

# Situación Brasil

Primer Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **El entorno global ha continuado mejorando en el último trimestre** con la continuada caída de las tensiones financieras globales.
- **En Brasil, el entorno macroeconómico ha experimentado un ligero deterioro en los últimos meses**, lo que se refleja en un menor crecimiento, mayor inflación y crecientes riesgos idiosincráticos. Aún así, seguimos esperando que el crecimiento repunte y la inflación se mantenga dentro de la banda objetivo en 2013 y 2014.
- **El PIB debería crecer en torno al 3,6% este año, y al 4,0% en 2014, tras haber avanzado solo un 0,9% en 2012.** La recuperación económica ya está en marcha, aunque todavía es lenta y frágil.
- **Las presiones inflacionistas no disminuirán este año**, pese a la gestión estratégica del gobierno en recortes fiscales y precios regulados. Creemos que la inflación se situará en torno al 6,5% en el primer semestre, para luego retroceder hasta un 5,6% al final del año.
- **Reafirmamos nuestro pronóstico de una SELIC estable a lo largo de 2013 y 2014.** Esto reducirá el pago de intereses del gobierno y permitirá una reducción de los objetivos fiscales, que no debería poner en riesgo la solvencia pública, aunque podría contribuir a aumentar los riesgos de inflación.

## Índice

1. Resumen.....	3
2. Mejora la percepción del escenario económico global .....	4
3. Brasil: lenta y frágil recuperación en curso .....	5
4. Tablas .....	15

Fecha de cierre: 13 de febrero de 2013

## 1. Resumen

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU. El crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014. Sin embargo, la continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EEUU y el área del euro. En este contexto es menor tanto la probabilidad de que se produzca un shock externo adicional como el impacto en caso de que estos finalmente ocurran.

**En Brasil, el entorno macroeconómico ha experimentado un ligero deterioro en los últimos meses, lo cual se refleja en un menor crecimiento, una mayor inflación y en crecientes riesgos idiosincráticos.** El crecimiento fue mucho más bajo de lo que se esperaba en la segunda mitad de 2012. Aunque el consumo privado se mantuvo relativamente sólido, apoyado por la fortaleza del mercado de trabajo, la inversión siguió contrayéndose y lastrando la recuperación. Hemos revisado nuestras estimaciones de crecimiento del PIB de 2012 del 1,6% al 0,9%. Por otra parte, la inflación ha sorprendido al alza: cerró 2012 al 5,8%, y en este momento se sitúa por encima del 6%. En nuestra opinión, tanto el descenso del crecimiento como el aumento de la inflación, unidos a la gestión macroeconómica general, han elevado los riesgos internos.

**No obstante, seguimos considerando que el escenario más probable para la economía brasileña será una recuperación gradual de la actividad, con la inflación situada dentro de la banda del objetivo oficial (2,5% - 6,5%).** El crecimiento todavía es lento y frágil, pero esperamos que la recuperación tome impulso y el PIB avance hasta el 3,6% en 2013. Además, la consolidación de un impulso de crecimiento más positivo debería sostener un PIB próximo al 4,0% en 2014. No se prevé que las presiones inflacionistas disminuyan en 2013. Según nuestras previsiones, la inflación se situará entre el 6,0% y el 6,5% en el primer semestre del año, moderándose hacia el cierre del mismo para quedarse en torno al 5,6%. La gestión que haga el gobierno de los recortes fiscales y de los precios regulados será la principal herramienta para evitar que los precios se descontroren. Creemos que en 2014 la inflación se situará en una media del 5,5%.

**El BCB, atrapado entre la elevada inflación y el bajo crecimiento, mantiene las condiciones monetarias estables.** Se prevé que las presiones inflacionistas desencadenarán alguna reacción de política, como permitir cierta apreciación de la moneda (o incluso un ajuste del gasto público), además de la introducción de más recortes fiscales, aunque no un aumento del SELIC, que esperamos que se mantenga en el 7,25% durante el período 2013-14.

**Esperamos que el gobierno siga utilizando el margen creado gracias a que el pago de intereses es notablemente más bajo para flexibilizar formalmente su actual objetivo fiscal.** En la ley presupuestaria de 2013 que el gobierno envió al Congreso se introdujeron algunos ajustes en el objetivo fiscal, que en la práctica reducen la meta del superávit primario desde el 3,1% al 1,8% del PIB. Esto no debería poner en riesgo la solvencia de la deuda pública, aunque podría contribuir a aumentar los riesgos de inflación.

**Las autoridades se enfrentan a un dilema en la gestión del tipo de cambio: o apoyan la competitividad, o bien reducen las presiones inflacionistas.** Centrándose en el aspecto de la competitividad, el año pasado el gobierno consiguió depreciar el real brasileño (BRL) hasta situarlo dentro de la banda de 2,0 - 2,1 por dólar. Sin embargo, la reciente inquietud por la inflación ha provocado la adopción de medidas a favor de una apreciación moderada del BRL. Esperamos que el tipo de cambio frente al USD continúe en torno al 2,0, temporalmente por debajo de su nivel en 2013. Consideramos que es muy improbable que se produzca una apreciación fuerte.

**Prevedemos que el déficit por cuenta corriente se ampliará en 2013 y 2014.** Nuestro pronóstico es que el superávit comercial continuará cayendo y que los déficits por cuentas de servicios y de ingresos seguirán ampliándose, lo que podría llevar el déficit por cuenta corriente al 2,6% este año y al 2,9% en 2014 (frente al 2,4% en 2012).

**Los mayores riesgos internos contrarrestan el descenso de los peligros externos.** Las turbulencias mundiales se han moderado en los últimos meses, por lo que se ha reducido la posibilidad de que se produzca un “evento extremo” en las economías desarrolladas. Esto confirma nuestro escenario central de la economía brasileña. Sin embargo, existe una serie de factores idiosincráticos (aumento de la inflación, agotamiento del modelo de crecimiento actual, crecimiento desorbitado del crédito público, excesivo intervencionismo del gobierno...) capaces de impedir que la economía obtenga el rendimiento que esperamos. En comparación con la situación reinante tres meses atrás, creemos que estos factores son ahora más significativos.

