

Situación Brasil

Febrero 2011

Análisis Económico

- La política económica se hará más restrictiva para moderar una demanda interna todavía demasiado fuerte. Tras crecer en torno al 7,5% en 2010, el PIB posiblemente crezca un 4,1% en 2011.
- Las presiones inflacionistas se acumulan debido al dinamismo de la demanda interna, los altos precios de las materias primas, el aumento de los costes laborales y la inercia del reajuste de precios.
- El Banco Central debe seguir concentrado en mitigar las presiones inflacionistas, a pesar de que ello podría conllevar presiones alcistas sobre el real. Se espera que en los próximos meses el SELIC se ajuste al alza en 100 pb, hasta situarse en el 12,25%.
- Esta vez estimamos que la política fiscal complementará las iniciativas anticíclicas de la política monetaria. Pero si los recortes del gasto son menores de los previstos, la política monetaria tendría que soportar la carga adicional del ajuste.
- La implementación de una política fiscal anticíclica contribuirá a descargar algunas presiones sobre el real, aunque las autoridades económicas seguirán interviniendo en los mercados de cambio para evitar un fortalecimiento del real.
- Además, el ajuste de la política fiscal aumentaría las posibilidades de una nueva mejora de la calificación de la deuda soberana.
- El déficit por cuenta corriente se aproximará este año al 3,0% del PIB, y al 4% en los próximos ejercicios. Aunque las abundantes entradas de flujos de capital garantizarán la financiación, la ampliación del déficit por cuenta corriente incrementa las potenciales repercusiones negativas que un trastorno externo podría tener sobre el país.
- En general, la situación de Brasil es manejable y positiva, aunque deben vigilarse los riesgos económicos y políticos.

Índice

1. Entorno global: desacoplamientos en marcha	3
2. La actividad económica se moderará debido a políticas económicas más restrictivas	6
3. Crecientes presiones inflacionistas	9
4. Cuentas fiscales: progresos limitados en 2010, incertidumbre de cara a 2011	10
5. Cuentas exteriores: deterioro de la cuenta corriente y abundantes flujos de entrada de capitales	12
6. Balance de riesgos	13
7. Tablas	14

Fecha de cierre: 7 de Febrero de 2011

1. Entorno global: desacoplamientos en marcha

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

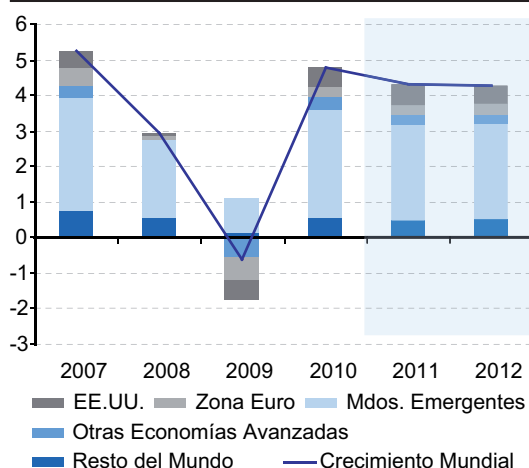
Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto anteriormente, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Gráfico 1

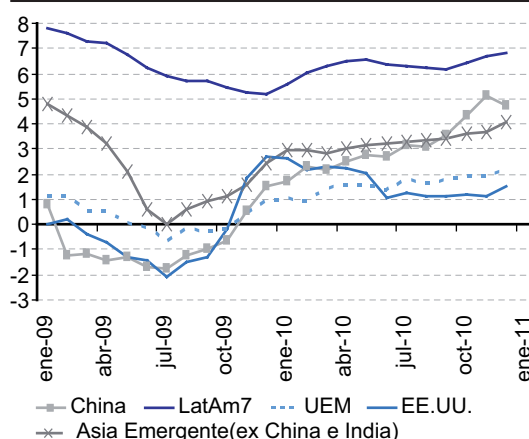
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Inflación (% , tasa interanual)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han disipado desde el verano. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares era más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

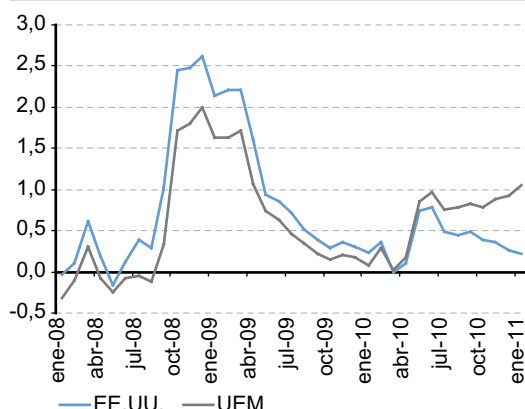
El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros justo después del verano pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la

volatilidad excesiva en los mercados debido a la incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se garantice un mecanismo adecuado de transición.

