

Situación Brasil

Segundo Trimestre 2012
Análisis Económico

- **El gobierno y el Banco Central actúan para bajar los tipos de interés de manera permanente.** Creemos que el SELIC próximamente llegará al 8,25%, un mínimo histórico.
- **El crecimiento y la inflación han sorprendido a la baja, aunque todo apunta a que repuntarán tras la adopción de una política monetaria flexible.** Según las previsiones, el PIB crecerá un 3,3% en 2012, todavía por debajo del potencial, y la inflación alcanzará el 5,4% a finales de año, por encima del objetivo.
- **Un real más depreciado afectará positivamente al crecimiento y a las cuentas externas, y negativamente a la inflación.** El real se depreció más del 15% desde finales de febrero, tras intervenciones en los mercados de cambio, la reducción de los tipos de interés y el deterioro del optimismo mundial con respecto a Brasil.
- **La transición hacia un nuevo equilibrio macroeconómico basado en tipos de interés más bajos y una tasa de cambio más depreciada supone retos, en especial en lo relativo al control de la inflación.** Los principales riesgos siguen procediendo del entorno exterior, a pesar de que hoy los riesgos locales son mayores.

Índice

Entorno externo: recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	3
El gobierno y el Banco Central actúan para bajar los tipos de interés de manera permanente.....	5
El crecimiento y la inflación han sorprendido a la baja, aunque todo apunta a que repuntarán tras la adopción de una política monetaria flexible.....	7
Política fiscal: el compromiso es lograr el objetivo de superávit primario, no necesariamente de bajar la demanda pública.....	9
Políticas macroeconómicas prudentes: flexibilidad para gestionar las condiciones macroeconómicas.....	10
Cuenta corriente: todavía bajo presión a pesar de la solidez de los precios de las materias primas y de la debilidad del real.....	10
Los principales riesgos siguen procediendo del entorno exterior, a pesar de que hoy los riesgos idiosincráticos son mayores.....	12
Recuadro: “El creciente poder de los bancos del sector público en Brasil: ¿una vuelta al pasado?”.....	14
Tablas de previsiones.....	17

Fecha de cierre: 16 de mayo de 2012

Entorno externo: recuperación global, pero se reavivan los riesgos

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicada hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

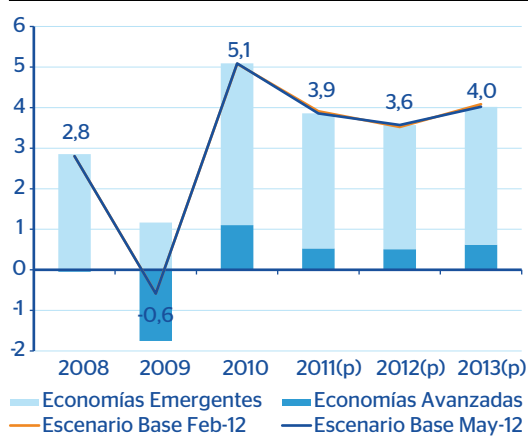
Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior Situación Global, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina –disminución en la primera, pero estable en la segunda– condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

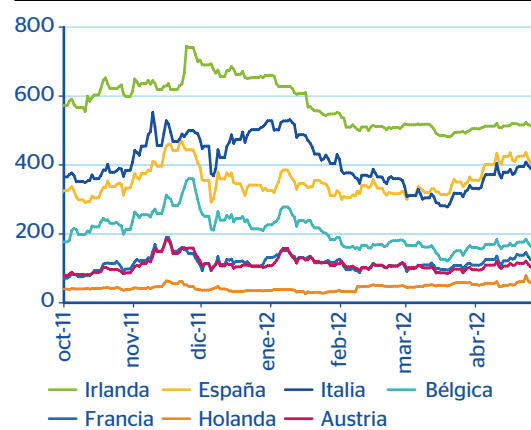
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo por la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos de ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte del aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. Además, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo

tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse a ser señalado por los mercados), apuntando a objetivos de déficit estructural -en consonancia con el espíritu del tratado fiscal- y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales -y un referéndum- en muchos países europeos: Francia, Grecia, dos estados de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año.

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 15% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

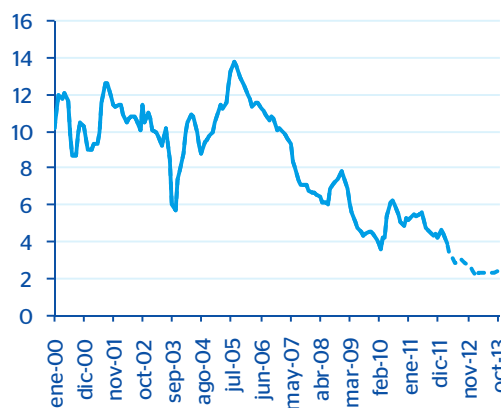
El gobierno y el Banco Central actúan para bajar los tipos de interés de manera permanente

Los tipos de interés están hoy en el epicentro del debate macroeconómico de Brasil. Tanto el gobierno federal como el Banco Central se han estado esforzando para bajar los tipos de interés internos de manera permanente. Se trata de un objetivo legítimo, ya que durante muchos años los tipos de interés locales se situaron entre los más altos del mundo. No obstante, el recorte permanente de los tipos de interés supone numerosos riesgos, en especial si son más una decisión política que una medida técnica.

Desde mediados de 2011, el Banco Central ha venido recortando el SELIC y sorprendiendo a los mercados: en este momento, el tipo de interés se sitúa en el 9,0%, 350 pb menos que en julio de 2011 y bastante más bajo de lo que los analistas esperaban unos meses atrás. La bajada del SELIC observada desde mediados del año pasado obedece a un agudo deterioro del entorno exterior, y también a la situación interna. Sin embargo, en nuestra opinión la adopción de una política monetaria más flexible tiene que ver también con la intención de la autoridad monetaria de aproximar de manera permanente el SELIC a las normas internacionales, lo cual implicaría una mayor tolerancia con la inflación.