## 2. Mejora la percepción del escenario económico global

**La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EEUU**

Han repuntado los indicadores de confianza en las principales áreas económicas y los datos de actividad y gasto siguen siendo consistentes con una expansión global moderada. Europa lleva ya seis meses de caídas de las tensiones financieras, con una paulatina apertura, aun incompleta, de los mercados de financiación a empresas, financieras y no financieras, de algunas economías de la periferia del área del euro.

El sentimiento en los mercados financieros en los países desarrollados ha mejorado sostenidamente en los últimos meses, debido en gran medida a tres factores: (i) los datos muestran que China no sufrirá una fuerte desaceleración, como algunos analistas prevían; (ii) en EE.UU. se evitó el llamado “abismo fiscal” y, de hecho, su economía mantiene un crecimiento razonable a pesar de la incertidumbre existente, y (iii) incluso en Europa se continuaron realizando avances en la unión bancaria, lo que refuerza el compromiso de las autoridades con la unión monetaria ya mostrado con las acciones del BCE en la segunda mitad de 2012.

Con todo, la mejora de la percepción de mercado no altera demasiado los fundamentos, y el crecimiento seguirá siendo lento en los países desarrollados. Así, el crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014, casi la misma estimación de hace tres meses (Gráfico 1). En 2013 se compensan la revisión a la baja del crecimiento brasileño y el mantenimiento en el área del euro y EE.UU. con las mejores previsiones de China, México o algunas economías latinoamericanas (Gráfico 2).

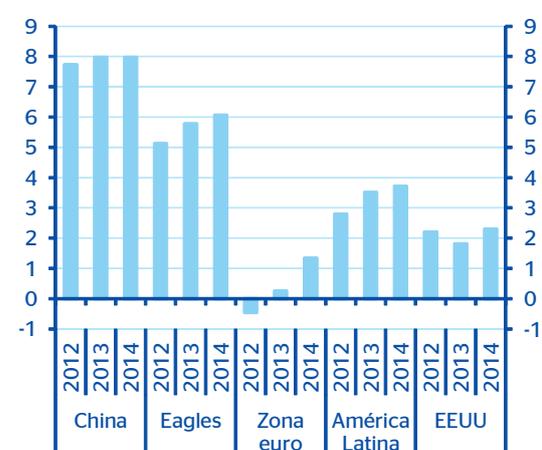
La continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EE.UU. y el área del euro. En EE.UU. deben ir más allá de amortiguar transitoriamente subidas inminentes de impuestos y deben evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro, han de seguir los avances en la gobernanza, en particular en lo relativo a la unión bancaria, tanto con acuerdos adicionales como con la implementación efectiva de los alcanzados sobre la supervisión y procedimientos de resolución bancaria.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB Mundial (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Crecimiento del PIB por regiones (Var. % a/a)



(\*) Eagles: Emerging and Growth-Leading Economies, es decir, economías emergentes que lideran el crecimiento global. Incluye a China, India, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, Turquía, México y Taiwán.

Fuente: BBVA Research

Sin descartar la posibilidad de sorpresas positivas, la incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja. Crecimientos globales más bajos resultarían de un aumento de las tensiones financieras y del deterioro de la confianza si resurgen las dudas sobre el compromiso de las autoridades europeas con el fortalecimiento del euro, por ahora bien acotadas tanto por el anuncio del BCE de julio pasado como por los acuerdos de los países de la zona en apoyo de la moneda única. En caso de producirse estas tensiones, que requerirían de nuevos acuerdos de salvaguarda financiera, el área del euro seguiría en recesión en 2013. En EE.UU., el riesgo sería que al contagio desde Europa se sumara el efecto de desacuerdos para lograr la consolidación fiscal o ampliar el techo de deuda. El PIB global, con el soporte de las economías emergentes, oscilaría en 2013 y 2014 en este escenario de riesgo entre el 2,5% y el 3%. Este escenario de riesgo es menos probable y de menor impacto hoy que lo estimado hace tres meses, dados los avances ya logrados en la definición e implementación de políticas en las áreas más desarrolladas y la resistencia mostrada por el crecimiento de las emergentes.

### 3. Brasil: lenta y frágil recuperación en curso

#### Se espera que el PIB haya avanzado un 0,9% en 2012, ya que el repunte de la actividad económica fue más débil de lo previsto

La actividad económica brasileña continuó recuperándose en la segunda mitad del año, aunque el avance durante el período fue mucho más lento de lo que se había previsto anteriormente.

El PIB creció un 0,6% t/t durante el 3T12 –los mejores resultados en más de un año–, pero todavía por debajo del potencial (véase el Gráfico 3). El análisis desagregado de la demanda muestra que la recuperación económica está desequilibrada y, por consiguiente, es frágil, pues se basa casi únicamente en el consumo. La inversión aún no muestra signos de mejora; su continua contracción está minando la demanda interna (véase el Gráfico 4). En lo que respecta a los componentes externos, las exportaciones por sí mismas no han sido una fuente de apoyo

a la actividad. Sin embargo, la moderación de las importaciones, especialmente en los últimos trimestres, implica que la aportación de las exportaciones netas al crecimiento interno ha sido menos negativa que antes (véase el Gráfico 5).

La solidez del consumo privado, que hasta ahora ha sido el principal motor de recuperación de la actividad, se basa fundamentalmente en lo ajustado que está el mercado de trabajo. Tras los positivos cambios estructurales efectuados en los últimos años y dado que las perspectivas de la economía brasileña siguen siendo positivas, la tasa de desempleo se mantiene en niveles históricamente bajos. En 2012, su promedio fue un 5,5%, por debajo del nivel de 6,0% registrado en 2011 y muy por debajo del promedio de 9,3% observado en la década 2002-2011. Además, los salarios reales crecieron un 3,2% y, por tanto, siguen por encima de la inflación, lo que supone claramente otro factor de apoyo al consumo (aunque también genera preocupación en lo que a inflación y competitividad se refiere)<sup>1</sup>. Por último, sigue cayendo el nivel del empleo informal en el mercado de trabajo: alcanzó un 27,2% a finales de 2012, en comparación con el 29,0% en 2011 y el 39,8% en 2003.

