

Situación Brasil

Tercer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial crecerá un 3,1% en 2013 y un 3,8% en 2014.** La desaceleración de las economías emergentes y la incertidumbre con respecto a la retirada de los estímulos monetarios en Estados Unidos será una fuente de tensión para los mercados financieros.
- **En Brasil, el aumento de los tipos de interés y la mayor debilidad del tipo de cambio se han constituido en los elementos clave del nuevo entorno macroeconómico.** El sistema anterior, basado en unos tipos de interés más bajos, no mejoró el crecimiento y terminó por impulsar la inflación.
- **Hemos revisado a la baja nuestras previsiones del PIB, hasta el 2,3% en 2013 y el 2,9% en 2014.** La subida de los tipos de interés (preveemos que el SELIC llegará pronto al 9,25%) y la evidencia de un mayor deterioro estructural de la economía son las razones principales de esta revisión.
- **La depreciación de la moneda contribuirá a mantener las presiones inflacionistas,** pero al mismo tiempo ayudará a recuperar parte de la competitividad perdida en los últimos años.
- **Se prevé que las cuentas de las administraciones públicas empeorarán tanto en 2013 como en 2014.**

Índice

| | |
|--|----|
| 1. Resumen..... | 3 |
| 2. Entorno exterior: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EEUU..... | 4 |
| 3. Brasil: moneda más débil, tipos de interés más altos y menor crecimiento..... | 7 |
| Recuadro 1. ¿Cuán sensibles son las economías andinas y Brasil a una corrección en el precio de las materias primas?..... | 15 |
| 4. Tablas | 18 |

Fecha de cierre: 8 de agosto de 2013

1. Resumen

La economía mundial muestra debilidad cíclica, sobre todo en las economías emergentes, y se enfrenta a condiciones financieras más complicadas. La situación económica mundial es menos favorable que hace tres meses y, por tanto, hemos revisado a la baja nuestras perspectivas de crecimiento del PIB mundial al 3,1% en 2013, 0,2 puntos porcentuales por debajo de las previsiones que hicimos tres meses atrás. Para 2014 mantenemos nuestras expectativas de que continúe el crecimiento, en este caso al 3,8%, es decir, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la cifra prevista en el último trimestre. Detrás de este deterioro y de la subsiguiente revisión de nuestras previsiones, existen al menos dos motivos. En primer lugar, las economías emergentes (incluida China) están experimentando una desaceleración más pronunciada de lo esperado. En segundo lugar, las condiciones financieras se han restringido a nivel mundial tras la reacción de los mercados a la información que ofreció la Fed sobre la reversión de la tercera ronda de su programa de flexibilización cuantitativa.

En Brasil, los tipos de interés más elevados y un tipo de cambio más débil de lo previsto son los elementos clave del nuevo entorno macroeconómico, debido a factores internos y externos. El sistema macroeconómico implementado por el gobierno en 2012, basado en tipos de interés históricamente bajos y un tipo de cambio relativamente más débil, no consiguió recuperar significativamente la competitividad de Brasil ni estimular el crecimiento (el PIB solo creció un 0,9% en 2012). Sin embargo, aumentó las presiones inflacionistas y obligó al Banco Central a ajustar las condiciones monetarias. Las perspectivas de que la Fed retire los estímulos monetarios y las preocupaciones sobre la desaceleración de China han provocado una fuerte depreciación de la moneda desde finales de mayo (en torno al 12%) y han reafirmado la necesidad de una política monetaria más estricta. En consecuencia, prevemos que el SELIC se ajustará en 50 pb en agosto y en 25 pb en octubre, momento a partir del cual se mantendrá estable en el 9,25% durante el resto del año y en 2014.

Así, hemos ajustado a la baja nuestras previsiones del PIB hasta situarlo en el 2,3% en 2013 y en el 2,9% en 2014, en comparación con el 3,4% y el 3,8%, respectivamente. La muy negativa sorpresa del PIB del 1T13 y la evidencia preliminar que muestra que el crecimiento ha seguido relativamente débil en el 2T13, en un contexto de políticas fiscales y monetarias de apoyo, han aumentado las preocupaciones por el deterioro estructural de la economía. Además, los tipos de interés más altos de lo que se había previsto anteriormente impondrán una moderación más significativa en los mercados de trabajo y de crédito. Asimismo, la incertidumbre interna y externa seguirá teniendo efectos negativos e impedirá una recuperación más fuerte de la inversión. Por último, prevemos que la demanda externa y los términos de intercambio se comportarán un poco peor de lo que esperábamos antes. Todos estos factores limitan el margen para la intensificación de la actividad económica en el futuro y determinan una importante revisión a la baja en nuestras previsiones del PIB.

La depreciación de la moneda contribuirá a mantener las presiones inflacionistas, pero al mismo tiempo abrirá una puerta para que el país comience a recuperar parte de la competitividad perdida en los últimos años. Se prevé que la inflación, que alcanzó el 6,3% en julio, tenderá a la baja en los próximos meses debido a la moderación de los precios de los alimentos, la desaceleración de los mercados de trabajo, el tono más restrictivo de la política monetaria y los efectos base positivos. La moderación de los precios internos solo ofrecerá un alivio parcial, ya que la inflación se mantendrá dentro del rango superior de la meta (5,7% a finales de 2013 y 5,9% a finales de 2014, según nuestras estimaciones). Los precios internos seguirán bajo presión debido al tono expansivo de la política fiscal (especialmente en 2014) con una moneda más débil. El aspecto positivo de la depreciación es que el tipo de cambio apoyará el crecimiento a medio plazo y evitará que continúe el deterioro de la cuenta corriente (que prevemos que alcanzará el nivel máximo de -3,3% en 2013).

Según se prevé, las cuentas de las administraciones públicas empeorarán en 2013 y en 2014, ya que es probable que la política fiscal siga centrada en apoyar el crecimiento y los pagos de intereses no se reducirán como se esperaba anteriormente. La reciente presión para controlar la inflación y las cuentas públicas no ha sido suficiente para obligar al gobierno a

adoptar una política fiscal menos expansiva. Además, las elecciones que se celebrarán a nivel nacional y regional harán que en 2014 la política fiscal siga centrada en impulsar el crecimiento. Como resultado, los superávits primarios no cumplirán los objetivos, lo que unido al aumento de los pagos de intereses incrementará el déficit fiscal general hasta el 2,8% en 2013 y el 3,6% en 2014, en comparación con el 2,5% de 2012. Este incremento, junto con el menor crecimiento del PIB, hará que cambie la tendencia a la baja de la deuda pública y podría provocar una rebaja de la calificación soberana de Brasil.

2. Entorno exterior: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EEUU

La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas

El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses, cuando difundimos nuestras anteriores previsiones de crecimiento, lo que nos lleva a la revisión a la baja de nuestras perspectivas de PIB mundial hasta un crecimiento en 2013 del 3,1%, dos décimas menos de lo previsto hace tres meses. Para 2014 se mantienen las expectativas de expansión, en este caso hasta el 3,8%, dos décimas menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen, al menos, dos motivos. Por una parte, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado, reflejado en una mayor revisión a la baja de sus previsiones de crecimiento (Gráfico 1). Entre ellas cabe destacar la moderación en China, por sus repercusiones globales, más allá de la propia Asia, por ejemplo en las economías sudamericanas. En segundo lugar, se ha producido un evento no esperado, al menos en el momento en el que se produjo, como es el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global. Este tensionamiento ha sido resultado fundamentalmente de la reacción del mercado a la comunicación del detalle de la Fed de sus planes de paulatina disminución y posterior reversión de la tercera ronda de su programa de expansión cuantitativa.

