% en diciembre de 2015, en parte debido a un régimen de lluvias más favorable y a la reducción de la demanda de electricidad.

Gráfico 4.5
Inflación: general, alimentos, regulados y servicios (% a/a)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 4.6
Índice general de precios: inflación observada y previsiones (% a/a, final del trimestre)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Con respecto a la contracción de la demanda interna, finalmente, ha llevado a una disminución más significativa de la inflación. Ha permitido, por ejemplo, una moderación más considerable de la inflación de servicios en los últimos meses (Figura 4.5). En concreto, tras permanecer prácticamente estable por encima de la marca del 8% el último año, la inflación de servicios disminuyó al 7,3% en abril, el nivel más bajo desde 2010. Otro síntoma del efecto más importante de la recesión sobre los precios internos es la reciente moderación de los salarios. Tras crecer acerca de un 9% en 2014 y un 6% en la primera mitad de 2015, los salarios nominales se han incrementado un 3% en términos anuales durante los últimos meses (y no se descarta una desaceleración adicional en los próximos meses).

A pesar de la reciente desaceleración, la inflación todavía se encuentra por encima del rango objetivo y se prevé que sólo converja a los objetivos del BCB a principios del próximo año (como se anunció en 2015, el rango objetivo se estrechará a 3.0%-6.0% en 2017 desde 2,5%-6,5% en los últimos años). Entre los factores que posiblemente evitarán una convergencia más rápida de la inflación a los objetivos destacan: i) la presión de los precios de los alimentos, debido sobre todo a problemas de oferta (Figura 4.5); ii) una inercia elevada (en el Recuadro 2 se muestra que la persistencia de la inflación es relativamente alta en Brasil); iii) las expectativas de inflación aún altas (Figura 5.1); y iv) las perspectivas de que el tipo de cambio permanecerá a niveles más depreciados en 2016 y 2017, a pesar de la apreciación que se observó en los últimos meses (Sección 6).

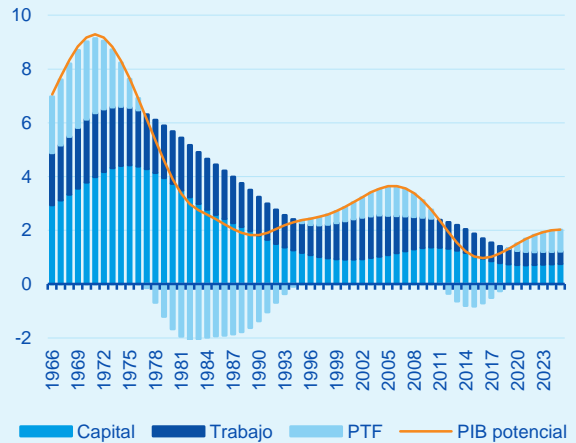
La reciente moderación de la inflación ha hecho que las expectativas de inflación de los mercados hayan disminuyendo (Figura 5.1) y ha reforzado nuestras previsiones, inferiores a las del consenso de mercado y que siguen sin cambio en comparación con las de hace tres meses, de desaceleración hasta el 6,8% a finales de 2016 y hasta el 4,5% a finales de 2017 (Figura 4.6).

Recuadro 1: el PIB potencial de Brasil cae hasta el 1%

El deterioro general de la economía de Brasil en los últimos años ha causado una reducción significativa en la capacidad que el país tiene de crecer sin generar distorsiones. La desaceleración de la economía china, la consiguiente caída en los precios de las materias primas, la mala gestión de la política económica local (en particular de la política fiscal, que ha contribuido a que aflore una crisis fiscal) y la falta de reformas para impulsar la productividad, entre otros factores, han contribuido a una reducción del PIB potencial de Brasil. De hecho, estos factores han afectado negativamente a cada uno de los componentes del PIB potencial, es decir, el capital, el trabajo y la productividad general (que también se conoce como productividad total de los factores o PTF).

Algunos ejemplos muestran el reciente deterioro de Brasil: i) la inversión en capital fijo disminuyó aproximadamente un 25% de 2013 a 2015, lo que redujo la contribución del crecimiento del capital físico; ii) el desempleo subió de menos del 5% en la segunda mitad de 2014 a más del 8% a principios de 2016, lo que redujo la contribución del trabajo al crecimiento interno; y iii) Brasil perdió posiciones en el la clasificación del Banco Mundial de países en que la facilidad de hacer negocios es mayor, lo que está en línea con percepción de que la productividad ha caído en los últimos años.