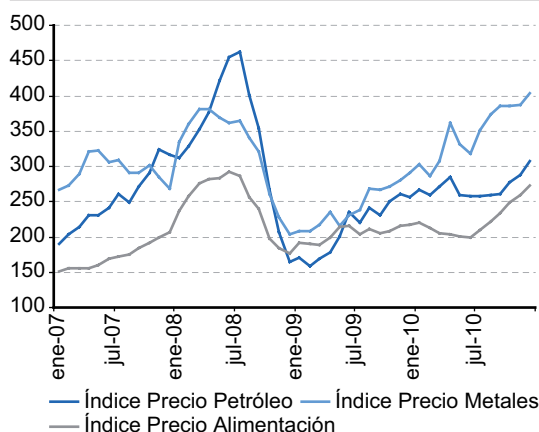
Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. De este modo, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido mayor de lo esperado, especialmente debido a unos resultados muy positivos en Alemania y en otros de los países europeos centrales. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto.

Gráfico 3

Índice BBVA de tensiones financieras

Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

Precios de las materias primas, (2000=100)

Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementado así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un “aterrizaje suave” evitando el recalentamiento, aunque sin duda existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

2. La actividad económica se moderará debido a políticas económicas más restrictivas

Tras ocho años bajo la presidencia de Lula, el 1 de enero ascendió al cargo Dilma Rousseff. La transición económica y política fue muy suave. Los mercados prácticamente no reaccionaron al cambio de poder, ya que previamente Dilma se había comprometido a mantener los tres pilares macroeconómicos, intocables desde la presidencia de Fernando Henrique Cardoso: política de no tolerancia con la inflación, solvencia del sector público y flexibilidad del tipo de cambio.

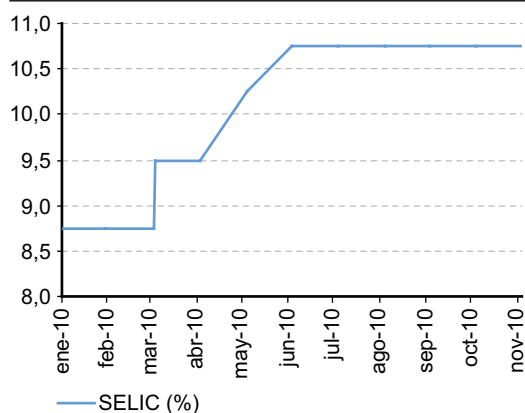
La continuidad económica se reforzó cuando se anunció el equipo económico de la presidenta. El ministro de Economía durante los últimos años de la presidencia de Lula, Guido Mantega, seguirá siendo responsable de coordinar las políticas macroeconómicas del país. Alexandre Tombini, director del Banco Central desde 2005 a 2010, fue elegido para sustituir a Henrique Meirelles al frente de la autoridad monetaria.

El nombramiento de Guido Mantega y Alexandre Tombini fue acompañado por declaraciones señalando, por una parte, que la política fiscal será más restrictiva de ahora en adelante y, de la otra, que el Banco Central seguirá siendo independiente para determinar la política monetaria, y que no será más tolerante con la inflación para ajustarse a las presiones sobre los tipos de cambio.

Las declaraciones sobre política monetaria ya recibieron un apoyo concreto de la reciente decisión del Banco Central de Alexandre Tombini de subir los tipos SELIC en 50 pb en enero, y por los anuncios de que el organismo supervisor apoyará la idea de nuevas restricciones monetarias en los próximos meses. Sin embargo, con respecto a las declaraciones sobre política fiscal, todavía queda por verse.

Gráfico 5

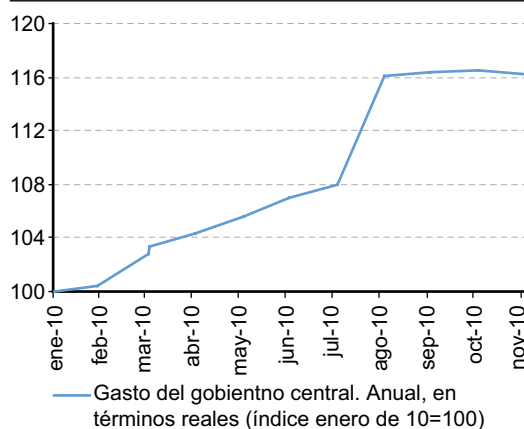
En 2010, la política monetaria jugó un papel claramente anticíclico...