Los mercados crediticios siguen favoreciendo el consumo privado. Los consumidores se benefician del importante recorte de los tipos de interés para préstamos y del aumento de los plazos de pago de los mismos: el año pasado, los tipos retrocedieron desde el 44% al 35% y los plazos aumentaron de 402 a 432 días. Sin embargo, el apoyo que proporcionan los mercados de crédito al consumo privado es menos importante de lo que ha sido en el pasado reciente, y no es tan significativo como el derivado del mercado de trabajo. En 2012, el crédito de las familias creció un 10,4%, frente al 15,2% registrado en 2011. Esta moderación parece natural, e incluso deseable, dado el aumento del endeudamiento familiar, que llegó al 44% de la renta anual a finales de 2012, en comparación con un nivel inferior al 40% de hace solamente 2 años, y a la mitad de esa cifra a comienzos de 2006<sup>2</sup>.

La solidez del consumo público y privado, junto con unos tipos de interés más bajos, una serie de recortes fiscales, la disponibilidad de crédito<sup>3</sup> y una moneda más débil no fueron suficientes para impulsar la inversión. En nuestra opinión, esto se debe al nivel de incertidumbre, anormalmente elevado, respecto a las decisiones de inversión. Por una parte, el entorno externo sigue siendo turbulento a pesar de las mejoras observadas en los últimos meses; por otra, los problemas internos, entre los que se incluye la excesiva intervención del gobierno en la economía son también una fuente de preocupación e incertidumbre.

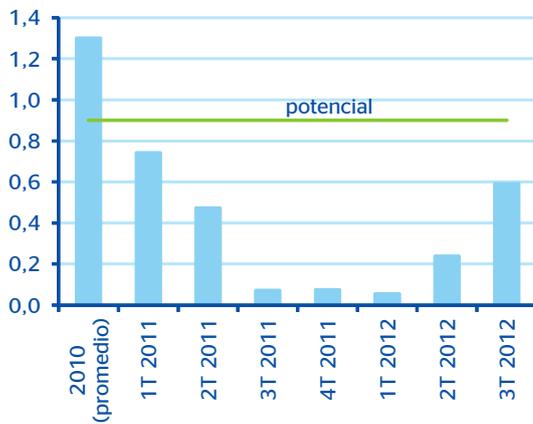
Por último, la reducción de la demanda de las exportaciones brasileñas debido a la situación a la que se enfrentan las economías desarrolladas, así como a la desaceleración de China, India y Argentina, impidieron que las exportaciones obtuvieran mejores resultados el año pasado. No obstante, el tono de la actividad interna, combinado con las barreras comerciales introducidas durante el año, provocó una corrección de las importaciones, lo que permitió que las exportaciones netas contribuyeran de forma menos negativa al crecimiento del PIB.

1: El crecimiento de los salarios se vio afectado, en cierta medida, por el ajuste del 15% del salario mínimo, adoptado al comienzo de 2012.

2: La tasa de morosidad (PDC) de las familias alcanzó el 7,9% a finales de 2012, frente al 5,7% de hace dos años.

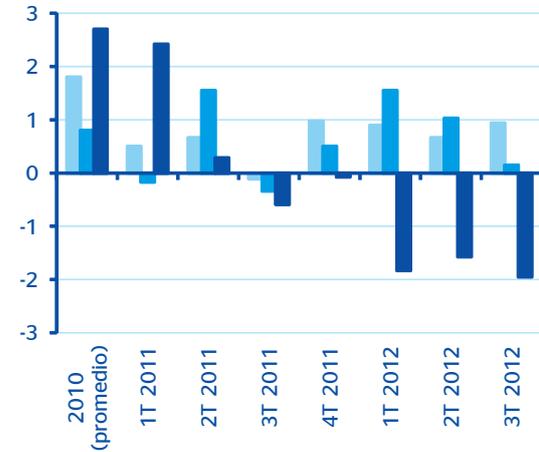
3: En 2012, la desaceleración del crédito a las empresas fue menos pronunciada que la moderación observada en el crédito a los particulares. El crecimiento del crédito a las empresas cayó al 13,5% a finales de 2012 desde el 17,3% a finales de 2011. Además, los NPLs del segmento empresarial se han mantenido prácticamente constantes (en torno al 4,0%) desde finales de 2011.

Gráfico 3  
Evolución del PIB (% t/t)



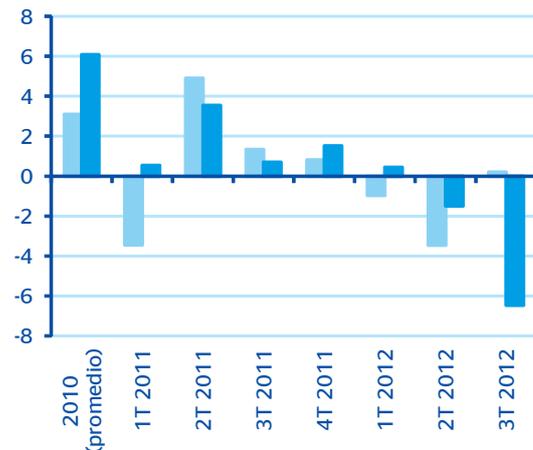
Fuente: IPEADATA

Gráfico 4  
Evolución del consumo y la inversión (% t/t)



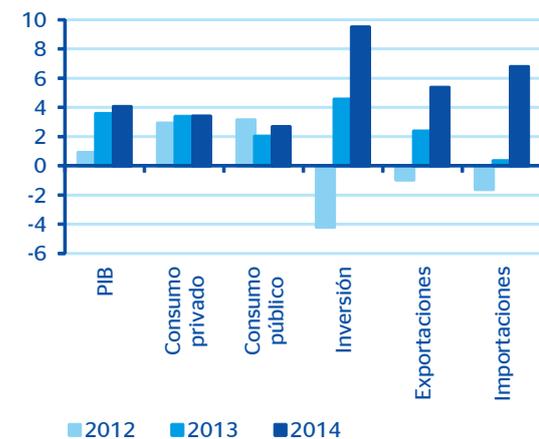
Fuente: IPEADATA

Gráfico 5  
Evolución de las exportaciones y las importaciones (% t/t)



Fuente: IPEADATA

Gráfico 6  
Previsiones de crecimiento de BBVA: PIB por componentes de demanda (%)



Fuente: BBVA Research e IPEADATA

Los indicadores de alta frecuencia indican que el PIB creció un 0,6% t/t en el cuarto trimestre, la misma tasa registrada en el trimestre precedente. En términos anuales, el PIB habría avanzado solamente un 0,9% en 2012, los peores resultados desde 2009, cuando el país se vio afectado por la crisis de Lehman Brothers y la economía se contrajo un 0,3%.