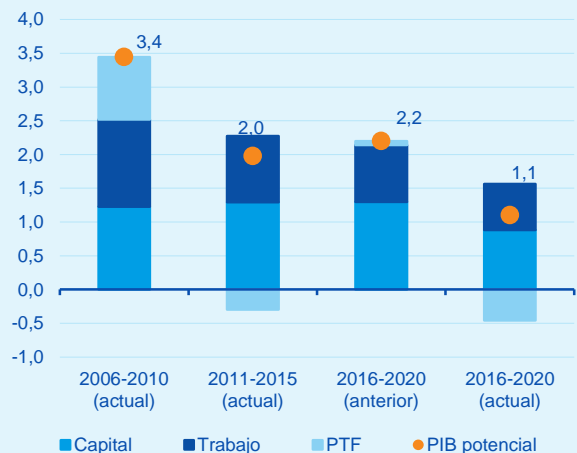
Gráfico R.1.1
PIB potencial



Fuente: BBVA Research

Nuestras estimaciones actualizadas muestran que el PIB potencial de Brasil se sitúa actualmente en torno al 1% y se mantendrá en torno a ese nivel en los próximos años (1,1% en promedio entre 2016 y 2020). Más allá de 2020, se prevén algunas mejoras y el PIB potencial podría converger al 2% (Figura B.1.1).

Gráfico R.1.1
Estimaciones actuales del PIB potencial para 2006-2010, 2011-2015 y 2016-2020 y estimaciones anteriores (2015) para el periodo 2016-2020



Fuente: BBVA Research

La estimación del PIB potencial para el periodo de 2016-2020 es considerablemente inferior a nuestras estimaciones realizadas de 2015 (2,2%), lo que no solo refleja el deterioro que se registró en los últimos años, sino que también las perspectivas menos positivas para el futuro. Además, nuestras estimaciones muestran que el PIB potencial se mantendrá en los próximos 5 años muy por debajo de los niveles que se han observado en las décadas anteriores (Figura B.1.2).

En todo caso, se puede alcanzar una convergencia más rápida hacia un nivel de crecimiento potencial superior con la adopción de una serie de reformas (del sistema político, de la seguridad social, laboral, del sistema tributario, etc.), que ahora vemos poco probables.

Recuadro 2. La persistencia de la inflación en Brasil: un análisis comparativo

Después de alcanzar casi 11% a principios de este año, la inflación en Brasil ha ido disminuyendo en los últimos meses. Aunque se espera que se siga moderando debido a la contracción de la demanda interna y a los ajustes menores en los precios regulados, no está claro cuándo convergerá exactamente a los objetivos establecidos por el Banco Central.

Para abordar este tema específico y, de forma más general, para analizar la dinámica de los precios internos, debemos comprender cuán persistente es la inflación en Brasil.

En este sentido, en este estudio se presentan tres medidas de la persistencia de la inflación y se comparan los resultados de Brasil con los de otros países de América Latina (Argentina, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay). Utilizamos datos mensuales, en general, desde enero de 2004 hasta marzo de 2016, y tomamos como medida de la inflación la tasa de variación de precios mensual anualizada y desestacionalizada.

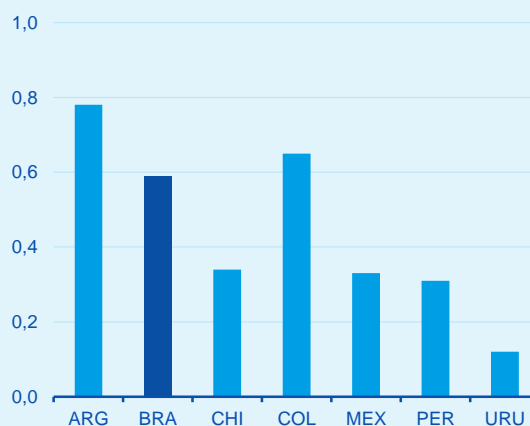
En primer lugar, se estima un modelo autorregresivo de primera orden (es decir, un AR(1)), en que la inflación actual depende únicamente de la inflación del periodo inmediatamente anterior⁴. El valor estimado del parámetro que relaciona la inflación actual con la pasada se puede tomar como una medida de persistencia simple. Cuanto más alto sea, mayor será el impacto de la inflación pasada en los niveles actuales, lo que sugiere una mayor inercia.

En la Figura B.2.1 se muestra la persistencia de la inflación según el AR(1). Se encuentra cerca del 0,6 en Brasil, más bajo que en Argentina y Colombia, pero más alto que en los demás países analizados.