Fuente: Banco Central

Gráfico 6

... mientras que la política fiscal siguió siendo fuertemente expansiva



Fuente: IPEADATA

En nuestro escenario de referencia, suponemos que el Banco Central subirá los tipos SELIC en 100 pb, hasta situarlo en el 12,25% (esperamos dos incrementos de 50 pb en cada una de las próximas reuniones de política monetaria, el 2 de marzo y el 20 de abril). Asimismo, se espera el anuncio de medidas fiscales para que el sector público pueda cumplir el objetivo de 118.000 millones de reales de superávit primario este año y, por consiguiente, contribuir también a evitar el sobrecalentamiento de la actividad económica, a diferencia de lo que ocurrió al final de la administración anterior, donde fue la política monetaria la que esencialmente sobrellevó la carga del ajuste (véanse los Gráficos 5 y 6).

La economía debe moderarse también en consecuencia de medidas macro-prudenciales como las anunciadas en diciembre pasado (aumento de las reservas y de los requisitos de capital de la banca). Se espera que estas medidas ayuden a que la expansión del crédito descienda desde el 20%a/a al 15%a/a este año. Y aunque existe una opinión generalizada de que la expansión del crédito en Brasil está basada en los fundamentos, estas medidas posiblemente también limiten los riesgos de crédito¹.

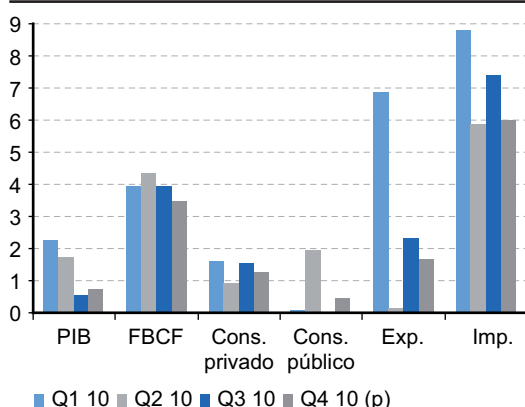
En caso de que la política fiscal se abstenga de jugar un papel anticíclico significativo, sería entonces necesario ajustar el tipo SELIC en más de 100 pb. Además, aumentarán las probabilidades de más (y más duras) medidas macroeconómicas prudentes. Sin embargo, en este momento no consideramos que este escenario sea el más probable (véase información más detallada acerca de la política fiscal en la Sección 4).

La necesidad de políticas económicas más restrictivas ha quedado en evidencia por el todavía muy sólido dinamismo de la demanda interna, por el deterioro de las previsiones inflacionistas (véase la Sección 3) y por el empeoramiento de las cuentas externas (véase la Sección 5).

El PIB se moderó hasta el 0,52% t/t el 3T10 (desde el 1,76% t/t del 2T), aunque esta desaceleración fue impulsada sobre todo por el crecimiento de las importaciones y no por un descenso de la demanda privada interna (Gráfico 7). Además de ello, los indicadores de alta frecuencia —como el Índice de Actividad Económica del Banco Central— reflejan que posiblemente la economía se haya acelerado marginalmente durante el cuarto trimestre.

Gráfico 7

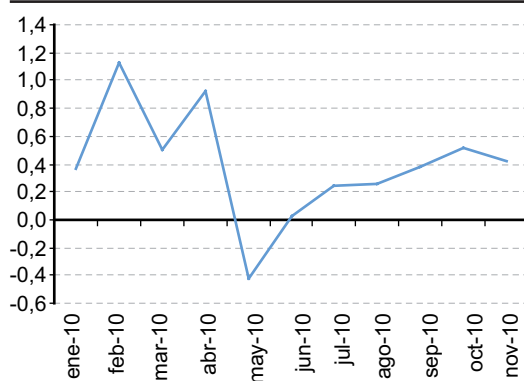
PIB y componentes de la demanda, evolución trimestral (desestacionalizada, % t/t)



Fuente: IBGE, BBVA Research

Gráfico 8

Índice mensual de actividad, IBC Brasil (desest.; % m/m)