Acostumbrando al mercado a una menor liquidez: el mayor impacto se sentirá en las economías emergentes con mayor necesidad de financiación a corto plazo

Aunque sea por múltiples causas, la mayor parte del repunte en las condiciones de financiación a nivel global se origina a mediados de mayo con el detalle anunciado por la Fed de sus planes para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria. La Fed ha reafirmado su compromiso con el mantenimiento de tipos de interés muy bajos durante un periodo prolongado y, lo que quizás es más importante, todo el proceso es condicional a la recuperación económica, es decir, a que la economía continúe creciendo a "velocidad de crucero".

Sin embargo, la reacción del mercado a este plan (incluso después de ser bien aclarado en sus detalles) ha resultado más intensa de lo probablemente deseado por la Fed. Como se puede observar en el Gráfico 2, los tipos de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera subida de tipos para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. En nuestra opinión, es probable que lo observado en los mercados financieros sea en parte sobre-

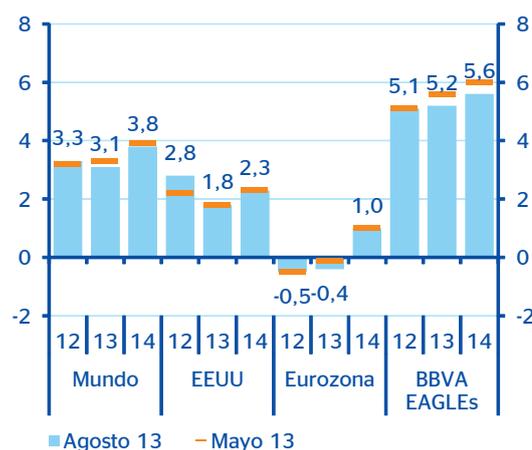
reacción, como muestran recientes cesiones a la baja de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aun así, la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición de carteras ante el fin de la abundante liquidez y, por tanto, de la demanda extra de bonos que contenía los tipos de interés en niveles excepcionalmente bajos. En nuestra opinión, pues, estamos ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tipos de interés más altos y una menor demanda para los activos de riesgo.

Las economías emergentes han resultado las más afectadas por el reciente recrudecimiento de las tensiones financieras. En la actualidad, la situación claramente ha revertido las buenas condiciones de financiación exterior previas, con salidas de flujos de capitales de los mercados emergentes (Gráfico 3). Además de caídas en bolsa y en el precio de los bonos, se ha producido también una depreciación generalizada de sus monedas.

Hay varios factores detrás de esta intensa salida de capitales. Además de la inmediata anticipación al nuevo escenario de liquidez global con una recomposición de carteras, la debilidad cíclica de algunas de las economías grandes emergentes y el riesgo creciente de una desaceleración más intensa en China, son factores que apuntan en la misma dirección. También, la expansión monetaria en Japón ha estado lejos de generar el flujo de capitales que se esperaba a economías emergentes en busca de rentabilidades más elevadas.

Con todo, siendo muy intensa la salida de flujos de capital de los mercados emergentes, existen razones para ser optimista. En primer lugar, los datos más recientes de flujos de capital muestran una moderación en las salidas en las últimas semanas. En segundo, el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo, frente a inversores de perfil institucional, con horizontes de inversión más largos. Finalmente, esta reordenación de carteras ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar y ello sin olvidar los fundamentales de que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en ratios de solvencia.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB en las principales regiones



* EAGLEs: Emerging and Growth-Leading Economies. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
EEUU: tipos de interés de los bonos a 10 años



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

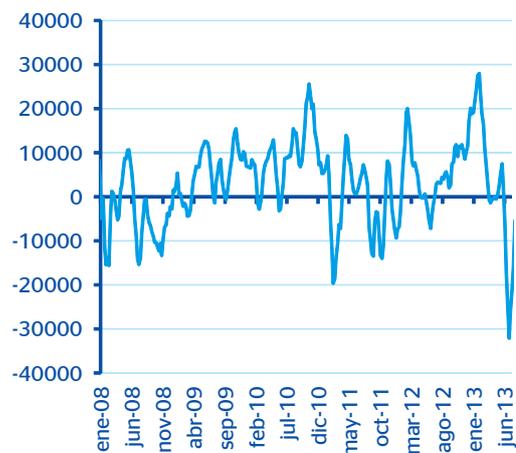
Desaceleración en China: entorno cíclico global y medidas que buscan acotar el endeudamiento y el alcance de la banca en la sombra

El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino no es sino un aspecto accesorio del proceso que las autoridades chinas han adoptado para poner coto al fuerte crecimiento del crédito, tanto en el sector bancario “oficial” como el crédito generado por el llamado sector financiero en la sombra, no regulado. El compromiso de las autoridades con este objetivo ha quedado bien patente en los últimos meses, al permitir, de forma llamativa, fuertes tensiones de liquidez en el sistema interbancario.

El escenario base sigue siendo de continuidad de una desaceleración moderada (Gráfico 4). Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un cierto lastre sobre el crecimiento, pero aun así, las autoridades chinas parecen cómodas con las actuales tasas de crecimiento del PIB, mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el medio y largo plazo. Seguimos considerando que el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento. Esto supone que no cabe descartar nuevas medidas de estímulo económico y, por supuesto, que las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier accidente en el sistema financiero, al menos en el corto plazo.

Gráfico 3

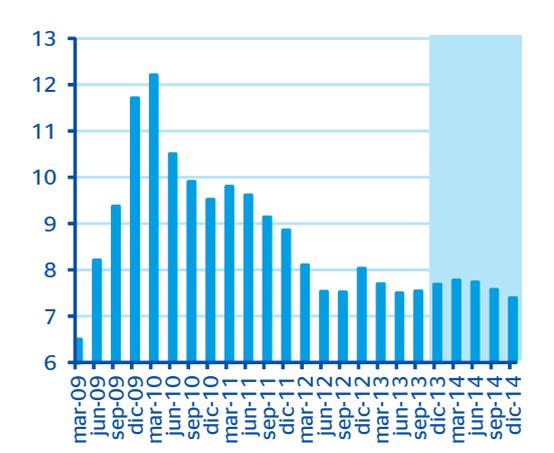
Flujos de capitales a economías emergentes (millones de dólares, promedio móvil de cuatro semanas)



Nota: flujos de capitales a renta fija y variable.
Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 4

China: crecimiento del PIB (%a/a)



Fuente: BBVA Research y CEIC

Eventos de riesgo global más diversificados, pero de menor impacto potencial

Este escenario central global, de alta probabilidad, tiene todavía unos rangos de incertidumbre algo más sesgados a la baja que al alza, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos disruptivos, que impidan un panorama de, como poco, sostenido crecimiento global en 2013 y 2014 cerca de los niveles de 2012. Este diagnóstico es un signo de vuelta a la normalidad en el panorama económico.

Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en otras ocasiones) serían fundamentalmente la permanencia de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso al financiamiento y deterioro de la confianza de los agentes económicos.

Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo como el bono del Tesoro de EE.UU. como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un resurgimiento de las dudas en los avances hacia la Unión Bancaria y en la "excepcionalidad" de Grecia y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con márgenes de actuación para evitar eventos "de cola", el proceso de cambios que afronta China es mayúsculo, requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

3. Brasil: moneda más débil, tipos de interés más altos y menor crecimiento

Factores internos y externos han obligado a ajustar la combinación de políticas macroeconómicas

Durante la mayor parte de 2012 y el comienzo de este año, el gobierno trató de implementar una combinación de políticas macroeconómicas centrada en tipos de interés bajos y una moneda relativamente más débil para tratar de recuperar parte de la competitividad perdida en los años anteriores e impulsar el crecimiento interno. En la práctica, el tipo de interés SELIC se redujo y se mantuvo estable en el 7,25% (aproximadamente un 1,0% en términos nominales), su mínimo histórico, mientras que el tipo de cambio convergió en torno a 2,05 reales por dólar, un nivel un 22% superior a la media de 2011, gracias a una serie de intervenciones en los mercados de divisas.