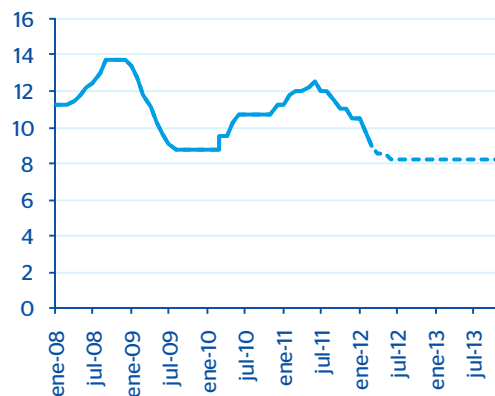
Recientemente, la autoridad monetaria introdujo en sus comunicaciones el dato de que los tipos de interés reales han estado bajando en los últimos años. Como indica el Gráfico 3, los tipos de interés reales de Brasil muestran una tendencia de descenso en los últimos años. Según el Banco Central, esto es consecuencia de una serie de mejoras estructurales, como la bajada de la prima de riesgo (por “cumplir los objetivos de inflación por octavo año consecutivo, por su estabilidad macroeconómica y por los avances institucionales”), de un cambio en la estructura de los mercados financieros y de capitales, de la profundización de los mercados de crédito, de la reducción de la deuda pública y de la creciente afluencia (y más barata) de ahorro exterior. Tomando en cuenta todas estas mejoras, tanto nosotros como la mayoría de los analistas de Brasil estiman que unos tipos de interés neutros se situarían en torno al 4,0%, nivel similar al de los actuales tipos de interés reales.

Gráfico 3
Tipos de interés reales (%)



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4
SELIC (%)



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

La reducción de los tipos de interés es, explícitamente, una de las prioridades del gobierno de la presidenta Dilma Rouseff. En consecuencia, las autoridades han adoptado algunas iniciativas para apoyar las medidas del Banco Central. La política fiscal se ha hecho menos expansiva para dejar margen a una política monetaria más flexible, tal y como lo venimos destacando desde principios de 2011 (véase, por ejemplo, la edición del segundo trimestre de 2011 de Situación Económica de Brasil, así como la sección sobre política fiscal, en las siguientes páginas).

Además, recientemente el gobierno anunció un cambio en la remuneración de una forma muy popular de cuentas de ahorro (las “contas de poupança”) para ayudar a que el SELIC siga bajando. Anteriormente, estas cuentas de ahorro podían obtener un 0,5% mensual más una pequeña corrección monetaria (en los últimos años, la mitad de la inflación oficial) libre de impuestos. Esta modalidad establecía un suelo para el tipo del SELIC, ya que los recursos hubiesen migrado masivamente a las cuentas de ahorro desde los fondos de inversión ligados al SELIC si los tipos de interés hubiesen bajado por debajo de dicho suelo (entre el 8,0% y el 9,0%). Este mecanismo ha sido sustituido por otro, en virtud del cual los ahorradores obtendrán el 70% del SELIC más la misma pequeña corrección monetaria en caso de que el SELIC se sitúe por debajo del 8,5% (el mecanismo de remuneración anterior se mantendrá en caso de que el SELIC sea igual o mayor que el 8,5%).

A pesar de que se trata de una medida muy positiva desde el punto de vista estructural, podría imponer presiones adicionales al (legalmente no independiente) Banco Central, así como suponer riesgos adicionales en materia de inflación (véase más información acerca de la inflación en la sección dedicada a la misma).

En este entorno, creemos que en los próximos meses el Banco Central seguirá ajustando el SELIC a la baja, cuando la inflación anual abandone su tendencia ascendente (debido, en gran medida, a los efectos base positivos). Más exactamente, esperamos un recorte de 50 pb a finales de mayo, y 25 pb adicionales en julio. De este modo, el SELIC se mantendría estable en el 8,25%, 50 pb menos que el mínimo histórico durante un largo tiempo (véase el Gráfico 4).

A corto plazo (en los próximos meses) podremos ver que el SELIC se sitúe por debajo del 8,25%, e incluso no sería de sorprender por debajo del 8,0%, en especial si la actividad interior no se modera o el entorno mundial no se estabiliza. Sin embargo, a medio plazo (finales de este año y comienzos de 2013) los riesgos son de aumento, ya que no es descartable una corrección al alza del SELIC, temporal y limitada, para mantener controlada la inflación. En cualquier caso, a pesar de eventuales aumentos, creemos que el SELIC mantendrá su tendencia a la baja a largo plazo, y que los tipos reales se situarán por debajo del neutro, lo cual implica riesgos en materia de inflación.

Una política monetaria flexible será un elemento fundamental de lo que aparentemente será el equilibrio macroeconómico de Brasil en los próximos años: los estímulos de los tipos de interés más bajos (y también de un real menos fuerte) compensarán, en cierta medida, los de un entorno mundial menos favorable, y se requerirán un mayor esfuerzo fiscal y un crecimiento más lento del crédito para mantener controlada la inflación. El potencial de crecimiento de este nuevo "modelo" dependerá también de la capacidad del gobierno de abordar los problemas estructurales que, en este momento, reducen el grado de competitividad del país.

El crecimiento y la inflación han sorprendido a la baja, aunque todo apunta a que repuntarán tras la adopción de una política monetaria flexible

Tras haberse prácticamente estancado el segundo semestre del año pasado (como consecuencia de las políticas anticíclicas adoptadas en el primer semestre y del deterioro del panorama exterior), los datos disponibles muestran que la economía se recuperó durante el primer trimestre del año. No obstante, esta recuperación se produjo a un ritmo más lento del esperado y, de hecho, vemos riesgos a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento del PIB el primer trimestre, el 0,6% t/t.

La dicotomía oferta-demanda sigue siendo evidente: las ventas minoristas y los indicadores del mercado de trabajo de los primeros meses del año muestran que la demanda interna se mantuvo relativamente sólida, al menos en comparación con la oferta, que siguió anémica como lo muestran los indicadores de producción industrial (véase el Gráfico 5).