Fuente: Banco Central

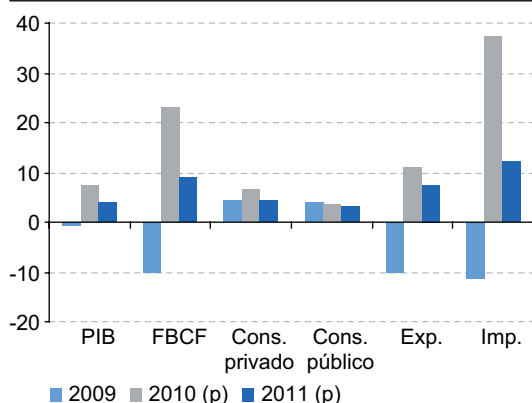
Nuestras estimaciones apuntan hacia un crecimiento del PIB de aproximadamente el 0,8% t/t en el 4T, totalizando un avance general del 7,6% en 2010. El efecto de arrastre a este año será de aproximadamente el 1,5%; es decir que, si el crecimiento fuese igual a cero en cada uno de los 4 trimestres, el PIB avanzaría un 1,5% en 2011. No obstante, creemos que este año el PIB crecerá a una media del 1% t/t (frente al 1,3% de 2010), y en este caso el crecimiento de todo el año rondaría el 4,1% (véase el Gráfico 9).

Esta moderación será inducida por el tono más restrictivo de las políticas económicas, que debe reducir el dinamismo de los mercados laboral y de crédito, las dos principales bases del crecimiento reciente de la demanda interna (véase el Gráfico 10). Con todo, el consumo y las inversiones del sector privado seguirán avanzando a un ritmo rápido (4,4% a/a y 8,9% a/a, respectivamente), impulsando el crecimiento

1: El crédito como porcentaje del PIB se incrementó desde el 23% en 2003 al 47% en 2010, aunque sigue bajo en comparación con otros países emergentes (como Chile, donde actualmente alcanza el 71% del PIB), en especial en los segmentos de créditos hipotecarios, que representan solamente el 3% del PIB. Además, la morosidad se mantiene limitada a pesar de la reciente expansión del crédito (3,2% en diciembre de 2010, frente a una media del 5,1% en 2003).

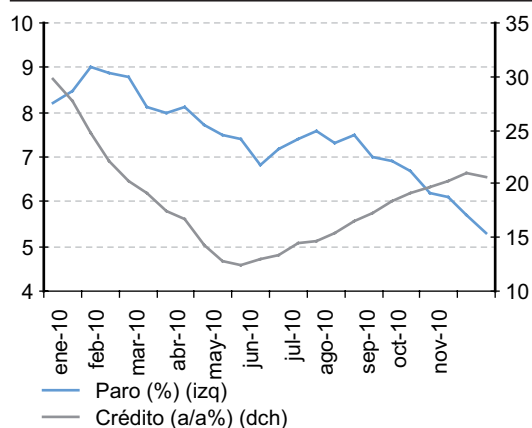
económico brasileño. También se moderará el crecimiento de las importaciones, aunque seguirán siendo más alto que la expansión de las exportaciones porque la demanda interna seguirá relativamente fuerte y el real se apreciará (12,1% a/a y 7,3% a/a en 2011 frente al 37,3% a/a y 11,1% a/a en 2010).

Gráfico 9

PIB y componentes de la demanda (% a/a)

Fuente: IBGE, BBVA Research

Gráfico 10

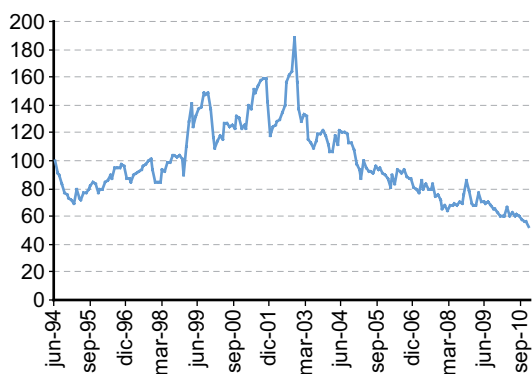
Tasa de paro y expansión del crédito

Fuente: Banco Central

La brecha entre el crecimiento interno y externo, conjuntamente con los altos precios de las materias primas, seguirá presionando el tipo de cambio. En cualquier caso, el Banco Central deberá vigilar especialmente la inflación y, como mucho en segunda instancia, el tipo de cambio. En otras palabras, no se espera que la autoridad monetaria vaya a ser tolerante con la inflación como para aliviar algunas presiones sobre el tipo de cambio. Pero podría en algún momento implementar medidas macroprudenciales en lugar de ajustes adicionales en el SELIC.