Esta medida inicial, en parte, está sesgada por factores como la actividad económica, el tipo de cambio y la inflación externa, entre otros. Para

excluir estos efectos extrínsecos y tener una medida de persistencia que realmente refleje el impacto de los factores intrínsecamente inerciales utilizamos el método generalizado de los momentos (GMM) para estimar una curva de Philips para cada economía, en que la inflación actual depende de la brecha del producto, la inflación pasada, las expectativas de inflación, el tipo de cambio y el precio de las materias primas en los mercados mundiales⁵.

Gráfico R.2.1
Persistencia la inflación general: según el modelo AR(1) (enero/04 a marzo/16)*



* Estos resultados son significativos al nivel de un 5 %, con la excepción de Uruguay
Fuente: BBVA Research

En este caso, el parámetro que relaciona la inflación actual con la pasada es un indicador de persistencia intrínseca, que no se ve afectado por las otras variables que se incluyen en la estimación.

A pesar de que, en este caso, el nivel de persistencia de Brasil se encuentra aproximadamente en el 0,5%, una cifra ligeramente inferior a la medida anterior, vuelve a ser más alto que en la mayoría de países de la región (Gráfico B.2.2)⁶.

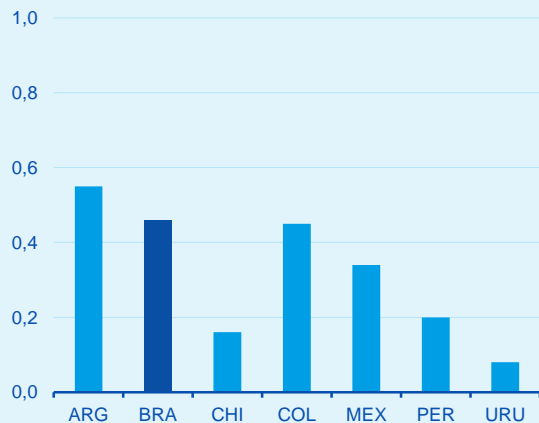
4: Las series de inflación no muestran en ninguno de los países una raíz unitaria, según las pruebas estándar. Así, en todos los casos, se trata de series estacionarias.

5: Las variables independientes entran con solo un retraso, a parte de las expectativas de la inflación, que entran contemporáneamente (y deben instrumentalizarse).

6: La introducción en el modelo de las variables independientes con retrasos adicionales no cambia significativamente los resultados.

Para una estimativa de persistencia más refinada, estimamos una curva de Phillips similar a la usando la inflación subyacente, en lugar de la general, como variable dependiente. Así, en este caso se excluyen del análisis algunos elementos, como, por ejemplo, alimentos y bienes o servicios regulados, cuya dinámica de sus precios difiere mucho de la general. En este caso, la persistencia estimada de Brasil es más baja que estimado anteriormente, lo que significa que la inercia de los componentes no subyacentes de la inflación es más alta que la persistencia de los componentes subyacentes. De todas formas, los resultados siguen mostrando que la persistencia es relativamente más alta en Brasil que en otros países. De hecho, en este caso, el grado de inercia que muestra la inflación sólo es más alto en Argentina que en Brasil (Figura B.2.3).

Gráfico R.2.2
Persistencia de la inflación general: según la estimación de una curva de Phillips (enero/04 a marzo/16)*



* La muestra de Argentina empieza a partir de agosto de 2006. Los resultados son significativos al nivel del 5% en Argentina, Brasil, Colombia, Perú y México y al 10% en Chile.
Fuente: BBVA Research

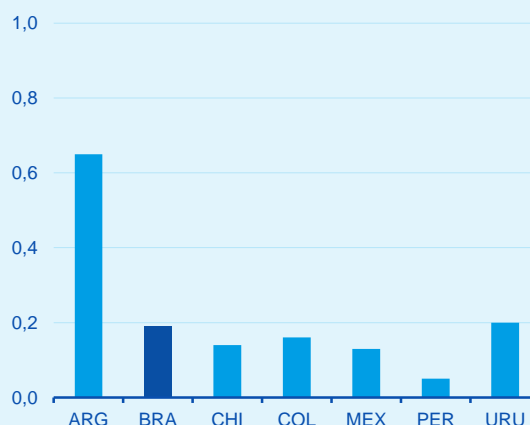
En general, los resultados respaldan la idea de que la inercia inflacionaria es más baja en los países en que los bancos centrales han sido menos tolerantes con la inflación y más alta en países como Brasil, donde la inflación, normalmente, es más alta⁷⁸.

7: En el periodo analizado, la inflación media se situó en el 19,8 % en Argentina, 6 % en Brasil, 3,4 % en Chile, 4,3 % en Colombia, 4 % en México, 3 % en Perú y 7,7 % en Uruguay.

8: Los resultados no cambian significativamente con la inclusión de variantes independientes adicionales con más retrasos.