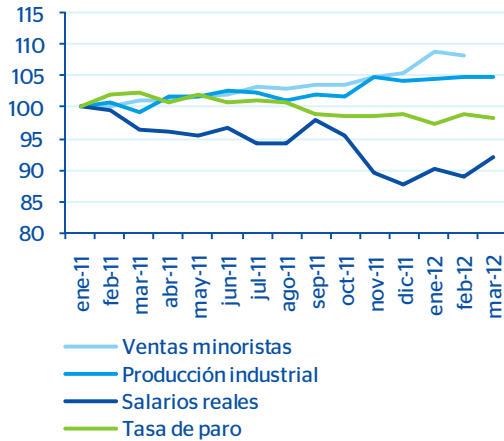
La solidez de la demanda interna se explica por factores a corto plazo, como el aumento del 14% del salario mínimo y el reciente descenso de los tipos de interés y de la inflación, así como por factores más estructurales, como las oportunidades de inversión generadas por el aumento de los precios de las materias primas y la expansión de las clases medias observada en los últimos años. Por otra parte, la debilidad de la oferta se debe a problemas como la apreciación del real, la inflexibilidad del mercado de trabajo, las infraestructuras deficientes y la pesada carga fiscal.

De cara al futuro, creemos que en lo que resta del año la demanda interna seguirá apoyada en tipos de interés históricamente bajos. De hecho, creemos que este apoyo se incrementará y que, por consiguiente, el crecimiento del PIB se acelerará en el transcurso del ejercicio, algo coherente con las repercusiones retrasadas de la política monetaria sobre la actividad interna.

Tras crecer un 0,6% t/t, o un poco menos, en el primer trimestre, prevemos que el PIB se situará en aproximadamente el 1,5% t/t en los tres trimestres restantes. Además del apoyo de la política monetaria, los mercados laboral y de crédito seguirán jugando un papel positivo. Las exportaciones mantendrán su relativo dinamismo (en especial porque los precios de las materias primas continuarán altos a pesar de las turbulencias globales) y la aportación del sector industrial será menos negativa considerando la reducción de los niveles de existencias.

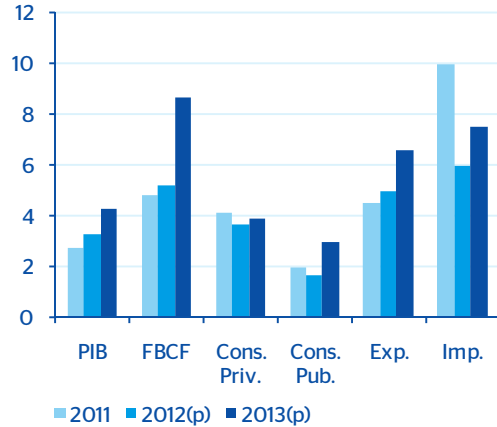
En términos anuales, creemos que el PIB crecerá un 3,3% en 2012, un poco más que en 2011, cuando alcanzó el 2,7%. En 2012, la demanda interna debería avanzar un 3,5%, empujada por el aumento de las inversiones fijas (5,1%), el consumo privado (3,7%) y el consumo público (1,7%). Para 2013 creemos que la actividad económica seguirá recuperándose, con lo que la economía crecerá un 4,3% y la brecha de producción (que continuará siendo negativa hasta entonces) se cerrará (véase el Gráfico 6).

Gráfico 5
Indicadores de actividad (índice: enero 2011 = 100)



Fuentes: Bloomberg e IPEADATA

Gráfico 6
PIB y componentes de demanda (evolución %)

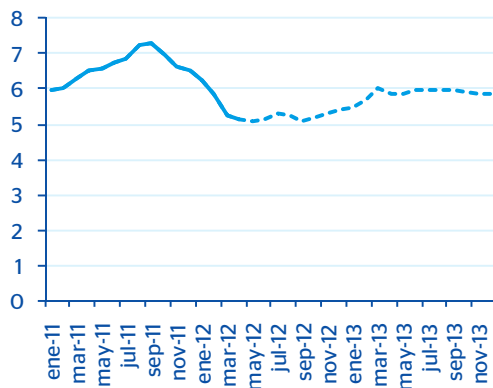


Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Con arreglo a la aceleración prevista del PIB, creemos que la inflación estará bajo mayor presión en el segundo semestre que en el primero. Los efectos base positivos, que permitieron que la inflación cayese desde más del 7,0% de finales de 2011 al 5,1% en abril, desaparecerá después de mayo. Por consiguiente, creemos que hay un margen muy limitado para que la inflación caiga por debajo del 5,0%, y consideramos muy poco probable el cumplimiento del objetivo del 4,5%. Más exactamente, la inflación debería tocar fondo a finales del primer semestre, cuando se situará en torno al 5,0%, para redondear una media del 5,2% en el segundo semestre, con lo que el ejercicio cerraría en el 5,4%. El año que viene continuará la presión inflacionista: creemos que estará en torno al 5,9% a finales de 2013, más próxima al límite superior del objetivo (6,5%) que al objetivo central (4,5%) (véase el Gráfico 7).

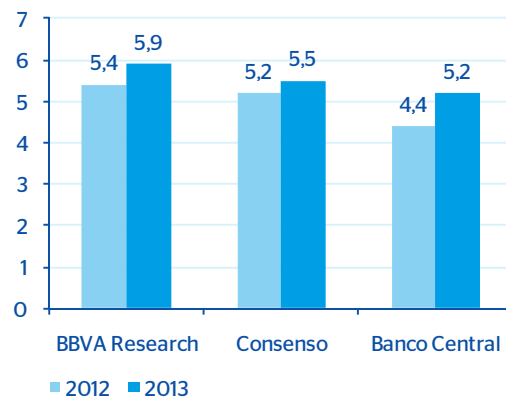
Incluso aunque los datos disponibles apuntan a que el traslado de las fluctuaciones de cambio a la inflación interna es relativamente bajo en Brasil, el hecho de que el real estará en un nivel más depreciado que en el pasado (y también de lo que esperábamos antes; véase a continuación más información sobre el particular) ayudará a mantener altas las presiones inflacionistas. También los altos precios de las materias primas y la inercia dejarán menos margen para la bajada de la inflación.

Gráfico 7
Inflación (% a/a)



Fuentes: BBVA Research, Banco Central do Brasil.

Gráfico 8
Previsiones de inflación (%; final del periodo)



Fuentes: BBVA Research, Banco Central do Brasil.