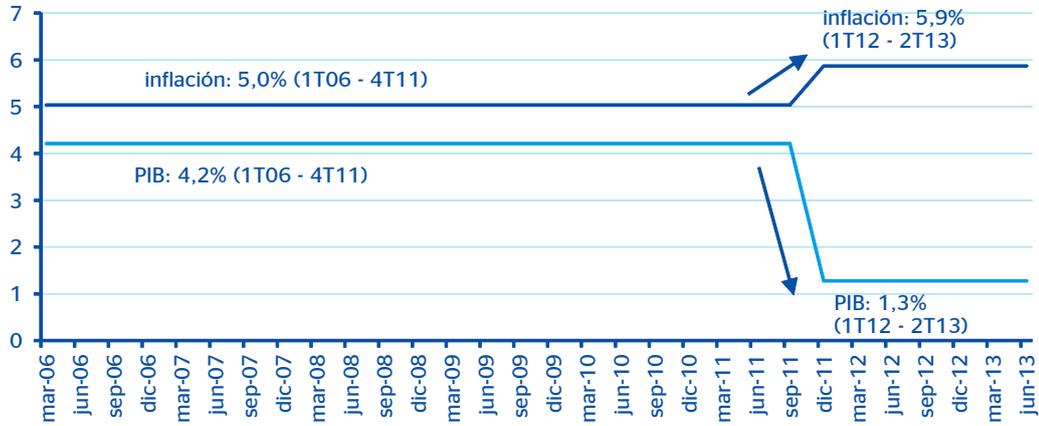
Sin embargo, el sistema macroeconómico implementado por el gobierno en 2012 no pudo recuperar significativamente la competitividad de Brasil ni impulsar el crecimiento. Bajar los tipos de interés y abrir camino a una moneda un poco más débil no fue suficiente para contrarrestar la serie de problemas estructurales a los que se enfrentaba la economía (baja inversión, alta carga impositiva, infraestructuras deficientes, etc.) y las limitaciones naturales de un modelo de crecimiento excesivamente basado en el consumo privado y el crédito. Además, la implementación de esta combinación macroeconómica generó más preocupaciones sobre el excesivo intervencionismo del gobierno en la economía, lo que contribuyó a aumentar la incertidumbre y a impedir que se recuperara la demanda interna. En este contexto, el PIB solo aumentó un 0,9% en 2012 y el crecimiento a principios de 2013 se mantuvo prácticamente sin cambios con respecto al final del año anterior (véase nuestro informe Situación Brasil 2T13 para obtener más información sobre este tema).

Además de tener poco impacto sobre la actividad, el sistema basado en tipos de interés bajos y una moneda más débil terminó por impulsar la inflación, que se mantuvo cerca del 6,5%, el máximo nivel del rango meta, durante la primera parte del año (véase el Gráfico 5).

La política fiscal expansiva y un incremento muy fuerte del crédito de los bancos públicos (que no se produjo en los bancos privados) no impidió que el crecimiento se moderara, pero sí contribuyó a añadir presiones sobre los precios internos (para obtener más detalles sobre la política fiscal y los mercados de crédito, vea el análisis que hacemos a continuación o revise nuestras publicaciones anteriores).

Gráfico 5

PIB e inflación: promedios del periodo (% a/a)*



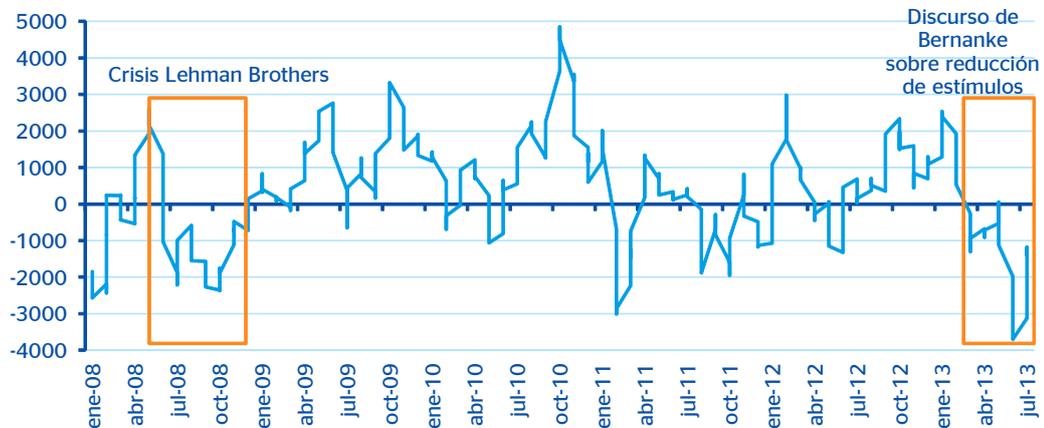
* El PIB del 2T13 es la previsión de BBVA Research.
Fuente: BCB y BBVA Research

En este entorno de semiestanflación, el Banco Central de Brasil (BCB) decidió centrarse en los riesgos inflacionistas y comenzó a ajustar las condiciones monetarias en abril, ya que la inflación estaba erosionando el consumo de los hogares. Esta medida desaceleró el crecimiento y creó una nueva fuente de preocupaciones políticas para la presidenta Dilma solo unos meses antes de que se produjeran protestas generalizadas en las calles de las principales ciudades del país para demandar, entre otras cosas, mejores servicios públicos.

Después, las perspectivas de retirada de los estímulos monetarios en Estados Unidos tras el discurso que hizo Ben Bernanke el 22 de mayo sobre la reducción de dichos estímulos reforzaron la tendencia de salida de capitales y favorecieron una fuerte depreciación de aproximadamente el 12% en el real brasileño (BRL), que se situó en torno a 2,30 reales por dólar (véanse los gráficos 6 y 7). Las preocupaciones por la desaceleración de China, que afectó a los precios de las materias primas y por tanto a los términos de intercambio de Brasil, también apoyaron esta depreciación (véase el Gráfico 8).

Gráfico 6

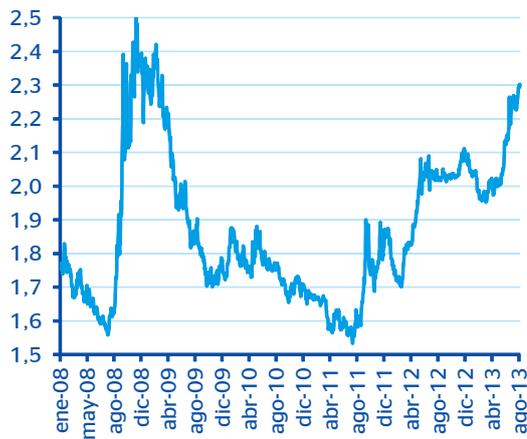
Flujos de capitales (flujos mensuales, millones de USD)*



* El PIB del 2T13 es la previsión de BBVA Research.
Fuente: EPFR y BBVA Research

La fuerte depreciación del tipo de cambio agravó las preocupaciones por la inflación y aumentó la necesidad de un ajuste más fuerte en los tipos de interés (para obtener más detalles, véase más abajo la sección sobre política monetaria). También provocó la retirada de muchas barreras de capital que se habían adoptado en el pasado para impedir la excesiva apreciación de la divisa (como el impuesto IOF sobre la inversión extranjera en renta fija, el impuesto del 1% sobre los incrementos en las posiciones cortas en USD y los requisitos de reservas con respecto a las posiciones cortas en dólares y otras monedas extranjeras en manos de los bancos locales).