Nuestra estimación actual para 2012 es inferior a lo que esperábamos hace tres meses. Hemos revisado nuestras previsiones del PIB anual desde el 1,6% al 0,9% debido a que en el tercer trimestre hubo una importante sorpresa a la baja (real: 0,6% t/t; previsión: BBVA 1,4% t/t; consenso 1,2% t/t) y a que las perspectivas de crecimiento del cuarto trimestre son más bajas de lo previsto.

En general, la actividad interna se caracterizó en 2012 no solo por una recuperación muy gradual, mucho más lenta de lo previsto, sino también por su fragilidad, ya que se basó principalmente en el consumo.

## Esperamos que la recuperación de la actividad vuelva a tomar impulso durante el año, y que el PIB crezca un 3,6% en 2013

Si la economía siguiera creciendo a lo largo de 2013 al ritmo observado a finales de 2012 —es decir, en torno al 0,6% t/t—, el PIB avanzaría un 2,4% en este año. Sin embargo, creemos que existe margen para que la actividad económica siga acelerándose gradualmente en los próximos trimestres y así el PIB crezca un 3,6% en 2013.

Esperamos que la solidez del consumo privado, la apertura de proyectos de inversión en infraestructuras en el sector privado, el menor nivel de existencias, el creciente apoyo de las políticas monetarias y fiscales, la disponibilidad de crédito y un entorno externo algo menos turbulento, permitan que la inversión se recupere con respecto a la contracción del 4,2% experimentada en 2012. Más concretamente, esperamos que la inversión crezca un 4,6% y sustente la demanda interna este año, aunque no tanto como lo ha hecho en el pasado reciente (de 2004 a 2011, la inversión creció a un promedio anual del 8,7%).

Creemos que la continuidad de la solidez del mercado de trabajo y el repunte del crédito a las familias —que debería coincidir con un descenso de la morosidad— mantendrán el tono positivo del consumo privado en 2013. En especial, esperamos que el consumo privado, que representa en torno al 64% del total del PIB, crezca un 3,4% frente al 3,0% de 2012 (por debajo de la cifra observada en el pasado reciente: de 2004 a 2011, el consumo creció a un promedio del 5,1%).

Aunque esperamos que la demanda externa sea un poco más favorable en 2013 que en 2012, el motor principal de la recuperación que anticipamos para este año debería ser la demanda interna, que aportará 3,4 puntos porcentuales al 3,6% de crecimiento previsto para el año. En cuanto a 2012, estimamos que la demanda interna habrá aportado 0,7 puntos porcentuales al 0,9% previsto para el período.

La consolidación de un impulso de crecimiento más positivo debería mantener el PIB cerca del 4,0% en 2014 (véase el Gráfico 6), año en que el país debería beneficiarse de la organización de la Copa Mundial de la FIFA, de la continuidad de las políticas internas expansivas (habituales en un año de elecciones presidenciales como 2014) y de alguna mejora en el entorno exterior.

En general, esperamos un repunte de la inversión que empuje el crecimiento al alza. Cualquier contrariedad que sufra este repunte, que podría desencadenarse —por ejemplo— por el aumento de la incertidumbre debido a nuevas oleadas de intervencionismo público en la economía o por el deterioro del entorno externo, malograría la recuperación en curso. Por consiguiente, aunque seguimos siendo relativamente optimistas en cuanto a las perspectivas a corto plazo de la economía brasileña, seguimos viendo riesgos no desdeñables (véase a continuación la sección sobre los riesgos externos e internos a los que se enfrenta el país).

## Las presiones inflacionistas no disminuirán en 2013

La inflación ha seguido sorprendiendo al alza y cerró 2012 en un 5,8%. Esto sitúa la inflación por encima del objetivo de un 4,5% por tercer año consecutivo, aunque sigue dentro de la banda oficial, 2,5% - 6,5%.

La tendencia alcista del segundo semestre del pasado año tuvo su origen, en parte, en el aumento de los precios de los alimentos, que tienen una ponderación de aproximadamente el 24% en el IPCA, y que cerraron el año con un 9,8% (véase el Gráfico 7). Sin embargo, existen otros factores detrás del incremento de la inflación en el segundo semestre de 2012. Particularmente, el ajuste que está teniendo lugar en el mercado laboral ha sido una fuente de presión. Como hemos señalado anteriormente, en este momento los salarios crecen por encima de la inflación. La inflación de los servicios, que refleja mejor que otros parámetros las repercusiones de las condiciones del mercado de trabajo sobre los precios, inició una tendencia alcista en el segundo semestre del año pasado, alcanzando el 8,7% en diciembre de 2012.

También los indicadores subyacentes respaldan la opinión de que las presiones inflacionistas se han generalizado y no se deben solamente a los precios más elevados de los alimentos.

El promedio de los cinco indicadores subyacentes publicados por el BCB subieron desde aproximadamente un 5,2% a mitad del año hasta un 5,6% a finales de 2012.

La dinámica de los precios de los alimentos (que están más relacionados con problemas de oferta), el ajuste del mercado de trabajo (y, por consiguiente, de la inflación de los servicios), la depreciación del tipo de cambio y el alto grado de indexación de la economía brasileña, contribuyen a explicar por qué la inflación sigue en niveles tan elevados a pesar de que el PIB se ha quedado muy por debajo del potencial.