Política fiscal: el compromiso es lograr el objetivo de superávit primario, no necesariamente de bajar la demanda pública

La incertidumbre sobre el cumplimiento del objetivo fiscal de 2012 (superávit primario de 139.000 millones de R\$, lo cual representa en torno al 3,1% del PIB) se desvaneció después de que el gobierno anunciase, meses atrás, un recorte de 55.000 millones de R\$ (el 1,25% del PIB) en los gastos presupuestados para el ejercicio. Sin embargo, para alcanzar ese objetivo, más importante que esa media será la aparente intención de emplear la política fiscal para que el Banco Central tenga margen para bajar el SELIC de manera permanente, y la capacidad de generar ingresos extraordinarios y no recurrentes (por ejemplo, otorgando concesiones de los servicios aeroportuarios al sector privado).

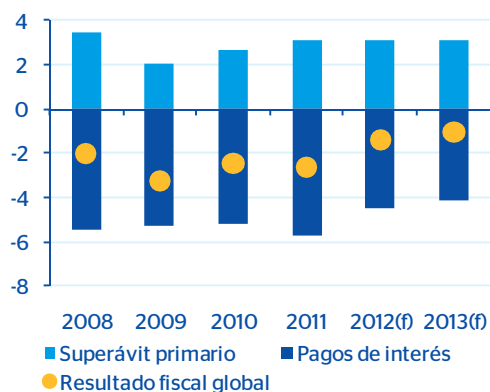
También los datos fiscales recientes nos llevan a creer que el sector privado contribuirá a la obtención del superávit primario del 3,1% hacia finales del ejercicio (como ocurrió en 2011, pero no en los dos últimos años del gobierno de Lula): los ingresos netos del gobierno central aumentaron un 14,6% en el primer trimestre en comparación con el mismo período del año pasado; el gasto bajó “solamente” en un 12,0% y, por consiguiente, el superávit primario del gobierno central creció un 31,3% durante el período. Esto ayudó al sector público (constituido por el gobierno central, los gobiernos estatales y las empresas del Estado) a presentar un superávit primario de 46.000 millones de R\$ durante el trimestre, una tercera parte del objetivo anual.

Por consiguiente, creemos que el gobierno obtendrá un superávit primario de 129.100 millones de R\$ hacia el cierre del ejercicio, lo cual es positivo especialmente si tenemos en cuenta que estamos en año electoral (las elecciones regionales se celebrarán en octubre). Sin embargo, cumplir el objetivo generando ingresos extraordinarios en lugar de adoptar un control más estricto del gasto no implica que la política fiscal sea restrictiva (de hecho, esperamos que el gasto primario del gobierno federal crecerá este año un 6,5% en términos reales). Esta cuestión sugiere que sería más adecuada la adopción de objetivos fiscales estructurales (ajuste de los balances fiscales a las condiciones económicas e ingresos o gastos extraordinario) que utilizar objetivos nominales.

De todos modos, la generación de un superávit primario significativo se sumará a las repercusiones positivas que los tipos de interés más bajos tendrán sobre las cuentas públicas, y ayudará al sector privado a reducir su déficit total. Más precisamente, creemos que el pago de intereses bajará desde el 5,7% del PIB en 2011 al 4,5% de este año, por lo que el déficit total del sector público retrocederá desde el 2,6% del PIB en 2011 al 1,4% en 2012 (véase el Gráfico 9).

Gráfico 9

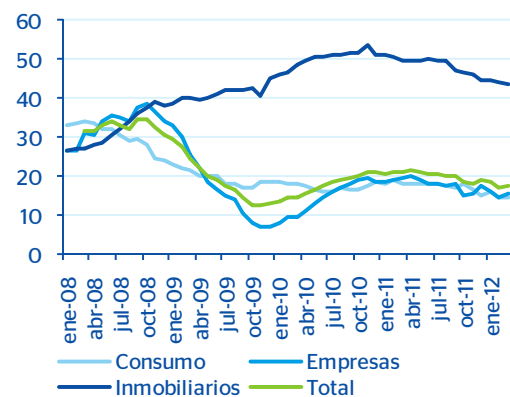
Resultados fiscales (% del PIB)



Fuentes: BBVA Research, Banco Central do Brasil

Gráfico 10

Crédito (% a/a)



Fuente: Banco Central do Brasil

Políticas macroeconómicas prudentes: flexibilidad para gestionar las condiciones macroeconómicas

Como destacamos en nuestros informes recientes (véase, por ejemplo, la edición del segundo trimestre de Situación Económica de Brasil), se espera que las medidas de prudencia macroeconómica jueguen un papel más importante en la futura gestión macroeconómica de Brasil. Esto es consecuencia de la relativa rigidez de otras políticas macroeconómicas fundamentales, al menos en nuestro escenario de referencia, en el que las turbulencias macroeconómicas se mantienen bajo control. El tipo del SELIC parece seguir una tendencia a la baja, con lo que la política fiscal tiene más margen de acción para cumplir el compromiso del objetivo de superávit primario. La percepción de que las medidas de prudencia macroeconómica adoptadas en los últimos años tuvieron repercusiones significativas en las variables macroeconómicas justifica la opinión de que, en el futuro, se utilizarán con mayor asiduidad.

Por consiguiente, no sería de sorprender que en los próximos meses (o incluso en los próximos días) se adopten otras medidas macroeconómicas, como la reducción de las reservas obligatorias por el Banco Central o de los coeficientes de solvencia para los créditos al consumo, con el objeto de dinamizar los mercados de crédito y dar a los bancos mayores posibilidades de reducir sus diferenciales. Con respecto a lo primero, el crédito inmobiliario, al consumo y empresarial se ha frenado recientemente, y el crecimiento total del crédito se sitúa en el 17,0%, el más bajo desde el primer semestre de 2010 (véase el Gráfico 10). Esta moderación está vinculada con la desaceleración de la actividad económica observada desde mediados de 2011, así como en el aumento de la morosidad (PDC), que en este momento se sitúa en el 3,7% frente al 3,2% de hace un año. En cuanto a los diferenciales bancarios, recientemente el gobierno ha lanzado una campaña para forzar a los bancos a bajarlos (los brasileños son significativamente altos: 28% en términos anuales, según los datos más recientes), en línea con el objetivo de la presidente Rouseff de bajar los tipos de interés internos.