Gráfico 7
Tipo de cambio (BRL por USD)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 8
Términos de intercambio
(índice: 2006 promedio = 100)



Fuente: IPEADATA y BBVA Research

Por consiguiente, factores internos y externos han obligado a cierta normalización de las políticas económicas y al ajuste del conjunto de las políticas macroeconómicas. En Brasil, el aumento de los tipos de interés y un tipo de cambio más débil de lo previsto se han constituido en los elementos clave del nuevo entorno macroeconómico. El primer elemento ayuda a mantener la inflación bajo control, pero aumenta las preocupaciones sobre la desaceleración de la economía y nos obliga a una fuerte revisión a la baja de las previsiones del PIB para 2013 y 2014. El último, aunque mantendrá las presiones inflacionistas, abrirá al mismo tiempo una puerta para que el país comience a recuperar parte de la competitividad que perdió en los últimos años, lo que podría evitar un mayor deterioro de la cuenta corriente y apoyar el crecimiento a medio plazo.

Por su parte, la política fiscal sigue más centrada en apoyar el crecimiento (y en cumplir algunas de las exigencias manifestadas en la reciente ola de protestas) que en controlar la inflación. Con ello se revertirá la tendencia bajista que mostraba la deuda pública en los últimos años y, por consiguiente, las agencias especializadas pueden efectuar una rebaja de la calificación (véanse las siguientes secciones para obtener más información sobre la política fiscal y las cuentas de las administraciones públicas).

Hemos revisado a la baja nuestras previsiones del PIB hasta el 2,3% en 2013 y el 2,9% en 2014, ya que vemos poco margen para que la actividad económica se acelere en el futuro

El PIB creció un 0,6% t/t en el 1T13, bastante menos de lo previsto (BBVA Research: 1,1% t/t; consenso: 0,9% t/t), y se mantuvo prácticamente sin cambios con respecto al trimestre anterior (véase el Gráfico 9). La economía, por tanto, no recuperó el ritmo a pesar de que las políticas fiscales y monetarias fueron extraordinariamente flexibles.

El consumo privado, que representa algo más del 60% del PIB, se desaceleró y solo creció un 0,1% t/t en el 1T13, frente al 1,0% t/t del 4T12. Esta desaceleración refleja la moderación observada en los mercados de crédito y de trabajo y el impacto del aumento de la inflación en la demanda de los hogares.

Las exportaciones cayeron un 6,4% t/t (-5,7% a/a) en el primer trimestre, debido entre otras razones a la falta de competitividad del sector manufacturero. La parte positiva es que la inversión repuntó (4,6% t/t) después de mostrar una acusada debilidad desde mediados de 2011 y debido hasta cierto punto a algunos factores excepcionales. El fuerte crecimiento de la inversión impulsó las importaciones en un 6,3% t/t durante el periodo. En nuestra opinión, la desaceleración del consumo privado y la caída de las exportaciones son una prueba más del agotamiento del modelo de crecimiento brasileño. Además, seguimos siendo escépticos sobre la sostenibilidad del ritmo de crecimiento de la inversión en lo que queda de año.

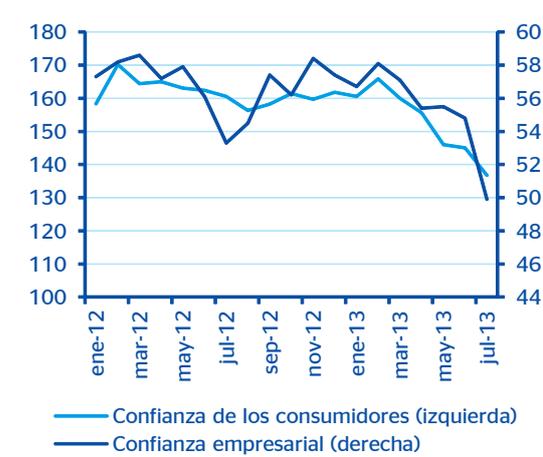
Los datos de alta frecuencia del segundo trimestre indican que el PIB no crecerá mucho más que en el 1T13. Entre otras razones, la incertidumbre interna y externa sigue afectando negativamente a la actividad económica. Por ejemplo, la tendencia de los datos de confianza sigue claramente a la baja en el segundo trimestre (véase el Gráfico 10). En definitiva, esperamos que el PIB siga creciendo a un ritmo relativamente lento del 0,6% t/t en el 2T13 (que es prácticamente la mitad de la tasa media de crecimiento entre 2006 y 2010).

Gráfico 9
PIB (% t/t)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 10
Confianza de consumidores y empresas*



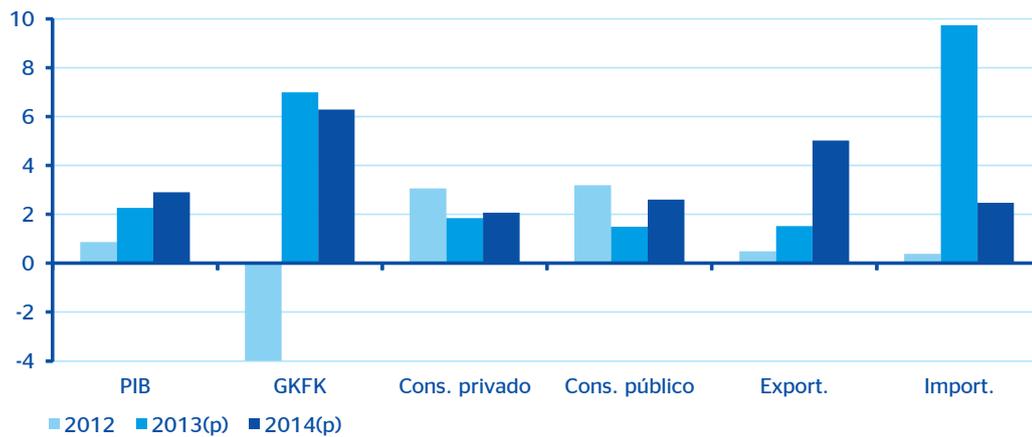
* Confianza del consumidor: de 0 a 200. Confianza del productor: de 0 a 100.
Fuente: FECOMERCIO, CNI y BBVA Research

La muy negativa sorpresa del PIB del 1T13 y la evidencia preliminar que muestra que el crecimiento ha seguido relativamente débil en el 2T13 han propiciado el ajuste a la baja de nuestras anteriores previsiones del PIB de Brasil (un 3,4% y un 3,8% en 2013 y 2014, respectivamente). Por si esto fuera poco, los tipos de interés más altos de lo que se había previsto anteriormente impondrán una moderación más significativa en los mercados de trabajo y de crédito. Además, la incertidumbre interna y externa seguirá teniendo efectos negativos e impedirá una recuperación más fuerte de la inversión. Entre las fuentes externas de incertidumbre, cabe destacar la desaceleración de la economía china y la retirada de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal en Estados Unidos. En lo que respecta a la incertidumbre interna, las elecciones presidenciales del próximo año cobran cada vez más importancia en la agenda política en un nuevo contexto caracterizado por protestas populares generalizadas y un considerable descenso de los índices de aprobación de la presidenta Dilma. Por último, prevemos que la demanda externa y los términos de intercambio se comportarán algo peor de lo que esperábamos, lo que se compensará en parte con el efecto positivo de una moneda más débil en las exportaciones netas.

En nuestra opinión, todos estos factores limitarán el margen para una futura intensificación de la actividad económica, lo que aumenta las probabilidades de que la economía siga creciendo a un ritmo relativamente lento. Por consiguiente, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento hasta el 2,3% y el 2,9% en 2013 y 2014, respectivamente. La demanda interna seguirá siendo el principal motor de crecimiento; la moderación del consumo privado se compensará en parte con un repunte de la inversión. Las exportaciones netas seguirán contribuyendo negativamente al crecimiento, al menos en 2013 (véase el Gráfico 11).

Gráfico 11

PIB y componentes de demanda (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Se prevé que el crecimiento será ligeramente más alto en 2014 que en 2013, ya que esperamos que la inversión se mantenga relativamente favorable y que las exportaciones se comporten mejor el próximo año. La inversión recibirá el apoyo de una política fiscal más expansiva (algo habitual en un año de elecciones como 2014), mientras que las exportaciones se beneficiarán de la depreciación de la moneda y de la moderación de los salarios nacionales. En cualquier caso, los problemas estructurales seguirán siendo una carga e impedirán una recuperación más sólida.