No vemos margen para que la inflación vaya a moderarse en 2013. Aunque los precios de los alimentos podrían tener un comportamiento más benigno este año y el ajuste del salario mínimo será la mitad del ajuste del 15% adoptado en 2012, la escasez de mano de obra en el mercado de trabajo y la recuperación de la actividad seguramente ejercerán presión sobre los precios.

Los datos al comienzo del año sustentan la opinión de que la inflación seguirá siendo una fuente de preocupación este año: en enero, el IPCA alcanzó el 6,15% a/a, la cifra más alta en 12 meses.

En las primeras semanas del año también se dio a conocer la estrategia que adoptarán las autoridades económicas para evitar que la inflación se descontrole: recortes fiscales y precios regulados, combinados con el uso de otros instrumentos fuera del tipo SELIC, como el tipo de cambio.

Más concretamente, a mediados de enero y a consecuencia del aumento de la inquietud por la inflación, el gobierno decidió efectuar un recorte mayor y antes de lo esperado en las tarifas eléctricas en una banda del 18% al 32%, más profundo de lo que se había previsto (16%-28%). Las tarifas se implementaron formalmente a finales de enero, y no en febrero como se había anticipado.

Además, desde finales de 2012 el Banco Central ha ajustado sus intervenciones en los mercados de divisas para favorecer la apreciación del real brasileño (BRL) y controlar las presiones inflacionistas. Con el mismo objetivo, el gobierno ha ido relajando algunas de las principales medidas de control implementadas anteriormente (para obtener más información sobre este asunto véase más abajo la sección sobre el tipo de cambio).

Lo más probable es que los recortes de las tarifas eléctricas reducirán las presiones inflacionistas en febrero. La postergación del ajuste de las tarifas del transporte en algunas ciudades y estados (a pedido del gobierno federal) también aliviará un poco la inflación en la primera parte del año. Por otra parte, otras medidas —como la eventual reducción de los impuestos que se cargan a una serie de productos esenciales (la “canasta básica”) y la gestión del tipo de cambio— contribuirán a mantener la inflación dentro del rango oficial.

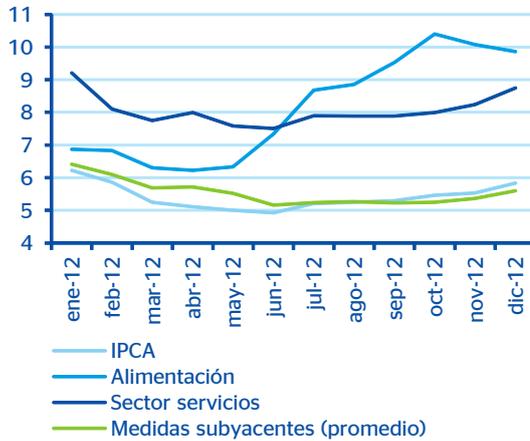
Según nuestras estimaciones, la inflación subirá en el primer semestre hasta aproximarse a la marca del 6,5%, tras lo cual se desacelerará gradualmente en la segunda mitad del año<sup>4</sup>. Prevedemos que la inflación cerrará este año en un 5,6%, un poco menos que a finales de 2012. La inflación media en 2013 aumentará hasta un 6,1% desde el 5,4% del año pasado. En 2014, prevedemos que los precios seguirán bajo presión y que la inflación alcanzará un promedio del 5,5%, que cada vez se percibe más como el objetivo implícito del BCB (véase el Gráfico 8).

No esperamos que la recuperación de la demanda interna en 2013 ejerza muchas más presiones sobre el mercado de trabajo y que, por consiguiente, se desencadene una aceleración significativa de los precios de los servicios este año. En nuestra opinión, el ajuste que se efectuará este año en el salario mínimo, menos significativo en comparación con el de 2012, no favorecerá tal situación. Además, creemos que la moderación de la economía en 2012, junto con lo que todavía sigue siendo una perspectiva relativamente positiva para el país en los próximos años, ha fomentado las prácticas de acumulación de mano de obra, por lo que ahora habría un margen mayor para que la demanda interna crezca sin que afecte significativamente a la inflación. No obstante, estas previsiones no son en este momento muy sólidas, y la inflación sigue siendo una importante y creciente fuente de riesgos (véase la sección sobre los riesgos para nuestro escenario central de la economía brasileña).

4: Los efectos base juegan un papel importante en la trayectoria prevista de la inflación.

Gráfico 7

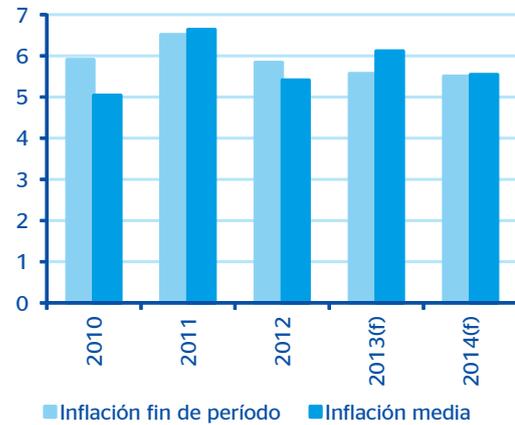
**Inflación: índice general de precios, indicadores subyacentes (promedio), alimentos y servicios (% a/a)**



Fuente: Banco Central do Brasil

Gráfico 8

**Inflación: promedio y fin del período (%)**



Fuente: BBVA Research, Banco Central do Brasil

## El BCB, atrapado entre las altas cifras de la inflación y la baja tasa de crecimiento, mantiene estables las condiciones monetarias

En su comunicado más reciente, el BCB sigue destacando la complejidad del entorno externo actual. Sin embargo, su foco de atención se ha vuelto hacia el ámbito doméstico. Según la autoridad monetaria, por un lado el bajo crecimiento crea riesgos a la baja para la inflación, mientras que por el otro el reciente empeoramiento de la inflación provoca riesgos alcistas. El BCB reconoce que el equilibrio de los riesgos se ha deteriorado últimamente, aunque todavía considera que la estabilidad de las condiciones monetarias durante un período prolongado es la mejor estrategia para que la inflación no se desvíe del objetivo del 4,5%.