A pesar de que la presión para bajar los diferenciales bancarios podría tener repercusiones negativas en la oferta de créditos, los mercados de créditos deberían recuperarse hacia el segundo semestre del año, en consonancia con la aceleración de la actividad doméstica, lo cual contribuiría a bajar la morosidad y, eventualmente, al anuncio de nuevas medidas de prudencia macroeconómica.

La reducción de los diferenciales bancarios es un objetivo legítimo (por no decir una necesidad), aunque podría repercutir desfavorablemente en el sistema bancario y, por consiguiente, en la economía, si no es acompañada por medidas como la cuota de créditos asignados y de las reservas de capital. Los riesgos relacionados con el recorte de los diferenciales bancarios son especialmente importantes para la banca pública, considerando su reciente expansión y su exposición a las presiones políticas (véase en el siguiente Recuadro más información acerca de este tema).

Si a corto plazo las medidas de prudencia macroeconómica sustentan la expansión del crédito y conllevan el aumento de la demanda interna, hacia finales de año y durante 2013 deberían aplicarse más medidas de esta índole para reducir la presión inflacionista. Por consiguiente, las políticas de prudencia macroeconómica tienen un sesgo expansionista a corto plazo, y acomodaticio a mayor plazo.

Cuenta corriente: todavía bajo presión a pesar de la solidez de los precios de las materias primas y de la debilidad del real

Recientemente revisamos al alza nuestras previsiones sobre los precios de las materias primas, ya que ha demostrado una solidez mayor de la esperada teniendo en cuenta las tensiones globales. En consecuencia, ahora esperamos que los términos de intercambio de Brasil (el coeficiente entre los precios de las exportaciones y de las importaciones) baje un 4%, en lugar del 7% que preveíamos antes (véase el Gráfico 11).

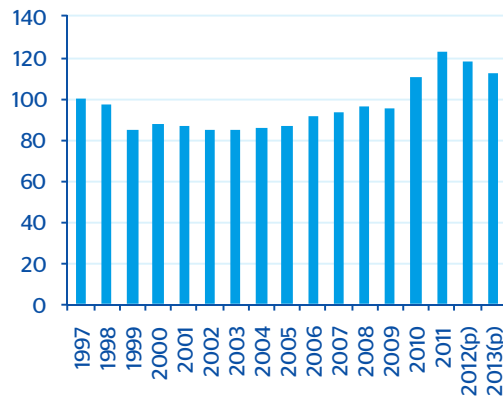
Por su parte, el real se devaluó un 7,5% frente al dólar desde principios de año, y un 17,6% desde finales de febrero. Aunque el entorno global sigue inestable, esta depreciación se debe, en gran medida, a factores internos.

En primer lugar, la intervención en los mercados de cambio se ha intensificado recientemente: el gobierno anunció (en marzo) nuevas medidas para devaluar el real (amplió algunos umbrales a partir de los cuales las emisiones externas estarán exentas de pagar el impuesto a las operaciones financieras, IOF) y el Banco Central, aliviado en cierto modo por los sorprendentemente favorables datos de inflación, aceleró sus compras de dólares incluso con el real a niveles mucho más devaluados (véase el Gráfico 12). Estas intervenciones sustentaron la opinión de que tanto el gobierno como el Banco Central pretenden un tipo de cambio de entre 1,90 y 2,0.

En segundo lugar, la fuerte reducción de los tipos del SELIC también pesó en los mercados y contribuyó a debilitar al real.

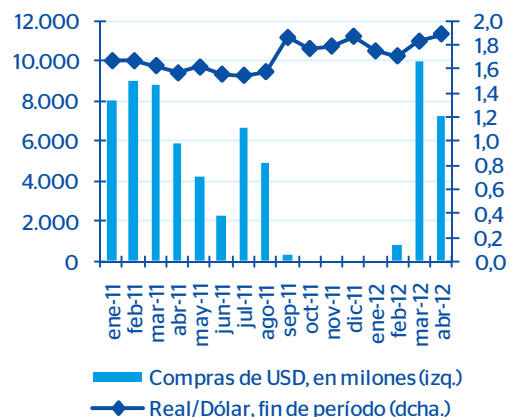
Por último, y quizá más importante, en este momento existe una confianza menor en el país debido a una serie de factores, como el aumento de la intervención en los mercados cambiarios, la aparente mayor tolerancia a la inflación, los crecientes indicios de falta de competitividad del sector industrial, la adopción de medidas comerciales poco ortodoxas y la lasitud de la actividad en los últimos trimestres. Coincidiendo con este deterioro de la imagen del país (y también con el escenario exterior), el índice BOVESPA está un 15% por debajo de los niveles observados a finales de febrero, y el riesgo país (medido por el EMBI+) subió 15 pb.

Gráfico 11
Términos de intercambio (índice: 1997 = 100)



Fuentes: IPEADATA y BBVA Research

Gráfico 12
Compras de dólares por el BCB (en millones de USD) y tipo de cambio (fin del periodo)

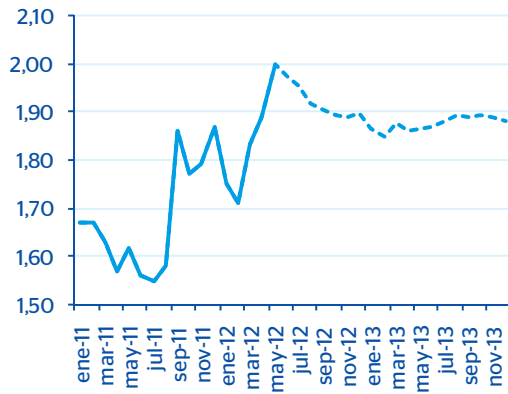


Fuentes: Banco Central do Brasil y Bloomberg

De cara al futuro, creemos que la recuperación de la actividad interna y la relativa solidez de los precios de las materias primas contribuirán a una apreciación moderada del real. Más exactamente, creemos que cotizará en la banda de 1,90 a 2,00 en lo que resta del año (véase el Gráfico 13)¹.