Finalmente, para analizar si el grado de persistencia de la inflación ha cambiado durante los últimos años, se estiman los dos modelos de la curva de Phillips anteriores para los últimos tres años (de abril de 2013 a marzo de 2016) y para periodos anteriores de misma duración. Los resultados sugieren que la inercia inflacionaria aumentó durante los últimos tres años en Colombia, Perú y Uruguay. No obstante, en el caso de Brasil, así como en otros países, los resultados no son concluyentes, lo que no es totalmente sorprendente debido al pequeño tamaño de las muestras analizadas.

Gráfico R.2.3
Persistencia de la inflación subyacente: según la estimación de una curva de Phillips (enero/04 a marzo/16)*



* Las muestras de Argentina y Uruguay empiezan a partir de abril de 2008 y enero de 2011, respectivamente. Los resultados son significativos al nivel del 5% en Argentina, Brasil, Colombia y México y al 10% en Perú y Uruguay.
Fuente: BBVA Research

En general, nuestros análisis sugieren que los mecanismos de indexación tienen un papel relativamente más importante en Brasil que en otros países similares. Esto refuerza nuestra visión de que la desaceleración de la inflación en Brasil será lenta y sólo convergerá al rango objetivo a principios de 2017.

5 La caída de la inflación ofrece cierto alivio, pero los problemas fiscales seguirán ejerciendo presión sobre la política económica

El momento de un ciclo de flexibilización monetaria aún no ha llegado

En línea con nuestras expectativas, el Banco Central de Brasil (BCB) ha mantenido la tasa Selic sin cambios al 14,25% en las últimas reuniones del comité de política monetaria. Por un lado, las consecuencias políticas y económicas de nuevos ajustes alcistas en la tasa de política monetaria durante la recesión cerraron la puerta a cualquier otro ajuste monetario adicional. Por otra parte, la inflación aún elevada no deja espacio para el comienzo de un ciclo de flexibilización monetaria.

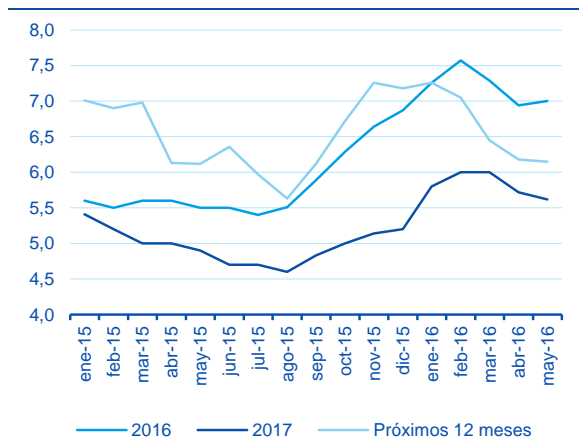
De todas formas, la reciente moderación de la inflación, en particular de las expectativas del mercado, (Figura 5.1) ha permitido que las autoridades monetarias adopten un tono menos restrictivo. De hecho, mientras que se ha descartado prácticamente una dosis adicional de ajustes alcistas, una reducción de la tasa Selic está ahora en el radar. Sin embargo, seguimos esperando que el BCB recorte los tipos de interés sólo cuando la inflación converja al rango meta y las expectativas del mercado estén más cerca de la marca del 4,5 %, algo que prevemos que ocurrirá a principios de 2017. Esa visión se vio reforzada por las actas de la última reunión de política monetaria en que las autoridades monetarias declararon que "...el elevado nivel de la inflación anual y las expectativas de inflación distantes de los objetivos del régimen de metas no ofrecen espacio para la flexibilización de la política monetaria".

Como hace tres meses, esperamos que la tasa Selic permanezca sin cambios hasta finales de 2016 y, después, se recorte de forma gradual en 2017, hasta alcanzar el 11,50% (Figura 5.2).

De todos modos, como el Vicepresidente Michel Temer ha asumido la presidencia, muy pronto se podrá designar un nuevo presidente para el BCB. Lo más probable que el nuevo responsable de la institución monetaria intente mostrar un compromiso más fuerte para reducir la inflación que el que mostró la administración anterior, lo que hará que una flexibilización monetaria en los próximos meses sea menos probable. No obstante, un cambio en la gestión del BCB, así como cualquier movimiento hacia la independencia del BCB, podría conllevar expectativas de inflación más bajas, lo que crearía cierto margen para el comienzo de un ciclo de relajamiento monetario en 2016. En general, la posibilidad de cambios en el BCB agudiza la incertidumbre en relación a la trayectoria de política monetaria en los próximos meses.