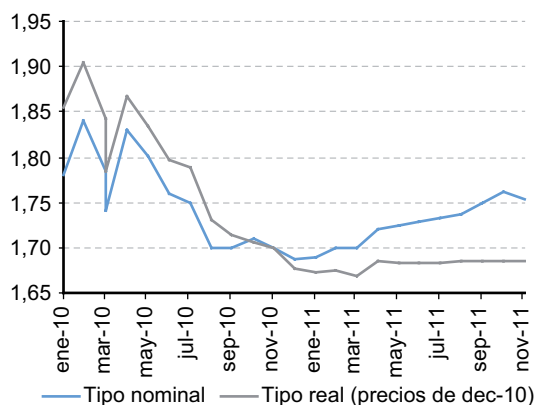
Los principales instrumentos para aliviar la presión sobre el real son los que ya se han utilizado en los últimos meses: las compras de dólares (por el Banco Central, aunque también por el Tesoro a través del Fondo Soberano), aumento del impuesto sobre las operaciones financieras (IOF) aplicado a los flujos de capital entrante, y limitaciones a la exposición de los bancos en los mercados de futuros de cambio. Estas medidas contribuirían a establecer un suelo para el real y a mantener a la moneda brasileña fluctuando en torno al nivel de 1,70, como ha ocurrido desde que las autoridades económicas profundizaron su intervención en el tipo de cambio en octubre de 2010. Más precisamente, prevemos que la cotización media del real frente al dólar sea en 2011 de 1,72, frente al 1,76 de 2010. Como lo sugieren los datos recientes, el riesgo es que el real se aprecie más allá de lo previsto, en especial si los precios de las materias primas siguen sorprendiendo al alza.

Gráfico 11

Tipo de cambio real efectivo, corregido por productividad (índice jul 94 = 100)

Fuente: BBVA Research

Gráfico 12

Tipo de cambio del R\$ por USD

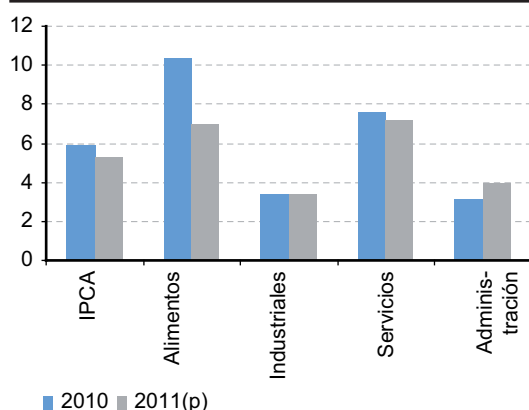
Fuente: Banco Central, BBVA Research

3. Crecientes presiones inflacionistas

Desde finales de 2010, el tema de la inflación brasileña es objeto de preocupación. La inflación avanzó significativamente hasta el 5,9% a/a en diciembre, desde el 4,5% a/a en agosto. Además, los datos preliminares de la inflación han sorprendido al alza al comienzo de este año.

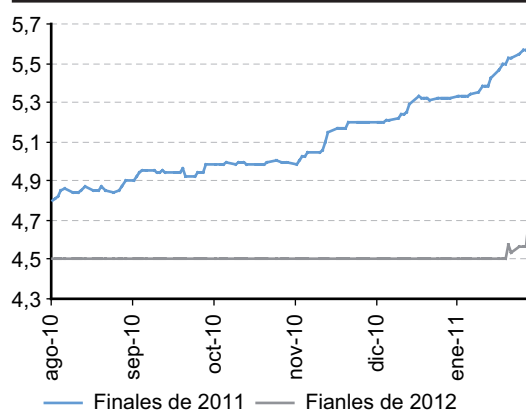
Por otra parte, las expectativas de inflación han crecido rápidamente, como lo refleja el Gráfico 14. Para el cierre de 2011, las proyecciones del mercado se han incrementado desde el 4,8% a/a en agosto al 5,7% a/a en enero. En cuanto a finales de 2012, recientemente las previsiones de los mercados han comenzado a subir, y en este momento la sitúan en el 4,7%. Estas cifras se ajustan, en líneas generales, a nuestras previsiones: 5,3% a/a y 4,6% a/a para finales de 2011 y 2012, respectivamente.