En nuestra opinión, el reciente comunicado del BCB apoya nuestras estimaciones de que el SELIC se mantendrá estable en el 7,25%, no solo en 2013 sino también a lo largo de 2014. Como venimos comentando desde hace ya algún tiempo, esperamos que las crecientes presiones inflacionistas provoquen alguna reacción política, que podría incluir cierta tolerancia con la apreciación de la moneda o incluso algún ajuste del gasto público además de la introducción de nuevos recortes fiscales, pero no una subida del SELIC.

Al menos a corto plazo, puede descartarse la ronda adicional de flexibilización monetaria que esperaban algunos analistas hasta hace unas cuantas semanas.

Un empeoramiento adicional de la inflación en el primer semestre del año podría llevar al BCB a adoptar una política más ortodoxa, en especial si las cifras de crecimiento no sorprenden a la baja. Sin embargo, seguimos considerando improbable que el SELIC se ajuste al alza. La esperada desaceleración de la inflación en la segunda mitad del año debería reducir la presión sobre el Banco Central. En todo caso, un recorte del SELIC seguiría siendo improbable en el segundo semestre, pues la demanda interna volvería a tomar impulso y la inflación se mantendría notablemente por encima del objetivo del 4,5%.

## Nueva política monetaria, nuevo régimen fiscal<sup>5</sup>

La reciente y drástica caída de los tipos de interés es uno de los cambios más importantes que se han producido en la economía brasileña desde que terminó la época de la hiperinflación. Entre otros efectos, esta caída está provocando una considerable reacomodación de la política fiscal.

Para poner las cifras básicas en perspectiva, desde 2001 a 2011 el pago de intereses del sector público alcanzó un promedio del 6,5% del PIB, impulsado, naturalmente, por los altísimos tipos de interés internos (el promedio de los tipos reales fue un 8,5%). Por consiguiente, el país tenía que generar importantes superávits primarios para mantener el déficit fiscal total bajo control y reducir la ratio entre deuda pública y PIB. Este régimen fiscal funcionó muy bien; el superávit primario acumuló un promedio del 3,2% del PIB en la década que va hasta 2011 y la deuda pública cayó del 60,6% en 2002 al 39,1% en 2011.

Sin embargo, el cumplimiento del objetivo de un superávit primario de aproximadamente el 3,1% del PIB ya se había relajado desde 2009, y el gobierno cada vez depende más de los ingresos no recurrentes (o, como muchos la denominan, de la "contabilidad creativa") para conseguir el objetivo oficial. Entre estos ingresos se incluyen la capitalización de Petrobras, las liquidaciones de deuda tributaria y los dividendos atípicos, así como la disposición del dinero del Fondo Soberano Nacional. 2012 no fue una excepción: el gobierno tuvo que confiar en ingresos no recurrentes para cumplir el objetivo fiscal "ajustado" del 2,4%, que excluye algunos proyectos de inversión pública de la meta global. A pesar de la reducción del superávit primario, la caída del pago de intereses al 4,8% hizo posible que el déficit público total cayera ligeramente, hasta el 2,5% y contribuyó a que la deuda pública llegara al 35,1%.

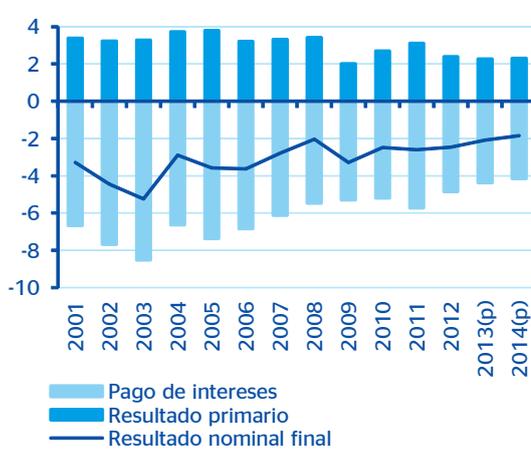
Prevedemos que el gobierno seguirá utilizando el margen creado por la importante bajada del pago de intereses (según nuestras estimaciones, la ponderación de los intereses del gobierno seguirá cayendo hasta situarse cerca del 4,0% en los próximos años) para flexibilizar formalmente el actual sistema de objetivos fiscales. En este sentido, en la ley presupuestaria de 2013 que el gobierno envió al Congreso se introdujeron algunos ajustes en el objetivo fiscal. Según esta ley, el objetivo global de superávit primario se mantendrá en torno al 3,1%, aunque el gobierno podrá ahora excluir del objetivo hasta el 0,4% del PIB de las desgravaciones fiscales, además del 0,9% de los proyectos de inversión pública incluidos en el PAC. En la práctica, supondrá una moderación del objetivo de superávit primario de hasta el 1,8% del PIB.

Este cambio en el régimen fiscal es razonable, pues la economía brasileña se enfrenta a un entorno mucho más favorable (el riesgo, la deuda pública y externa y los tipos de interés han bajado) que cuando volvieron a introducirse los objetivos en 1999. Es más, podría resultar beneficioso en épocas como la presente, cuando la economía se mantiene por debajo del potencial. De hecho, nuestras estimaciones sobre la deuda del período 2012-2017, que se basan en nuestras previsiones macroeconómicas para Brasil, muestran que incluso en el caso de que el objetivo de superávit primario se reduzca notablemente, la deuda pública continuará cayendo a niveles que fluctúan entre el 29 y el 27% del PIB (véase el Gráfico 10).

El punto de presión hacia la relajación de los objetivos fiscales debe venir en forma de un aumento de la inflación y de las expectativas de inflación. Además, es importante que las autoridades fiscales y monetarias sigan coordinando la política macroeconómica, algo que no sucedió en los últimos años del gobierno de Lula y que se restableció cuando Dilma asumió el cargo en 2011.