Las pruebas más recientes reafirman la percepción de que la falta de reformas económicas para impulsar la actividad y los insuficientes cambios realizados en el modelo de crecimiento centrado en el consumo están en línea con unas tasas de crecimiento potencial más próximas al 3,0% que al 4,0%. En cualquier caso, la depreciación del tipo de cambio, que se prevé que continuará en el futuro, abre una posibilidad para que el país salga de la falta de competitividad en la que está atascado a medio plazo, especialmente si el gobierno resultante de las elecciones presidenciales de 2014 es capaz de reducir la incertidumbre en torno a la economía.

La inflación tiende a la baja, pero seguirá siendo una fuente de preocupaciones

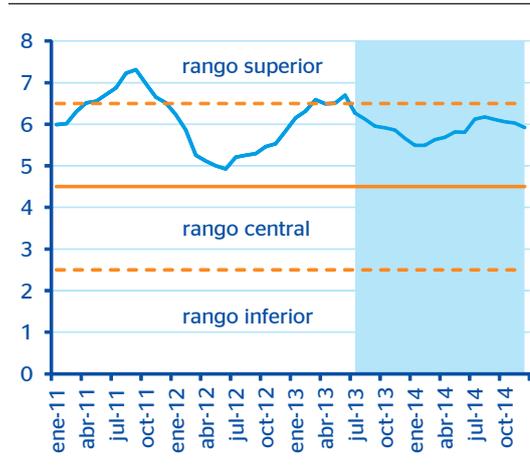
La inflación cerró la primera mitad del año en el 6,7% a/a, por encima del techo establecido como objetivo (6,5%) y el nivel más elevado en casi dos años (véase el Gráfico 12). Las presiones inflacionistas fueron consecuencia del relativo ajuste de los mercados de trabajo, de la considerable depreciación de la moneda desde mediados de 2012, del aumento de los precios de los alimentos durante la segunda mitad del año y de los tipos de interés relativamente bajos. La inflación en realidad podría haber sido más elevada en la primera parte del año si no hubiera sido porque durante el periodo se introdujeron una serie de recortes de los impuestos que tuvieron efectos positivos (para obtener más información sobre este particular, véase nuestro informe Situación Brasil 2T13).

Como ya hemos comentado, la inflación se ha convertido en una importante fuente de preocupaciones económicas y políticas. En nuestra opinión, la elevada inflación ha sido también uno de los desencadenantes de la oleada de protestas a la que hemos asistido recientemente (no fue por casualidad que empezaran justo después de anunciarse un ajuste en las tarifas del transporte público). Esta situación ha obligado a las autoridades económicas a poner la inflación en el punto de mira y a subir los tipos de interés. La inflación se moderó hasta el 6,3% al inicio de la segunda mitad del año y se prevé que tenderá a la baja en los próximos meses tras la moderación de los precios de los alimentos, la desaceleración de los mercados de trabajo y el tono más restrictivo de la política monetaria. Además, la inflación se beneficiará considerablemente de los efectos base positivos. Por consiguiente, nuestras previsiones de inflación se mantienen cerca del 6,0% desde agosto hasta noviembre y después, al final del año, en torno al 5,7%.

La caída de la inflación solo supondrá un alivio parcial, pues se mantendrá en el rango superior del objetivo, no solo en la segunda mitad del año sino también en 2014, cuando prevemos que la política fiscal ejercerá más presiones para evitar que se incrementen los precios internos y los tipos de interés.

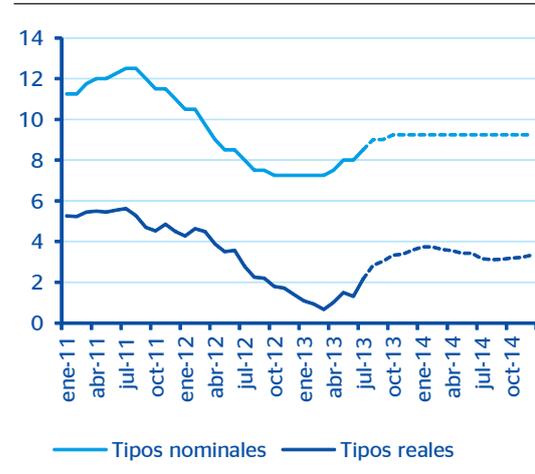
Nuestras previsiones de inflación suponen que el tipo de cambio se mantendrá entre el 2,2 y el 2,3. Pero si el BRL termina por depreciarse más, se crearán presiones extra sobre los precios, por lo que vemos un sesgo alcista en dichas previsiones.

Gráfico 12
Inflación: IPCA (% a/a)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 13
Tipos de interés SELIC (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Prevedemos que el BCB comenzará en breve a allanar el camino para poner fin al ciclo de ajuste monetario actual, a menos que se materialicen los riesgos del tipo de cambio

Después de un periodo donde las preocupaciones por la inflación se combinaron con las preocupaciones por el bajo crecimiento, la inflación ocupó una posición preponderante en el segundo trimestre del año y el BCB tuvo que cambiar los planes y comenzar un ciclo de ajuste monetario en abril. Desde entonces hasta ahora, el tipo SELIC se ha ajustado al alza en 125 pb, hasta situarse en el 8,50%.

La persistencia de una inflación elevada (tanto observada como prevista), la fuerte depreciación de la moneda en los dos últimos meses y el hecho de que los tipos de interés reales todavía están por debajo de los niveles que se consideran neutros explican la necesidad de un nuevo ajuste monetario de cara al futuro. Así, esperamos que el BCE anuncie otro ajuste al alza de 50 pb del tipo SELIC a finales de agosto y una última subida de 25 pb en octubre (véase el Gráfico 13).

Aunque consideramos que hay poco margen para las sorpresas en la decisión monetaria de agosto (lo que se sustenta en la reciente comunicación oficial), sigue habiendo un alto grado de incertidumbre con respecto a las dos últimas decisiones del año, que se tomarán en octubre y noviembre. No obstante, como esperamos que i) la inflación tienda a la baja en la segunda mitad del año, ii) la actividad siga relativamente débil y iii) el tipo de cambio esté dentro del rango del 2,2 - 2,3, creemos que el BCB tendrá cierto margen para poner fin al ciclo de ajuste monetario con un aumento de 25 pb en octubre.

En nuestra opinión, este ajuste previsto no es suficiente para llevar la política monetaria a una postura neutra (es decir, para que los tipos reales lleguen al 4,0-4,5%; véase el Gráfico 13), lo que contribuirá a que la inflación no converja al objetivo del 4,5%.

De ahora en adelante, y especialmente en 2014, las presiones políticas pueden reducir el margen de maniobra del BCB para incrementar los tipos de interés, lo que no solo respalda nuestra previsión de que habrá un ajuste final en octubre, sino que además nos lleva a pensar que el tipo SELIC se mantendrá estable en el 9,25% durante 2014. Por consiguiente, no nos sorprendería que el BCB se quedara rezagado el próximo año y se viera forzado a ajustar las condiciones monetarias una vez que hayan pasado las elecciones presidenciales de octubre de 2014.

Dado que los riesgos de que el BRL se deprecie más de lo previsto no son desdeñables, vemos un riesgo alcista en nuestras previsiones para el SELIC: una mayor depreciación de la moneda provocaría más ajustes de las condiciones monetarias.

En cualquier caso, no creemos que los tipos de interés vuelvan a los elevadísimos niveles que se observaban la mayor parte del tiempo antes de 2012.