Gráfico 5.1

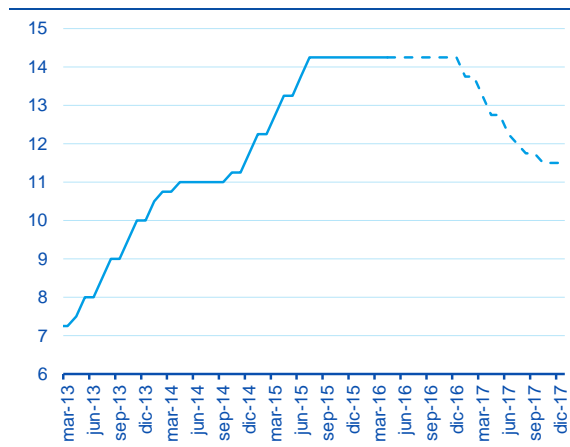
Expectativas de inflación: consenso de mercado para la inflación a 12 meses, finales de 2016 y finales de 2017 (% a/a)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.2

Tipo de interés Selic (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Seguimos siendo escépticos sobre una solución a corto plazo para la crisis fiscal

La crisis política de los últimos meses ha evitado la adopción de medidas significativas para reducir las preocupaciones sobre las cuentas públicas de Brasil. Como consecuencia, no sólo se han seguido deteriorando los principales indicadores fiscales, sino que también han empeorado las perspectivas de evolución de las cuentas públicas.

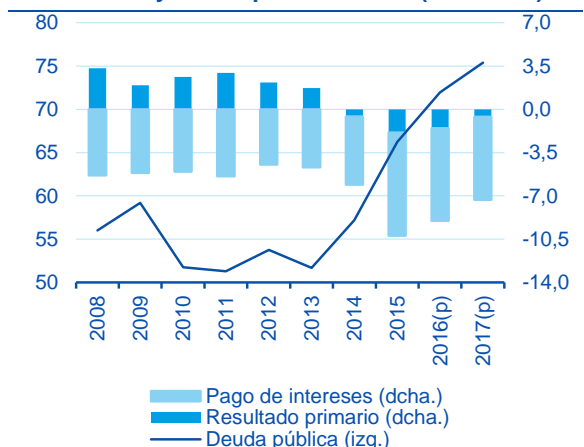
El resultado fiscal primario acumulado en los últimos 12 meses alcanzó el -2,3% del PIB en marzo, el peor resultado que se ha obtenido jamás. Este déficit primario está en parte determinado por el pago en el último año de aproximadamente un 1% del PIB en gastos relativos a años anteriores, la desaceleración de los ingresos públicos debido a la contracción de la demanda interna (los ingresos tributarios del gobierno federal disminuyeron un 9% en términos reales el primer trimestre del año en comparación con el mismo periodo del año anterior) y el gasto público relativamente alto (a nivel federal aumentó alrededor de un 5% el primer trimestre).

El resultado fiscal total, que agrega pagos de intereses al resultado primario, ha mejorado un poco recientemente, ya que la apreciación del tipo de cambio ha reducido los gastos generados por el mantenimiento por el BCB de un stock de swaps cambiarios de aproximadamente 67 millones de dólares⁹. A pesar de esta mejora, el resultado fiscal total se mantuvo cerca del -10% del PIB (en concreto, el -9,7% del PIB en marzo, en comparación con el -10,4% del PIB en diciembre de 2015).

Con respecto a la deuda pública bruta, alcanzó el 67,3% del PIB en marzo, una cifra un poco más alta que en diciembre de 2015 que era igual al 66,5% del PIB.

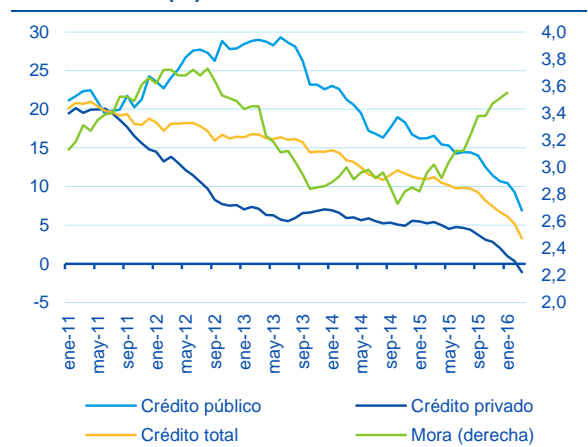
9: Al proporcionar swaps cambiarios, el BCB reduce la exposición del sector privado a la depreciación del tipo de cambio, pero aumenta su propia exposición. Aunque estos swaps están referenciados en dólares estadounidenses, se pagan en reales brasileños. Hay que tener en cuenta que en casos de apreciación cambiaria, por un lado, el gobierno obtiene ganancias con su stock de swaps, mientras que, por otro lado, acumula pérdidas ya que sus reservas internacionales, con un valor de casi 370 millones de dólares estadounidenses, hacen que el gobierno sea un acreedor externo.