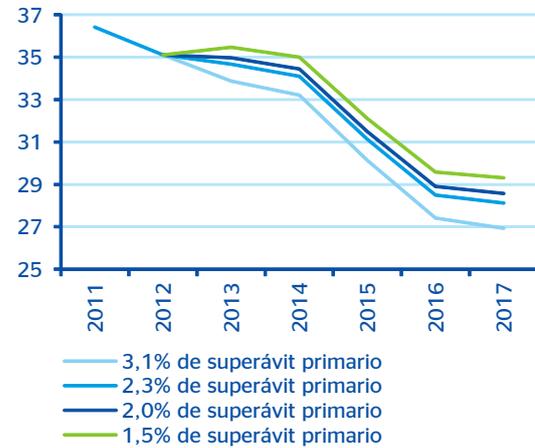
5: Esta sección se basa en nuestro informe del Observatorio Económico Brasil "The macro mix in Brazil: a new fiscal regime, to a new monetary policy".

Gráfico 9  
Cuentas fiscales (% del PIB)



Fuente: BBVA Research y Banco Central do Brasil

Gráfico 10  
Deuda pública neta / PIB (% PIB)  
según supuestos sobre el objetivo  
de superávit primario



Fuente: BBVA Research

En nuestra opinión, la relajación fiscal debe reducir la presión sobre la política monetaria, que debería ser menos volátil que en el pasado. La política fiscal debe ser más expansiva cuando la demanda interna se debilita (como en 2012 y en el comienzo de 2013), y menos expansiva cuando la demanda interna se fortalece y aumenta la preocupación por la inflación. Eso es lo que esperamos desde mediados de este año en adelante, cuando la política fiscal debería ajustarse para evitar que el BCE tenga que aplicar subidas al SELIC. En este sentido, consideramos que es probable que el gobierno termine por no utilizar todo el margen creado este año por la flexibilización del objetivo fiscal. En otras palabras, esperamos que el superávit primario se sitúe en torno al 2,3%, por encima del mínimo incluido en la ley de presupuesto de 2013, esto es, un 1,8% (véase el Gráfico 9).

Aunque consideramos que este ajuste fino de la política fiscal conlleva un desafío y es potencialmente ruidoso, creemos que al final contribuirá a lograr un escenario en el que la inflación no se descontrole, pese a situarse muy por encima del objetivo de inflación del 4,5%.

## El dilema del tipo de cambio: apoyar la competitividad o reducir las presiones inflacionistas

Tanto la inflación elevada como la falta de competitividad están sin duda entre los principales problemas a los que se enfrenta actualmente la economía brasileña. Como el tipo de cambio repercute tanto en la competitividad como en la inflación, y dado que las autoridades económicas de Brasil han incrementado su intervencionismo en los mercados de divisas (hasta el punto de que el sistema actual se parece más a un régimen de devaluación “gota a gota” que a uno de cambio flotante), creemos que el gobierno se enfrenta a un dilema: ¿debe utilizar el tipo de cambio para apoyar la competitividad o para hacer frente a las presiones inflacionistas?

Centrándose en la competitividad, el gobierno logró su objetivo de devaluar el real brasileño (BRL), que pasó de cambiarse a aproximadamente 1,8 reales por dólar en los primeros cuatro meses de 2012 a situarse dentro de la banda de 2,0 - 2,1 desde mayo de 2012 hasta fechas muy recientes. Durante este período había un acuerdo implícito entre el Ministerio de Hacienda (que hubiera apoyado un real incluso más débil) y el BCB (que hubiera apoyado un real más fuerte) para mantener el BRL dentro de este rango de 2,0 - 2,1.

Sin embargo, la reciente preocupación por la inflación ha provocado la adopción de medidas a favor de una apreciación moderada del BRL. Más concretamente, se anunciaron medidas

para relajar algunos controles de capital introducidos con anterioridad. La más reciente fue la reducción del 6% al 0% del impuesto de operaciones financieras (IOF) que grava la inversión extranjera en fondos de inversión inmobiliarios. Además, el BCB ajustó sus intervenciones en los mercados de divisas para indicar claramente que está a favor de un BRL más fuerte.

Debido a estas medidas recientes, el BRL se ha apreciado en las últimas semanas y está ahora por debajo de la marca de 2,0, en torno a 1,96 por dólar (la cotización más fuerte desde mayo de 2012). Esta apreciación coincide en líneas generales con nuestra visión de que el gobierno está dispuesto a utilizar otras herramientas fuera de la SELIC para controlar la inflación.

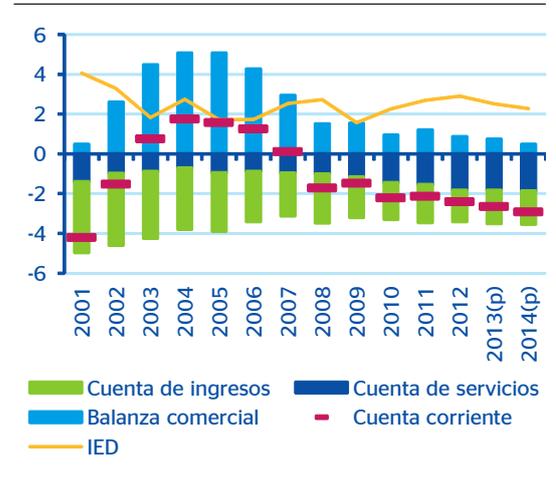
De cara al futuro, esperamos que el BRL seguirá cotizándose en torno a 2,0 por dólar durante 2013 y 2014 (véanse las tablas de proyecciones al final de este informe). Aunque consideramos que este año probablemente continuará un poco por debajo del nivel de 2,0, creemos que una apreciación por debajo de 1,85 no es muy probable. A pesar de que la lucha contra la inflación requiere cierta apreciación del BRL en este momento, el problema de la competitividad seguirá teniendo bastante peso en las decisiones de las autoridades económicas .