La fuerte depreciación de la moneda añade presiones adicionales sobre la inflación, pero a medio plazo podría ayudar al país a abordar sus problemas de competitividad

Como hemos comentado antes, las perspectivas de la retirada de los estímulos monetarios por parte de la Fed y la desaceleración de China han provocado una depreciación del BRL de aproximadamente un 12% en los últimos meses, a pesar de la intervención del BCB en los mercados de divisas y de la eliminación de la mayoría de las barreras introducidas en años recientes contra las entradas de capital.

Consideramos que casi no hay margen para que el BRL se aprecie significativamente en el horizonte previsible, pero también creemos que hay razones para que la reciente depreciación pierda fuerza a corto plazo. En nuestra opinión, los riesgos principales relacionados con la retirada de estímulos de la Fed y el menor crecimiento de China no se materializarán, por lo que las presiones bajistas sobre el BRL deberían perder fuerza. Además, la eliminación de las barreras contra las entradas de capital y el ajuste al alza de los tipos de interés ofrecerán cierto apoyo a la moneda. Por tanto, prevemos que el BRL continuará dentro del rango entre 2,20 y 2,30 durante el resto del año y durante la mayor parte de 2014 (véanse las tablas con las previsiones al final de este informe).

La reciente depreciación de la moneda añade presión sobre la inflación y respalda nuestro punto de vista de que la inflación seguirá siendo motivo de preocupaciones. Sin embargo, no creemos que el impacto negativo sea tan fuerte como el que tuvo la depreciación de la moneda el año pasado: en primer lugar, porque la magnitud de la depreciación es menor este año que en 2012, al menos por ahora (un 12% frente al 18% del año pasado) y en segundo lugar, porque en 2012 los precios de las materias primas medidos en USD cayeron menos que este año (véase el Gráfico 14).

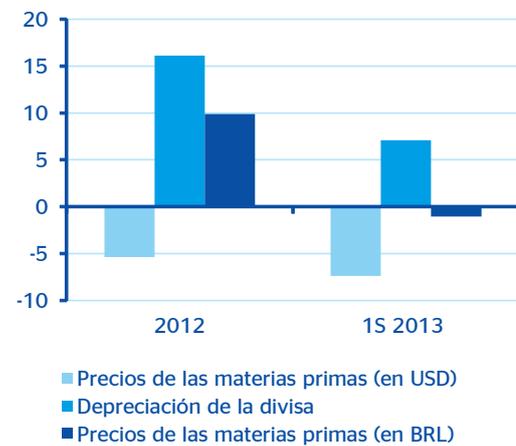
La reciente depreciación podría suponer también la introducción de un coste considerable para las empresas con pasivos en USD, como se ha demostrado en episodios anteriores en los que se ha producido un fuerte debilitamiento de la moneda. No obstante, la depreciación del BRL

observada el año pasado alertó de algún modo a las empresas sobre este problema, por lo que se redujo el riesgo de que la depreciación reciente les sorprendiera y les afectara de forma importante. Además, el endeudamiento externo del sector privado se concentra en gran medida en el largo plazo (solo el 16% de la deuda externa total vence en el plazo de un año) y es relativamente pequeño (un 11,2% del PIB, cifra inferior a las reservas internacionales del BCB, que ascienden al 16% del PIB y que el gobierno podría utilizar para abordar los riesgos del tipo de cambio).

A pesar de los costes que conlleva la depreciación de la moneda, también abre una puerta para que el país recupere parte de la competitividad que ha perdido en los últimos años. La depreciación es especialmente importante debido a que se está reduciendo la capacidad de la demanda interna para apoyar el crecimiento y a que otras formas de incrementar la competitividad (como la adopción de reformas económicas para mejorar la productividad) parecen muy improbables, al menos en la coyuntura actual.

Gráfico 14

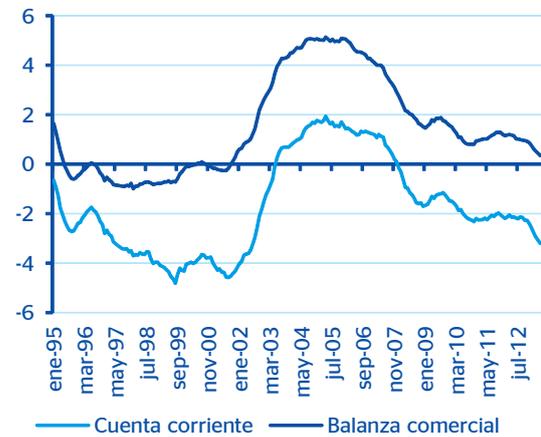
Tipo de cambio y precios de las materias primas*



* Precios de las materias primas: IC-BR, cesta de materias primas relevantes para Brasil.
Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 15

Cuenta corriente y balanza comercial (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

Según nuestras previsiones, el déficit por cuenta corriente tocará techo este año en el 3,3% del PIB

Otro síntoma de pérdida de competitividad es el deterioro que se ha producido en los últimos años en la balanza comercial y en la cuenta corriente. La primera está actualmente en torno al 0,4% del PIB y la última en -3,2% del PIB. En ambos casos, las cifras actuales son las peores en más de diez años (véase el Gráfico 15).

Parte del deterioro está relacionado con la fuerte demanda interna y la apreciación del tipo de cambio en el periodo analizado.

De cara al futuro, esperamos que la moderación de la demanda interna y la depreciación del BRL reduzcan las posibilidades de que se produzca un deterioro adicional más adelante. Por consiguiente, prevemos que el déficit por cuenta corriente tocará techo en el 3,3% a finales de 2013 y luego bajará al 3,0% en 2014. Del mismo modo, prevemos que el superávit comercial cerrará el año en el 0,25% para recuperarse muy ligeramente y llegar al 0,40% en 2014.

Una retirada desordenada de los estímulos en Estados Unidos o una desaceleración más brusca de la economía china obligaría a hacer un ajuste menos gradual y más doloroso. En cualquier caso, esperamos que el elevado nivel de reservas internacionales y la solidez de las entradas directas de capital extranjero, que se mantienen fuertes (en torno al 2,9% del PIB en junio) ofrezcan algún apoyo incluso en escenarios de tensión improbables (véase en el Recuadro 1 un análisis comparativo de la sensibilidad de la economía brasileña ante una caída pronunciada del precio de las materias primas).

Recuadro 1. ¿Cuán sensibles son las economías andinas y Brasil a una corrección en el precio de las materias primas?

Los países de América Latina han pasado en los últimos años por un proceso de avance institucional y económico que los deja en una mejor posición para afrontar shocks internos o externos. El menor ajuste sufrido por América Latina en comparación a las economías desarrolladas tras el colapso de Lehman Brothers avala esta conclusión.

Sin embargo, el significativo peso de las materias primas en su estructura productiva y, principalmente, en sus exportaciones, sigue siendo una fuente potencial de vulnerabilidad para los países de la región. En este sentido, la reciente moderación del crecimiento en Brasil y en los países andinos (es decir, Chile, Colombia y Perú) así como el repunte en déficit en cuenta corriente de estos países está también en parte relacionada con la reciente desaceleración de precios de muchas materias primas y la moderación del crecimiento en China (véase el análisis sobre este tema presentado en este Situación Latinoamérica).