Gráfico 5.3
Indicadores fiscales: saldo fiscal primario, pago de intereses y deuda pública bruta* (% del PIB)



* Resultado primario + pago de intereses = resultado fiscal total. El resultado primario y el pago de intereses se refieren al sector público consolidado, mientras que la deuda pública bruta hace referencia al gobierno general, que excluye al BCB y a las empresas propiedad del estado.
Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.4
Crecimiento nominal del stock de crédito (% a/a) y tasa de mora (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Creemos que el entorno político seguirá dificultando la aprobación de las reformas fiscales necesarias (véase la Sección 3). Aunque la administración de Michel Temer parece dispuesta a abordar los principales problemas fiscales del país y a pesar de que posiblemente se emprenderán algunos pasos positivos, seguimos siendo escépticos sobre su capacidad de aprobar una reforma de seguridad social significativa y reducir eficazmente el grado de rigidez de los gastos públicos, lo cual es esencial para resolver la crisis fiscal (para más información sobre estos problemas, véase nuestro [Situación Brasil del 1T16](#)).

Tomando esto en cuenta, prevemos que el resultado primario cierre 2016 próximo al -1,5% del PIB y 2017 alrededor del -0,6% del PIB. La mejora relativa de 2017 está en línea con nuestra visión de que el tono de la actividad económica será más positivo que en 2016. Con respecto al déficit fiscal total, prevemos que permanecerá muy alto, cerca del 9% del PIB este año, y que después disminuirá al 7,3% del PIB el próximo año gracias al déficit primario inferior esperado para el periodo y la posible reducción de los pagos de intereses (se prevé que los tipos de interés de referencia disminuyan durante 2017). Por último, creemos que la deuda pública bruta alcanzará el 72% del PIB en diciembre de 2016 y el 75,4% del PIB en diciembre de 2017.

En general, nuestras previsiones actuales muestran una previsión algo más pesimista para las cuentas públicas de Brasil. El deterioro adicional esperado en términos de resultados fiscales refuerza la visión de que no debe haber una fuerte retomada de la confianza, y por lo tanto del crecimiento, en los próximos años. Además, se mantendrán las preocupaciones sobre una posible crisis de la deuda y sobre la aparición de una situación de "dominancia fiscal", por ejemplo.

Por último, cabe agregar que un aumento excesivo de crédito de los bancos públicos es menos probable en el gobierno de Michel Temer, lo que reduce el riesgo para estos bancos y, además, para las cuentas públicas. Asimismo, mientras que hay más incertidumbre acerca de que la postura de la política fiscal siga hacia delante, lo más probable es que los mercados de crédito seguirán exhibiendo un tono más contractivo (Figura 5.4).

6 Mercados financieros: después de la tormenta llega la calma; y, después, ¿otra tormenta?

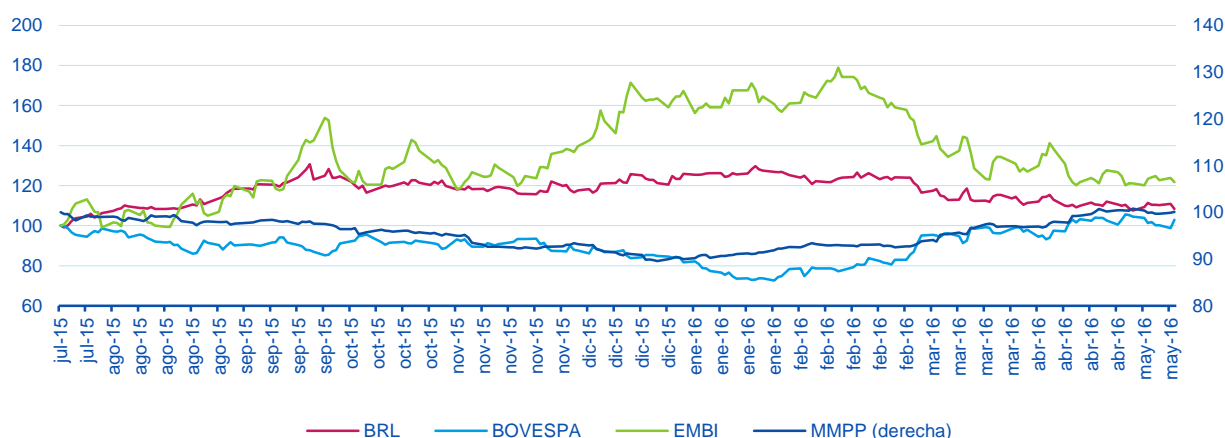
Los activos financieros locales recuperaron en los últimos meses las pérdidas que se registraron durante la segunda mitad de 2015. Es probable que los mercados sigan volátiles.