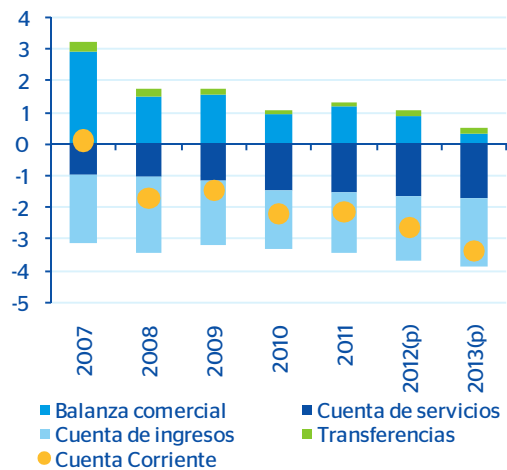
¹ Las nuevas previsiones para el real no fueron incluidas en la edición más reciente de Situación Económica de América Latina porque cerró el 11 de mayo, antes de la publicación de las nuevas previsiones de tipos de cambio.

Gráfico 13
Tipo de cambio (reales por dólar)



Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 14
Cuenta corriente (% del PIB)



Fuentes: Banco Central do Brasil y Bloomberg

Las repercusiones de una moneda más devaluada y de mayores términos de intercambio sobre las cuentas externas será positivo, aunque seguimos creyendo que el déficit por cuenta corriente se deteriorará (sobre todo en el segundo semestre) debido a la brecha existente entre la demanda y la oferta interna (véase el Gráfico 14).

Los principales riesgos siguen procediendo del entorno exterior, a pesar de que hoy los riesgos idiosincráticos son mayores

Nuestro escenario de la referencia de la economía brasileña, descrito anteriormente, está sujeto a una serie de riesgos. El más importante es el riesgo exterior. Todavía hay mucha incertidumbre por la situación de Europa, y las probabilidades de un trastorno importante no son insignificantes.

En caso de concretarse este descalabro, podría producirse una crisis del crédito y una recesión en Europa, un aterrizaje duro en EE.UU. y una desaceleración en China.

En este entorno, la economía brasileña resultaría significativamente perjudicada. El crecimiento del PIB se situaría en el 1,0% como resultado de i) las repercusiones negativas sobre la demanda interna de una fluctuación brusca en la aversión global a asumir riesgos, ii) una fuerte bajada de los precios de las materias primas, iii) una reducción de la demanda externa, y iv) el contagio de las tensiones financieras mundiales a los mercados financieros internos.

Podría evitarse una recesión adoptando una política fiscal más expansiva y un nuevo recorte de los tipos del SELIC. La adaptación a este nuevo entorno global exigiría no solamente un ajuste de la actividad interna, sino también una nueva devaluación de la moneda.

Aunque los principales riesgos para el escenario de referencia de Brasil proceden del extranjero, hoy en día los riesgos locales son más significativos que en el pasado, ya que la transición hacia el nuevo equilibrio macroeconómico (basada en tipos de interés más bajos y en una nueva devaluación del real) supone riesgos para las políticas económicas, en especial en lo relativo al control de la inflación.

Otro riesgo local (también más relevante ahora que en el pasado) tiene que ver con la falta de competitividad del sector industrial que, por una parte, podría perjudicar las perspectivas de crecimiento y, de la otra, impulsar la adopción de medidas, como una excesiva expansión del crédito público (véase en el Recuadro información más detallada sobre el particular), que se suma a la inquietud que despierta la intervención del sector público en la economía y que deteriora la imagen institucional de Brasil.

Recuadro: “El creciente poder de los bancos del sector público en Brasil: ¿una vuelta al pasado?”

Hacia finales de la década de 1989, el crédito de la banca pública suponía aproximadamente el 70% del total del crédito en Brasil. Esto era consecuencia de un entorno macroeconómico caótico, caracterizado —entre otras cosas— por la hiperinflación y las crisis fiscales, y por una serie de incentivos inadecuados que, por ejemplo, permitían el uso político de los bancos públicos e inhibía la expansión de la banca privada.

Desde finales de la década de 1980, el porcentaje del crédito público ha disminuido significativamente, en especial después de que se controlasen la inflación y los problemas fiscales, se implantase una serie de incentivos más adecuados y se privatizasen algunos bancos públicos.

La cuota del crédito público bajó al 34% en 2001 y se mantuvo prácticamente estable hasta finales de 2008, cuando la crisis de Lehman Brothers afectó al país. A la sazón, el crédito privado se desaceleró como consecuencia de la mayor aversión a correr riesgos, a problemas de liquidez y a un significativo deterioro de las perspectivas de crecimiento. En abierto contraste, el crédito público se aceleró desde finales de 2008 en adelante.

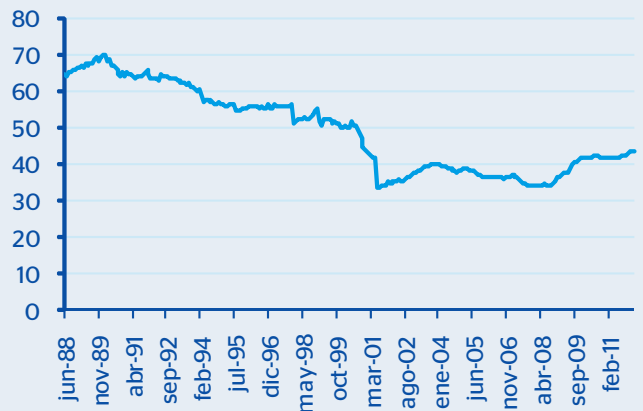
A medida que el crédito público se expandía a un ritmo más sólido que el privado después de que la economía comenzara a recuperarse de la crisis exterior, e incluso después de aparecer indicios de recalentamiento en 2010, la cuota de mercado de la banca pública creció significativamente y alcanzó el 44% del total del crédito a finales de 2011, prácticamente 10 pb más que su porcentaje a mediados de 2008 (véase el Gráfico 15).

La expansión de la banca pública fue generalizada. No solamente tuvo que ver con la expansión del BNDES, el Banco Nacional de Desarrollo, sino también con el dinamismo de la banca comercial pública.