Gráfico 11  
**Tipo de cambio (BRL/USD)**



Fuente: Banco Central do Brasil

Gráfico 12  
**Déficit por cuenta corriente (% PIB)**



Fuente: BBVA Research

## El déficit por cuenta corriente se ampliará en 2013 y 2014

Impulsado por el continuo incremento del gasto en viajes al extranjero, el déficit de la cuenta de servicios aumentó hasta el 1,8% del PIB y, junto con la contracción del superávit comercial, provocó que en 2012 el déficit por cuenta corriente se ampliara aún más, hasta el 2,4% del PIB (véase el Gráfico 12). Por consiguiente, la cuenta corriente siguió su tendencia a la baja, movimiento que se inició en 2004 y que se relaciona con la creciente fortaleza de la demanda interna y con la apreciación del BRL. En la práctica, la moderación de la actividad económica y la depreciación de la moneda en 2012 impidieron que el déficit por cuenta corriente empeorara de forma mucho más pronunciada.

Los temores de un excesivo incremento del déficit por cuenta corriente en el futuro son limitados debido a la reciente desaceleración del crecimiento y a la depreciación de la moneda. Además, la fuerte inversión extranjera directa (2,9% del PIB en 2012) y las abultadas reservas internacionales (16,7% del PIB) constituyen un seguro contra un cambio brusco en los flujos de capital o una corrección a la baja en los términos de intercambio de Brasil.

Prevedemos que el superávit comercial seguirá cayendo y que las cuentas de servicios y de ingresos seguirán aumentando, lo que a su vez llevará el déficit por cuenta corriente al 2,6% este año y a casi el 3,0% en 2014 (véase el Gráfico 12).

## Los mayores riesgos internos contrarrestan el descenso de los peligros externos

Como hemos observado al comienzo de este informe, las turbulencias mundiales se han moderado en los últimos meses, reduciendo así las posibilidades de que se produzca un “evento extremo” en las economías desarrolladas. No obstante, el grado de incertidumbre con respecto a la economía mundial sigue siendo elevado.

Como hemos comentado en informes anteriores, un accidente en las economías desarrolladas tendría repercusiones no desdeñables en la economía brasileña (consulte más información en nuestro informe [Situación Brasil 3T 2012](#)). Por tanto, la reducción de las probabilidades de un “evento extremo” confirma el escenario central que hemos descrito para la economía de Brasil en las secciones anteriores.

Sin embargo, existen factores idiosincráticos susceptibles de impedir que la economía brasileña obtenga los resultados previstos y, en comparación con la situación existente hace tres meses, creemos que estos factores son ahora más significativos. En otras palabras, consideramos que ahora los riesgos internos que se ciernen sobre la economía de Brasil son más elevados.

Un claro y creciente factor de riesgo es la inflación. Como hemos observado antes, este año la demanda interna podría terminar por tener mayores repercusiones sobre la inflación de lo esperado. Además, la estrategia actual para mantener la inflación bajo control —es decir, la preferencia por utilizar otras herramientas distintas a la SELIC para manejar las presiones inflacionistas— podría resultar excesivamente indulgente. En todo caso, no debe restarse importancia a la posibilidad de que la inflación se descontrole y fuerce al BCB a ajustar al alza los tipos de interés (y a que el gobierno tenga que anunciar medidas de ajuste), ya que tendría un impacto negativo sobre el crecimiento, lo que sería especialmente doloroso dado que la economía no estaría marchando por encima de sus niveles potenciales.

Otro factor de riesgo interno es el agotamiento del modelo de crecimiento actual basado en la expansión del consumo privado y de los mercados de crédito. En nuestra opinión, este riesgo sigue siendo importante, aunque algunas de las medidas adoptadas por el gobierno para fomentar la oferta de la economía (concesiones de proyectos de infraestructuras al sector privado, recortes fiscales...) y tratar de incrementar la competitividad han contribuido a aliviar la inquietud con respecto a este factor.

Otro riesgo está relacionado con la excesiva intervención del gobierno en la economía, lo que podría seguir frenando los planes de inversión privada e impedir la recuperación económica.

Por último, seguimos viendo riesgos (especialmente a medio y largo plazo) en la excesiva expansión del crédito público (el año pasado el crédito público creció un 27%, en comparación con el avance del 8% del crédito privado, y alcanzó el 48% del crédito total, el porcentaje más elevado en muchos años).

Aunque seguimos siendo relativamente optimistas en cuanto a la recuperación de la economía brasileña y a la sostenibilidad del crecimiento en torno al 3,5% en los próximos años, vemos con cierta preocupación el surgimiento de riesgos idiosincráticos que podrían paralizar el proceso de desarrollo que el país viene experimentando en los últimos años.

## 4. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	2,7	0,9	3,6	4,0
Inflación (% a/a, fdp)	6,5	5,8	5,6	5,5
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	1,87	2,04	1,99	2,04
Tasa de interés (% fdp)	11,00	7,25	7,25	7,25
Consumo privado (% a/a)	4,1	2,9	3,4	3,4
Consumo público (% a/a)	2,0	3,1	2,0	2,7
Inversión fija (% a/a)	4,8	-4,2	4,6	9,5
Resultado fiscal (% PIB)	-2,6	-2,5	-2,1	-1,8
Cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,4	-2,6	-2,9

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
1T 12	0,8	5,3	1,83	9,75
2T 12	0,5	4,9	2,02	8,50
3T 12	0,9	5,3	2,03	7,25
4T 12	1,5	5,8	2,04	7,25
1T 13	2,5	6,2	1,97	7,25
2T 13	3,4	6,5	1,95	7,25
3T 13	4,0	6,0	1,97	7,25
4T 13	4,4	5,6	1,99	7,25
1T 14	4,4	5,7	2,00	7,25
2T 14	4,1	5,5	1,99	7,25
3T 14	3,9	5,5	2,01	7,25
4T 14	3,8	5,5	2,04	7,25

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](http://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@bancofrances.com.ar

**Chile**

**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

**Colombia**

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

**Venezuela**

**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

**México**

**Carlos Serrano**  
carlos.serranoh@bbva.com

**Análisis Macro México**

**Carlos Serrano**  
carlos.serranoh@bbva.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

**España**

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Áreas Globales:*

**Escenarios Económicos**

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

**Sistemas Financieros**

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

**Pensiones**

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

## Interesados dirigirse a:

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