La disminución de las preocupaciones acerca de un "aterrizaje forzoso" de la economía china y, en segundo lugar, la consolidación de la percepción de que el proceso de normalización de la política monetaria de EE. UU. será gradual, ayudaron a reducir las tensiones financieras mundiales (Figura 2.2) y a incrementar los precios de las materias primas de los últimos meses. El índice de precios de materias primas del CRB, por ejemplo, ha aumentado un 11% desde principios de este año (8% en los últimos tres meses). Estos aumentos recientes compensan las pérdidas acumuladas desde mediados de julio hasta finales de 2015, lo que deja a los precios de las materias primas en torno a los mismos niveles que se observaron diez meses atrás (Figura 6.1). Desde principios de la segunda mitad de 2015, los precios del petróleo, el hierro, la soja y el trigo, que son especialmente importantes para la economía brasileña, variaron un -20%, un +10% y un +7% respectivamente.

Curiosamente, los precios de los principales activos financieros de Brasil mostraron una dinámica similar a la de los precios de las materias primas y ahora también están próximos a los niveles que se observaron a mediados de julio de 2015 (Figura 6.1). El índice de la Bolsa de Sao Paulo (IBOVESPA) actualmente es un 3% más alto que entonces. El real brasileño está aproximadamente en 3,50, un 8% más débil en términos nominales y se mantiene prácticamente sin cambios en términos reales. Con respecto al diferencial soberano de Brasil, medida por el EMBI+, no se encuentra tan cerca de los niveles que se observaron a principios de la segunda mitad de 2015: actualmente, es aproximadamente un 20% más alto que entonces.

Gráfico 6.1

Precios de las materias primas (índice CRB), mercado bursátil (BOVESPA), diferencial soberano (EMBI+) y tipo de cambio (USD/BRL). Índices: cifras a 20 de julio de 2015 = 100



* Los valores más altos representan un real brasileño más depreciado, un índice BOVESPA más alto y un diferencial soberano mayor. Datos hasta 11 de mayo.
Fuente: CRB, Datastream y BBVA Research

Asimismo, en general, la reciente dinámica de los activos financieros brasileños se explica, en gran medida, por los factores globales, principalmente, los precios de las materias primas. Sin embargo, los factores locales, evidentemente, también han tenido repercusiones en los precios de los activos financieros. Por

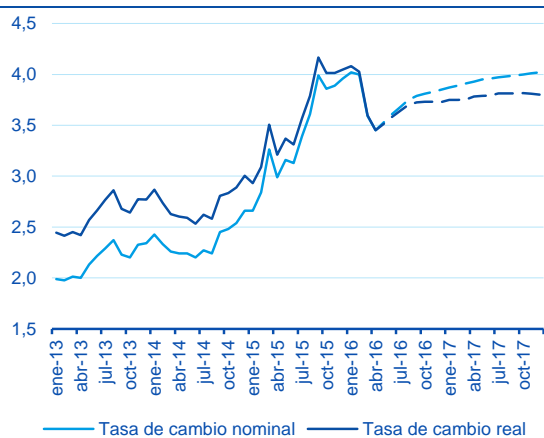
ejemplo, el hecho de que el diferencial soberano de Brasil sea más alto ahora que hace diez meses está probablemente relacionado con el fuerte deterioro económico que se observó en el periodo, en particular, de las cuentas públicas (todas las principales agencias de calificación crediticia retiraron el grado de inversión de Brasil en el período). Mientras que el deterioro general observado últimamente también afectó otros activos financieros locales, el optimismo del mercado con respecto al gobierno de Michel Temer, que, como se ha comentado en la Sección 3, no compartimos completamente, ha contribuido en general con las ganancias que se han observado en los últimos meses (el BRL, el IBOVESPA y la expansión soberana de Brasil han ganado un 12%, un 31% y un 30% respectivamente en los últimos tres meses).

Se prevé que el proceso de moderación del crecimiento de China y el proceso de normalización de las condiciones monetarias de EE. UU. sigan pesando en los mercados financieros mundiales y en los precios de las materias primas y, por lo tanto, también en los mercados financieros de Brasil. Lo más probable es que ambos procesos sigan creando volatilidad, aunque las autoridades chinas puedan evitar un escenario de aterrizaje forzoso y la economía de EE. UU. siga recuperándose.