En los cuatro años transcurridos entre diciembre de 2007 y diciembre de 2011, los créditos otorgados por los bancos comerciales de propiedad pública aumentaron un 199%, en tanto que los del BNDES crecieron un 178%. Esto puede compararse con un crecimiento del 109% y el 69%, respectivamente, del total de los créditos otorgados por los bancos privados nacionales y extranjeros.

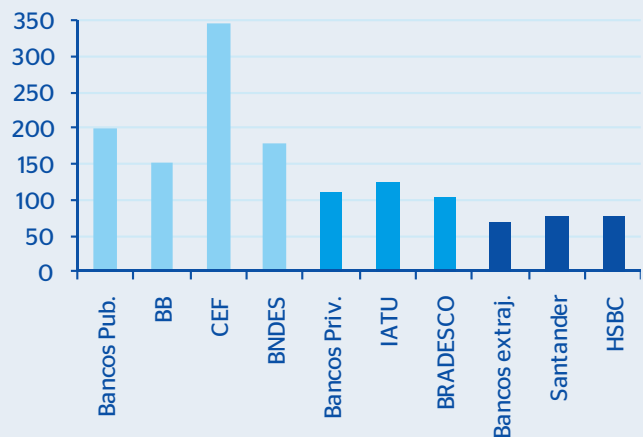
Dentro de los bancos comerciales públicos, los créditos del Banco do Brasil (BB) y de la Caixa Econômica Federal (CEF) —que en conjunto suman el 96% de los activos de la banca pública— crecieron un 152% y un 347%, respectivamente.

Gráfico 15
Crédito público (% del crédito total)



Fuente: Banco Central do Brasil

Gráfico 16
Evolución del crédito entre 2007 y 2011 (%)



Fuente: Banco Central do Brasil

La gran expansión de la banca pública también es evidente cuando consideramos otros patrones de medida, como el total de activos y el capital. En los cuatro últimos años, el total de activos de los bancos comerciales de propiedad estatal ha aumentado un 116%, y el del BNDES, en un 204%. La expansión de los bancos privados nacionales y extranjeros no fue tan grande: el 96% y el 51%, respectivamente. Mientras que, por un lado, el capital de los bancos comerciales privados aumentó un 96% entre 2007 y 2011 (y en del BNDES en un 144%), por el otro, el de los bancos privados nacionales y extranjeros se ajustó un 69% y un 112%, respectivamente, en el mismo período.

Aunque la expansión del capital y de los activos de la banca pública fue también muy sólida en los últimos años, no lo fue tanto como la expansión del crédito público, lo cual sugiere que el balance de los bancos públicos se deterioró en comparación con el de los bancos privados. El crecimiento “no tan sólido” de los depósitos de los bancos públicos sugiere algo similar, al menos en comparación con la banca privada nacional.

El Índice de Basilea para el BB, la CEF y el BNDES fue en diciembre del 14,5, el 13,3 y el 21,5, significativamente mayor que el nivel mínimo exigido por la autoridad reguladora nacional (11,0%), y también de los niveles exigidos a nivel internacional. Sin embargo, estos niveles son inferiores a los de hace 4 años, y también a los que mantienen los bancos privados extranjeros y nacionales.

El análisis de otras ratios básicas, como créditos/activos, créditos/capital y créditos/depósitos, refuerzan el argumento de que, en general, la situación de la banca pública no es tan sólida como en 2007, ni tan fuerte como la de los bancos privados (véanse los Gráficos 17, 18, 19 y 20). Esto es consecuencia directa de un crecimiento muy significativo del crédito público en los últimos años. En otras palabras, la expansión del crédito público otorgó a la banca pública una mayor cuota de mercado, aunque también la expuso a más riesgos como consecuencia de una menor capitalización y un mayor apalancamiento.

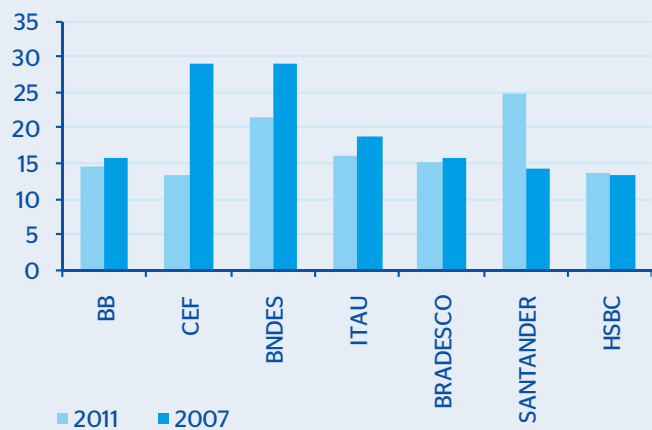
Estos hechos no implican que la situación de los bancos públicos sea frágil, más bien, lo contrario. Los balances de los bancos públicos siguen saneados, y por cierto mucho más que hace varias décadas. En ciertos aspectos, su situación financiera es mejor que la de la banca privada: el índice de morosidad (PDC); por ejemplo, fue del 2,1%, frente al 5,0% de los bancos privados nacionales, y el 5,4% de los bancos privados extranjeros, a finales de 2011.

Sin embargo, el deterioro descrito sugiere que podrían producirse problemas a medio/largo plazo si los bancos públicos siguen creciendo al ritmo de los últimos años, en especial si son utilizados (políticamente) para abordar distorsiones macroeconómicas.

La decisión de impulsar el crédito público después de que el país resultase perjudicado por las turbulencias globales de 2008 fue una de las principales medidas anticíclicas que permitieron al país reducir las repercusiones de la crisis externa y empezar una sólida recuperación económica ya en 2009. A pesar del apoyo positivo que el crédito público aportó a la sazón a la economía, el uso político de la banca pública para reavivar la economía generó preocupación por la situación a largo plazo del sistema de banca pública y, por consiguiente, del sistema bancario en general.