Gráfico 13
IPCA, por componentes (%), 2010-11



Fuente: IBGE, BBVA Research

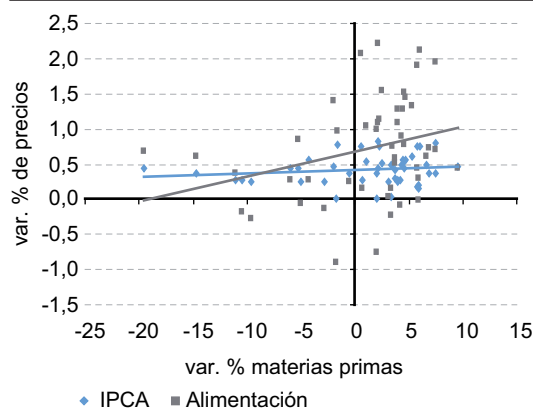
Gráfico 14
Previsiones de inflación, IPCA (%), expectativas del mercado



Fuente: Banco Central

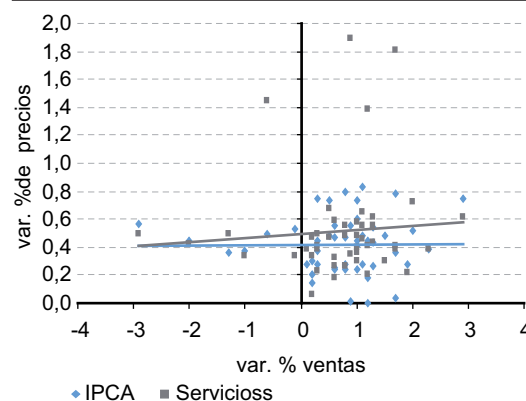
Los Gráficos 15 al 18 muestran cómo reaccionaron la inflación y sus componentes a una serie de factores durante el período 2007-10, lo que nos ayuda a estimar cómo reaccionarán este año los precios internos a los cambios en el entorno. Tal y como se esperaba, la inflación estuvo positivamente correlacionada con los precios de las materias primas, con la depreciación del tipo de cambio y con la demanda interna (ventas minoristas). No es de sorprender que la correlación con los precios de las materias primas sea especialmente pronunciada en el caso de alimentos y bebidas. Además, la correlación positiva con el tipo de cambio y con la demanda interna es especialmente significativa para los precios industriales y de los servicios, respectivamente. Por otra parte, la correlación entre la inflación y la tasa de paro fue claramente negativa, lo que sugiere cómo un mercado de trabajo más ajustado (menor desempleo) puede hacer aumentar la inflación (en especial la industrial).

Gráfico 15
Materias primas, IPCA y precios de los alimentos (% m/m; 2007-10)



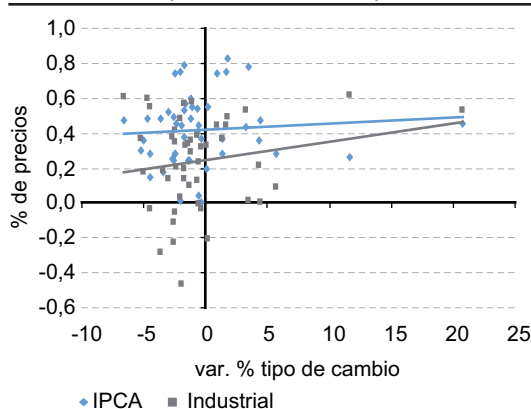
Fuente: IBGE, BBVA Research

Gráfico 16
Demanda interna (ventas minoristas), IPCA y precios de los servicios (% m/m, 2007-10)



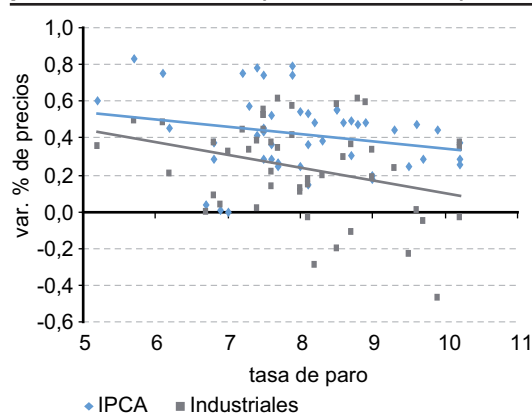
Fuente: IBGE, BBVA Research

Gráfico 17

Tipo de cambio, IPCA y precios industriales (% m/m; 2007-10)

Fuente: IBGE, BBVA Research

Gráfico 18

Costes laborales (tasa de paro), IPCA y precios industriales (% m/m; 2007-10)