A pesar de que consideramos que hay cierto margen para que se produzca una corrección a la baja a corto plazo, los precios de las materias primas no deben ser tan bajos como a principios de 2016 en los próximos años. Prevedemos que el precio del petróleo converja aproximadamente a los 40 dólares estadounidenses por barril a finales de este año y a los 50 dólares estadounidenses a finales de 2017 y trayectorias similares para otros precios de las materias primas (para obtener más información, véase nuestro informe [Situación Latinoamérica del 2T16](#)).

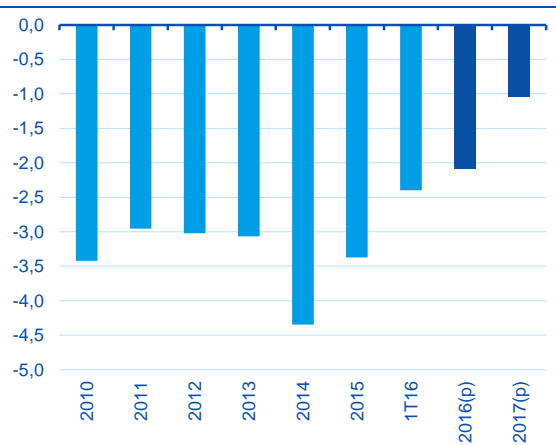
Teniendo esto en cuenta, así como nuestra visión de que el entorno político seguirá teniendo turbulencias y que abordar los problemas fiscales seguirá siendo difícil, se espera que el real experimente cierta depreciación y cierre 2016 y 2017 a 3,85 y a 4,02, respectivamente (Figura 6.2).

Gráfico 6.2
Tipo de cambio real brasileño por dólar (tipo de cambio nominal y real)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 6.3
Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

La cuenta corriente seguirá mejorando

La depreciación del tipo de cambio y, principalmente, la brusca caída de la demanda interna han sido determinantes para obtener una brusca reducción del déficit por cuenta corriente. Tras cerrar 2014 en 4,3% del PIB, el déficit por cuenta corriente alcanzó el 3,4% del PIB en diciembre de 2015 y el 2,4% más recientemente en marzo. Por componentes, la contribución principal a la reducción del déficit por cuenta corriente ha sido la mejora del saldo comercial: -0,3% del PIB en 2014, 1% del PIB en 2015 y 1,8% del PIB a finales del primer trimestre de 2016. A pesar de que las exportaciones se han mantenido relativamente débiles, las importaciones han disminuido significativamente.

Se prevé que el déficit por cuenta corriente se modere al 2,1% del PIB a finales de 2016 y al 1.0% a finales de 2017. El pronóstico del saldo comercial es que aumente hasta el 2,2% del PIB este año y hasta el 2,8% del PIB el próximo año.

La caída del déficit por cuenta corriente reduce aún más el riesgo de que el país se enfrente a una crisis de balanza de pagos. Las necesidades de financiación externas permanecerán limitadas, no sólo debido a que la inversión directa extranjera (IDE) se ha mantenido en buena manera (4,6% del PIB en marzo de 2016, en comparación con el 4,3% del PIB en 2015 y el 4.0% en 2014) y es probable que se moderen a una velocidad más lenta que el déficit por cuenta corriente, sino también a que la mayor parte de la deuda pública se denomina en moneda local, en lugar de en moneda extranjera, y a que el país es un acreedor externo neto (las reservas internacionales representan el 22% del PIB y la deuda externa bruta es igual al 19% del PIB).

7 Tabla de previsiones

Table 7.1

Previsiones macroeconómicas

	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (% a/a)	0,1	-3,8	-3,0	0,9
Inflación (% a/a, fdp)	6,4	10,7	6,8	4,5
Tipo de cambio (BR/USD, fdp)	2,66	3,96	3,85	4,02
Tipo de interés, SELIC (% a/a)	11,75	14,25	14,25	11,50
Consumo privado (% a/a)	1,3	-4,0	-3,3	-0,1
Consumo público (% a/a)	1,2	-1,2	-1,0	-1,6
Inversión (% a/a)	-4,5	-14,1	-12,6	1,6
Exportaciones (% a/a)	-1,1	6,1	3,2	4,8
Importaciones (% a/a)	-1,0	-14,3	-14,2	0,7
Saldo fiscal (% PIB)	-6,1	-10,2	-9,0	-7,3
Cuenta corriente (% PIB)	-4,3	-3,4	-2,1	-1,0

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de América Latina

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Con la colaboración de:

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Lorena Lechuga
lorena.lechuga.cuesta@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de 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@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.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

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 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