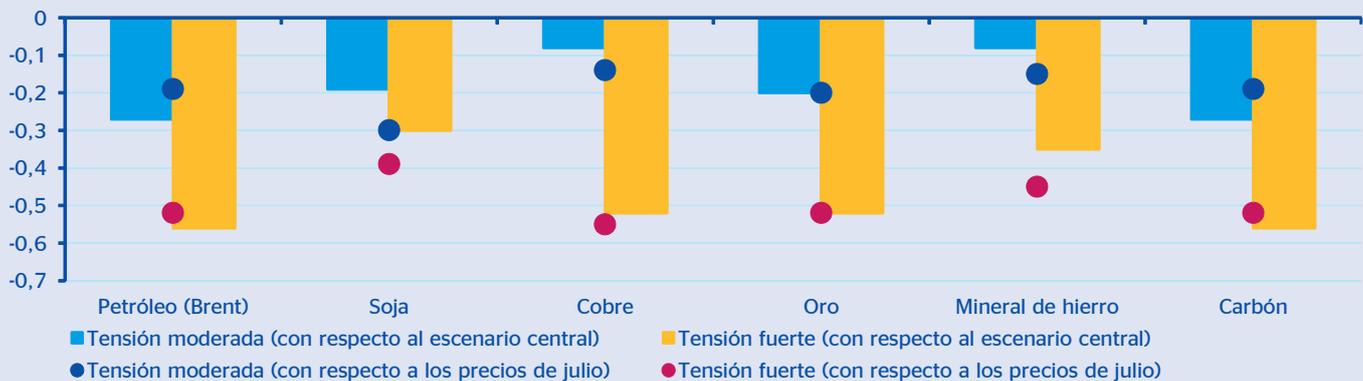
A pesar de que nuestro escenario base no contemple una fuerte corrección a la baja ni en el crecimiento de

China ni en el precio de las materias primas y asignemos una baja probabilidad a dicho evento, resulta interesante comprobar la sensibilidad frente a una corrección en el precio de las materias primas del saldo en cuenta corriente y el crecimiento económico en Chile, Colombia, Perú y Brasil, algunas de las economías de la región más integradas con los mercados financieros internacionales. Más precisamente, en este recuadro cuantificaremos el impacto que dos escenarios de precio de materias primas tendrían sobre el déficit externo y el PIB: i) un escenario de stress moderado en el que el precio de las materias primas cae de manera permanente entre el 15% y el 30% con respecto al precio actual a partir de enero de 2014, alcanzando en general un nivel similar al promedio en el período 2006-2012; ii) un escenario de fuerte stress en el que los precios caen entre el 40% y el 55% a partir de 2014 y alcanzarían, en general, niveles similares a los de finales de 2008, inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers^{1,2}.

El Grafico 25 ilustra con precisión las hipótesis de precios utilizadas en nuestro ejercicio.

Gráfico 16

Caída del precio de las materias primas en los dos escenarios de stress (% con respecto a nuestro escenario base y a precios en 2 de julio)



Fuente: BBVA Research

Aproximadamente un 50% de las exportaciones de Chile y Perú se verían afectadas por las caídas de precios incorporadas en nuestro ejercicio. En el caso de Brasil, esta proporción es un poco menor (un 45%, aproximadamente) y en Colombia es del 65%³. Estos shocks sobre los precios de las materias primas impactarían a estas cuatro economías

a través de distintos canales. Los precios más bajos determinarían un deterioro de los términos de intercambio y tendrían un impacto negativo directo sobre las exportaciones.

Además, causarían una reducción del dinamismo de los sectores productores de materias primas, y de los que

1: Las excepciones a este patrón son el cobre y el oro. En el escenario de stress moderado se supone una caída ad-hoc de del cobre de un 8% adicional a la caída ya incorporada en el escenario base, mientras que en el caso del oro esa caída es de un 20% adicional. Se incorpora esta caída ad-hoc en la medida que el precio actual ya se encuentra por debajo del promedio 2006-2012. En el caso del oro, la caída en el escenario de fuerte stress se supone de alrededor de 50%, en lugar de seguir el patrón de precios posterior a Lehman Brothers, en la medida que en ese episodio se produjo un aumento de precios en lugar de una corrección a la baja.

2: Los shocks considerados no incluyen una disminución de la demanda de materias primas sino solamente una caída de los precios.

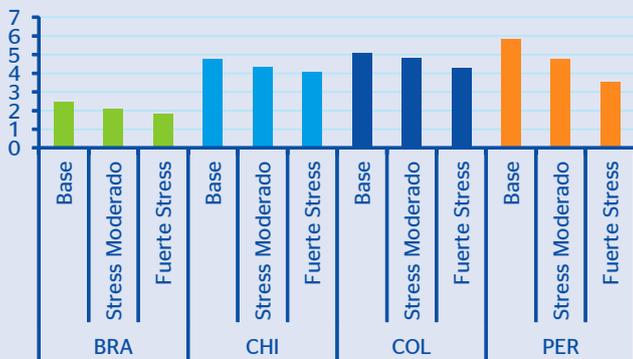
3: En el caso de Brasil, la magnitud de la caída de los precios del cobre y del hierro, por un lado, y de la soja, por otro, fueron extendidas en una magnitud aproximada a otras materias primas metálicas y agrícolas, respectivamente.

directa e indirectamente dependen de ellos, debido a la reducción de sus ingresos y a un deterioro de las condiciones de financiación. Por un lado, esto causaría una moderación del consumo e inversión privados (entre otros motivos, por una desaceleración del mercado laboral). Por otro lado, generaría una caída de los ingresos fiscales, lo que dificultaría la expansión del gasto público. El deterioro de la confianza de empresas y familias también acentuaría estos impactos negativos sobre el crecimiento.

A pesar de que todos los países considerados en este ejercicio son exportadores netos de materias primas, el impacto de unos precios más bajos de estos productos sería aminorado por menores gastos con la importación de materias primas (que corresponden a cerca de 20% de las importaciones totales en Brasil y Perú, ligeramente más de 30% en Chile y a más de 40% en Colombia).

En este escenario, estimamos que las autoridades económicas reaccionarían a la caída del precio de las materias primas para reducir su impacto sobre la economía.

Gráfico 17
Crecimiento del PIB en los escenarios base y de stress (% promedio 2014-16)



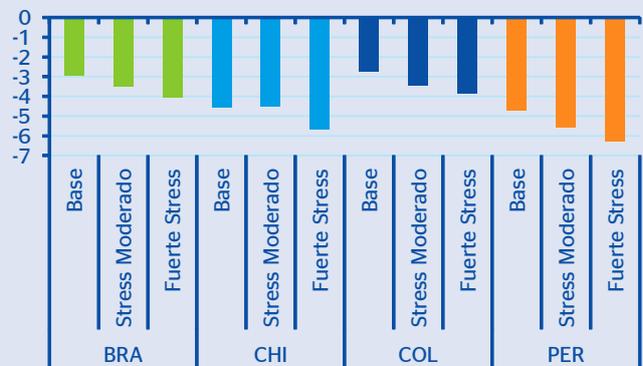
Fuente: BBVA Research

En ambos escenarios y en todos los países analizados, el déficit en cuenta corriente aumentaría con fuerza en el 2014: hasta cerca de 4,0% en Brasil y Colombia y por encima del 6,0% en Perú y Chile en el escenario de stress moderado y hasta aproximadamente el 5,0% en Brasil y Colombia y por encima del 8,0% 8,0% en Perú y Chile en el escenario de fuerte stress. Sin embargo, la depreciación de los tipos de cambio y la pérdida de dinamismo de la demanda interna provocarían una reducción de los déficits a lo largo de 2015 y 2016. En ambos escenarios, el déficit en cuenta corriente al cierre de 2016 no sería muy diferente de los niveles que prevemos en nuestros respectivos escenarios bases (véase el

Esta reacción sería más fuerte en Chile y en Perú, donde hay más espacio para la adopción de políticas fiscal y monetaria contra-cíclicas, y más acentuada en el escenario de fuerte stress que en el escenario de stress más moderado.

De acuerdo con nuestras estimaciones, el impacto del escenario de stress moderado sobre el crecimiento de estos cuatro países sería de aproximadamente -1.2 puntos porcentuales (pp) en promedio en 2014 y se desvanecería a lo largo de 2015 y 2016. En el escenario de fuerte stress el impacto sería más fuerte (de aproximadamente unos 2.5 pp en comparación con nuestro escenario base en 2014) y más duradero (0.5 y 0.3 pp en promedio en 2015 y 2016, respectivamente). Asimismo, tras un fuerte impacto inicial, las economías andinas lograrían recuperar un crecimiento robusto en 2016 (cerca de 4.5% en el escenario de stress moderado y de 4.0% en el escenario de fuerte stress), mientras que el crecimiento en Brasil, más afectado por problemas idiosincrásicos, no sobrepasaría la barrera del 3,0% (véase el Gráfico 26 para más sobre el impacto de los dos escenarios sobre el PIB).