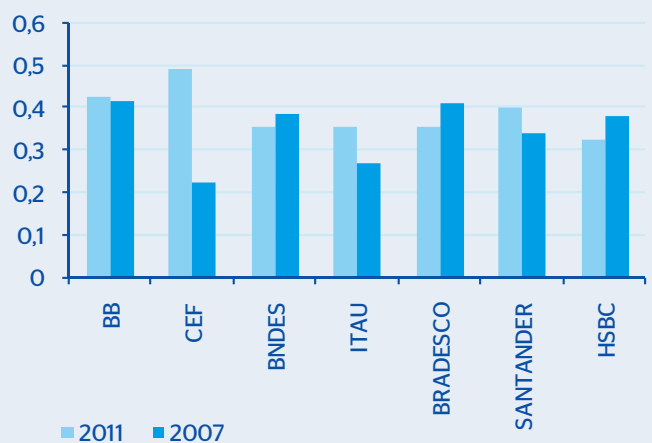
Esta inquietud se vio reforzada por i) el hecho de que el crédito público siguió siendo muy dinámico incluso después de que en 2010 se observasen indicios de recalentamiento; ii) el continuo uso de recursos del Tesoro (subsidiados) para capitalizar al BNDES (235.000 millones de R\$ (el 6,5% del PIB) entre 2009 y 2011; y 45.000 millones de R\$ (el 1,0% del PIB) en 2012); y, especialmente, iii) el reciente anuncio de que los dos bancos comerciales públicos más importantes (Banco do Brasil y Caixa Econômica Federal) recortarán sus tipos de interés, lo cual forzará una reducción de los diferenciales bancarios en Brasil.

Gráfico 17
Índice de Basilea



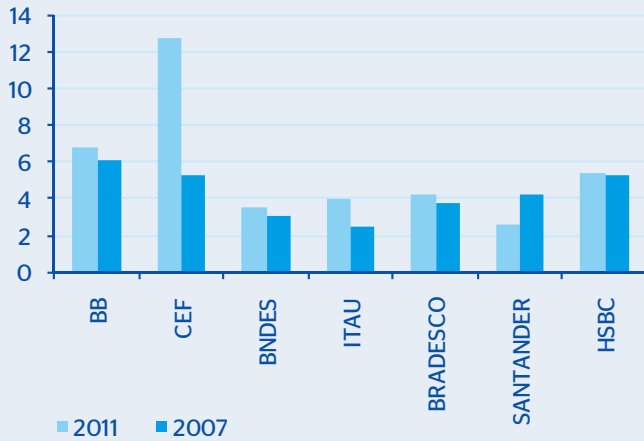
Fuente: Banco Central do Brasil

Gráfico 18
Relación créditos/activos



Fuente: Banco Central do Brasil

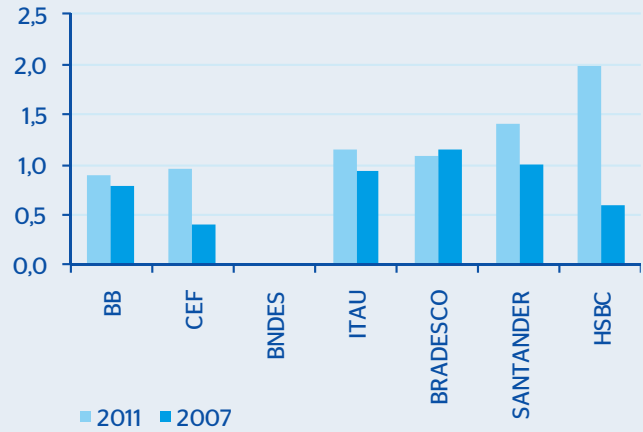
Gráfico 19
Relación crédito/capital



Fuente: Banco Central do Brasil

El uso del crédito público para sostener la economía y la reducción de los tipos de crédito que carga la banca pública (que no debería ser seguido, al menos con la misma intensidad, por la banca privada a pesar de la creciente presión política), apunta a que probablemente las instituciones financieras públicas continuarán expandiéndose a un ritmo más dinámico que las privadas. Por consiguiente, no es de descartar que en el futuro próximo los bancos públicos representen más de la mitad del mercado del crédito brasileño, una situación que se asemeja a la existente hace varias décadas.

Gráfico 20
Relación crédito/depósitos (*)



(*) El BNDES no fue incluido en el análisis, ya que no dispone de depósitos a la vista ni a plazo. Fuente: Banco Central do Brasil
Fuente: Banco Central do Brasil

Como ya hemos expuesto, consideramos que la expansión excesiva de la banca pública supone un riesgo, en especial si tiene intenciones políticas. Además de provocar un deterioro de los balances de los bancos públicos y de exponerlos (y, con ellos, a todo el sistema) a una eventual desaceleración económica, el crecimiento continuado de la banca pública podría alimentar la inquietud por la creación de una burbuja de crédito en el país. También podría reducir el margen para que el Banco Central baje los tipos del SELIC hasta niveles internacionales, lo cual es —paradójicamente— uno de los principales objetivos de este gobierno.

Tablas de previsiones

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (%a/)	7,6	2,7	3,3	4,3
Inflación (% a/a, fdp)	6,0	6,5	5,4	5,9
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	1,66	1,87	1,90	1,88
Tipos de interés (% fdp)	10,75	11,0	8,25	8,25
Consumo privado (% a/a)	7,0	4,1	3,7	3,9
Consumo público (% a/a)	4,2	2,0	1,7	2,9
Inversión (% a/a)	21,5	4,8	5,2	8,7
Resultado fiscal (% PIB)	-2,5	-2,6	-1,4	-0,9
Cuenta corriente (% PIB)	-2,3	-2,2	-2,6	-3,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (%a/a)	Inflación (% a/a)	Tipo de cambio (frente al USD)	Tipos de interés (%)
1T 11	4,1	6,3	1,63	11,75
2T 11	3,3	6,7	1,56	12,25
3T 11	2,2	7,3	1,86	12,00
T4 11	1,4	6,5	1,87	11,00
1T 12	1,3	5,3	1,83	9,75
2T 12	2,1	5,1	1,95	8,50
3T 12	4,0	5,1	1,89	8,25
T4 12	5,5	5,4	1,90	8,25
1T 13	5,8	6,0	1,88	8,25
2T 13	5,0	6,0	1,87	8,25
3T 13	3,8	6,0	1,89	8,25
T4 13	2,6	5,9	1,88	8,25

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

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.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

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz (I)
juan.ruiz@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.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