Fuente: IBGE, BBVA Research

Creemos que los servicios y los alimentos/bebidas seguirán presionando la inflación durante este año, impulsados por una demanda interna todavía sólida, por los altos precios de las materias primas y por un proceso de inercia empujado por la indización de precios (todavía significativa en Brasil, en especial en el sector servicios). La moderación de la economía debería, sin embargo, conllevar que estos componentes contribuyan a la inflación total menos negativamente que en 2010, en especial si los precios de las materias primas no suben significativamente (de lo contrario, será necesario ajustar al alza las previsiones del IPCA de 2011). Los precios industriales no deberían subir más del 4% este año, a pesar del ajustado mercado de trabajo. Además de la moderación de la actividad, se espera que la inflación industrial sea contenida por un real fuerte y por el sólido dinamismo de las importaciones. Aunque la inercia contribuirá a que este año los precios administrados crezcan más que en 2010, su aportación a la inflación total seguramente será limitada.

4. Cuentas fiscales: progresos limitados en 2010, incertidumbre de cara a 2011

En 2010, el superávit primario del sector público alcanzó el 2,8% del PIB. Por consiguiente, no cumplió el objetivo del 3,1% planificado para el año. El resultado nominal, que incluye el pago de intereses, se situó en el -2,6% del PIB.

Estas cifras resultan relativamente mejores que las de las cuentas fiscales de 2009 (superávit primario del +2,0%, resultado nominal del -3,3%), aunque peores que las de antes de la crisis (superávit primario del +3,3%, resultado nominal del -2,0% en 2008).

La limitada recuperación de los resultados fiscales de 2010 fue especialmente decepcionante considerando el sólido dinamismo de la demanda interna, que contribuyó a incrementar en un 16% a/a los ingresos tributarios, y por la importante cuantía de recursos extraordinarios generados el año pasado. Solamente la capitalización de Petrobras generó el 0,9% del PIB (en términos netos), sin el cual los resultados fiscales hubiesen sido peores que los de 2009.

Considerando los ingresos excepcionalmente altos de 2010, fue la fuerte expansión del gasto la que impidió que el sector público cumpliera su objetivo de un 3,1% de superávit primario. El gasto primario del gobierno central creció un 22% a/a (15% a/a si excluimos los vinculados con la capitalización de Petrobras). Los resultados de las administraciones regionales empeoraron por los gastos electorales, lo cual también ayuda a explicar la limitada recuperación de las cuentas fiscales en 2010. Más exactamente, en 2010 el superávit primario de las administraciones regionales supuso el 0,6% del PIB (0,7% en 2009 y 1,0% en 2008). El resultado nominal de estos organismos fue del -1,3% (0,1% en 2009 y -1,2% en 2008).

La deuda neta del sector público bajó en 2010 hasta el 40,4% del PIB, desde el 42,8% en 2009 (38,5% en 2008), como consecuencia, en gran medida, de la sólida expansión del PIB.

Tabla 1

Cuentas fiscales 2010 y 2011

	2010		2011(f)	
	MII de R\$	% PIB *	MII de R\$	% PIB *
Gobierno federal				
1) Total ingresos	917.265	25,1	944.116	23,4
1.1) Tesoro – Impuestos	644.731	17,6	723.095	18,0
1.2) Ingresos extraordinarios de Petrobrás	74.800	2,0	0	0,0
1.3) Restituciones e incentivos del Tesoro	-14.234	-0,4	-17.603	-0,4
1.4) Ingresos de la Seguridad Social	211.968	5,8	238.625	5,9
2) Transferencias a administraciones regionales	140.678	3,8	152.563	3,8
3) Ingresos netos (1-2)	776.587	21,2	791.553	19,7
4) Total gastos	839.304	22,9	877.931	21,8
4.1) Gastos primarios	697.101	19,1	777.600	19,3
4.1.1) Gastos del Tesoro	398.100	10,9	499.535	12,4
4.1.2) Gastos extraordinarios de Petrobrás	42.900	1,2	0	0,0
4.1.3) Gastos de la Seguridad Social	254.859	7,0	276.500	6,9
4.1.3) Transferencias al Banco Central	1.242	0,0	1.565	0,0
4.2) Recortes presupuestarios previstos para cumplir el objetivo	-	-	-65.611	-1,6
4.3) Pagos de intereses	142.203	3,9	165.942	4,1
5) Resultado principal [(3) - (4.1) - (4.2)]	79.486	2,2	79.564	2,0
6) Resultado nominal [(3) - (4)]	-62.717	-1,7	-86.378	-2,1
Banco Central				
7) Resultado principal	-520	0,0	-782	0,0
8) Resultado nominal	17.175	0,5	18.777	0,5
Administraciones regionales y empresas estatales				
9) Resultado principal	22.973	0,6	39.119	1,0
10) Resultado nominal	-47.888	-1,3	-33.251	-0,8
Sector público				
11) Resultado principal [(5) + (7) + (9)]	101.939	2,8	117.900	2,9
12) Resultado nominal [(6) + (8) + (10)]	-93.430	-2,6	-100.852	-2,5
11) Resultado principal con recortes presupuestarios [(11) + (4.2)]	101.939	2,8	52.289	1,3
14) Resultado nominal sin recortes presupuestarios [(12) + (4.2)]	-93.430	-2,6	-166.463	-4,1