Gráfico 18
Cuenta corriente en los escenarios base y de stress (% del PIB, promedio 2014-16)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 27 para más sobre el impacto de los dos escenarios sobre la cuenta corriente)⁴. De una manera general, estas simulaciones sugieren que los países andinos y Brasil serían fuertemente impactados por una corrección en los precios de las materias primas. Sin embargo, el crecimiento seguiría en niveles relativamente robustos, al menos en los andinos. Además, el repunte del déficit en cuenta corriente sería en buena medida temporal, ya que los tipos de cambio se ajustarían para contrarrestar parte del impacto de unos precios de materias primas más bajos.

4: El impacto, tanto sobre crecimiento como sobre el déficit externo sería mayor en Perú que en los demás países considerados. Esto está relacionado a que i) Perú tiene actualmente un déficit externo más alto y, por tanto, mayor necesidad de ajuste para llevarlo a niveles más sostenibles; ii) la participación de inversores extranjeros como tenedores de activos locales, unido a menor liquidez en los mercados financieros que en los otros tres países, llevaría a mayores correcciones (y probablemente más prolongadas) de precios de los activos, lo que llevaría a una mayor depreciación del tipo de cambio, con mayor endurecimiento de condiciones monetarias.

Los superávits primarios más bajos y los pagos de intereses más altos perjudicarán los resultados fiscales

El apoyo del gasto público a la actividad económica y el impacto negativo de la desaceleración de la demanda interna sobre los ingresos reducen el superávit primario (véase el Gráfico 19).

Gráfico 19

Ingresos y gastos del gobierno central (% a/a, en términos reales) y superávit primario de las administraciones públicas (% del PIB)

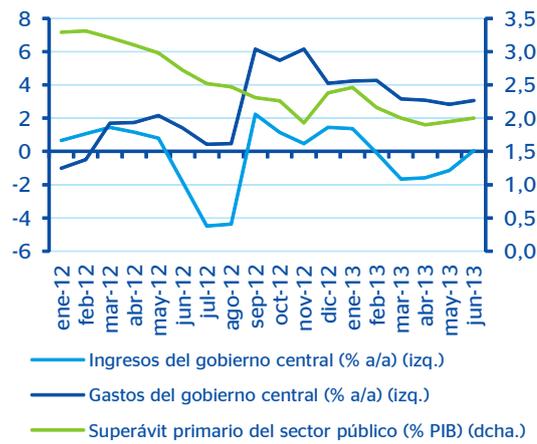
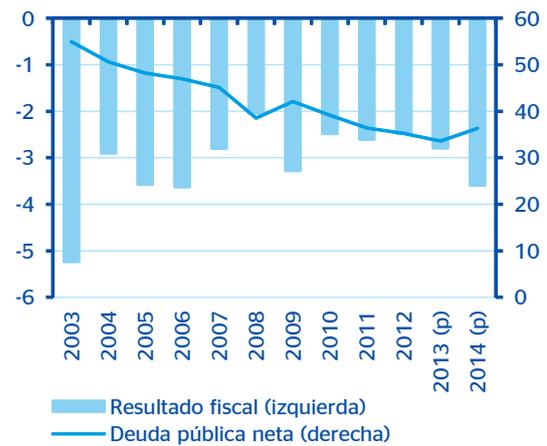


Gráfico 20

Resultado fiscal de las administraciones públicas y deuda pública neta (% del PIB)



* No hay datos actualizados de los ingresos y gastos de los gobiernos regionales ni de las empresas estatales; por consiguiente, no hay datos de las administraciones públicas en su conjunto. En su lugar, en este gráfico utilizamos los datos de ingresos y gastos del gobierno central.

Fuente: BCB y BBVA Research

Fuente: BCB y BBVA Research

La reciente presión para frenar la inflación y mantener las cuentas públicas bajo control no ha sido suficiente para obligar al gobierno a adoptar una política fiscal menos expansiva. Por tanto, preveemos que el gobierno producirá este año un superávit primario del 1,8%. Esta cifra se quedará por debajo del último objetivo de superávit primario del 2,3% (el objetivo inicial del año era un 3,1% del PIB) y del promedio del 3,2% correspondiente al periodo 2003-2011.

La celebración de elecciones presidenciales y regionales en un contexto de crecientes demandas populares hará que las administraciones públicas tampoco apliquen un ajuste fiscal el próximo año. De hecho, en 2014 esperamos que el gasto repunte y que superávit primario caiga aún más, hasta el 1,4% del PIB.

Además de unos superávits primarios peores de lo previsto, el aumento de los tipos de interés creará una carga fiscal extra, especialmente en 2014. Según nuestras estimaciones, los pagos de intereses llegarán al 4,6% y al 5,0% en 2013 y 2014, en contraste con las estimaciones anteriores que, al estar basadas en unos tipos SELIC más bajos, apuntaban a que la carga del pago de intereses estaría en torno al 4,0%.

Como consecuencia de ello, el déficit fiscal general se incrementará del 2,5% en 2012 al 2,8% en 2013 y al 3,6% en 2014. Este incremento, junto con el menor crecimiento del PIB, y a pesar de la depreciación del BRL (que reduce la deuda pública al incrementar el valor de las reservas internacionales en BRL), cambiará la tendencia bajista de la deuda pública (véase el Gráfico 20) y podría provocar una rebaja de la calificación soberana de Brasil el próximo año.

4. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|-------|------|------|------|
| PIB (% a/a) | 2,7 | 0,9 | 2,3 | 2,9 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 6,5 | 5,8 | 5,7 | 5,9 |
| Tipo de cambio (frente al USD, fdp) | 1,87 | 2,04 | 2,25 | 2,30 |
| Tasa de interés (% fdp) | 11,00 | 7,25 | 9,25 | 9,25 |
| Consumo privado (% a/a) | 4,1 | 3,1 | 1,8 | 2,1 |
| Consumo público (% a/a) | 1,9 | 3,2 | 1,5 | 2,6 |
| Inversión fija (% a/a) | 4,8 | -4,0 | 7,0 | 6,3 |
| Resultado fiscal (% PIB) | -2,6 | -2,5 | -2,8 | -3,6 |
| Cuenta corriente (% PIB) | -2,1 | -2,4 | -3,3 | -3,0 |

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

| | PIB (% a/a) | Inflación (% a/a, fdp) | Tipo de cambio (frente al USD, fdp) | Tasa de interés (%, fdp) |
|-------|----------------|---------------------------|--|-----------------------------|
| 1T 12 | 0,8 | 5,3 | 1,83 | 9,75 |
| 2T 12 | 0,5 | 4,9 | 2,02 | 8,50 |
| 3T 12 | 0,9 | 5,3 | 2,03 | 7,25 |
| 4T 12 | 1,4 | 5,8 | 2,04 | 7,25 |
| 1T 13 | 1,9 | 6,6 | 2,02 | 7,25 |
| 2T 13 | 2,1 | 6,7 | 2,26 | 8,00 |
| 3T 13 | 2,4 | 6,0 | 2,21 | 9,00 |
| 4T 13 | 2,7 | 5,7 | 2,25 | 9,25 |
| 1T 14 | 2,8 | 5,6 | 2,24 | 9,25 |
| 2T 14 | 2,9 | 5,8 | 2,24 | 9,25 |
| 3T 14 | 3,1 | 6,1 | 2,25 | 9,25 |
| 4T 14 | 2,8 | 5,9 | 2,30 | 9,25 |

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

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

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

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

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

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