* En esta tabla, el PIB de 2010 está tomado de las estimaciones del gobierno y de las del BBVA. Para calcular el PIB de 2011 hemos tomado como base el PIB de 2010, aplicándole nuestras previsiones de inflación y de evolución del PIB.

Fuente: BBVA Research y Tesoro de Brasil

Para 2011, prevemos que la recaudación fiscal crecerá un 12,2% a/a, y que los ingresos totales netos del gobierno federal harán lo propio un 12,8% a/a (sin incluir en las cuentas de 2010 los ingresos vinculados a la capitalización de Petrobras). Según la propuesta de presupuesto para 2011, el gasto primario del gobierno federal alcanzará los 777.600 millones de reales, un incremento del 18,9% a/a (sin incluir los gastos de Petrobras en las cuentas de 2010). Tomando en cuenta nuestras previsiones fiscales para el resto del sector público (Banco Central, administraciones regionales y empresas estatales), en este escenario el superávit primario del sector público solamente alcanzaría el 1,3% del PIB.

Sin embargo, se espera que en breve plazo el gobierno anuncie ajustes presupuestarios y recortes de gastos. Según nuestros cálculos, tendrían que ascender a 65.500 millones de reales para cumplir el objetivo de superávit (véase la Tabla 1). Considerando la magnitud del recorte necesario, así como la política de gasto fiscal de los últimos años, hay cada vez más incertidumbre con respecto a la capacidad de las autoridades de cumplir el objetivo anual.

A pesar de esta incertidumbre, creemos que los ajustes presupuestarios del estado se aproximarán a los 65.600 millones de reales, de modo que la política fiscal podría complementar las iniciativas anticíclicas de la política monetaria. Si los ajustes anunciados alcanzan los 65.600 millones, el gasto

primario del gobierno federal como porcentaje del PIB descendería al 17,7% desde el 19,1% de 2010 (17,9%, si se excluyen los gastos relacionados con Petrobras de las cuentas de 2010).

Esta prevista moderación del gasto quedará parcialmente contrarrestada por el aumento del pago de intereses, derivado de una tasa SELIC media más alta (12,0% en 2011 frente al 10,0% de 2010). El déficit nominal del sector público debería reducirse ligeramente este año, hasta situarse en torno al 2,5% del PIB.

La deuda neta del sector público como porcentaje del PIB debería continuar su tendencia a la baja en los próximos años debido a los mejores resultados fiscales, aunque sobre todo como consecuencia del sólido crecimiento del PIB. Sin embargo, consideramos que el objetivo (no oficial) de alcanzar el 30% para 2014 es demasiado ambicioso. Según nuestras estimaciones, hacia finales de 2011 debería alcanzar el 39,4%, y situarse en el 35,5% hacia finales de 2014.

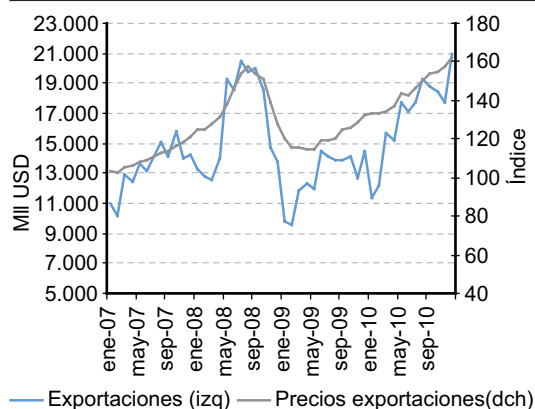
5. Cuentas exteriores: deterioro de la cuenta corriente y abundantes flujos de entrada de capitales

El déficit por cuenta corriente alcanzó en 2010 el 2,3% del PIB (47.500 millones de dólares), mayor que el registrado en 2009 (1,5% y 24.300 millones de dólares). Todo apunta a que continuará su tendencia creciente este año. Más exactamente, creemos que este déficit alcanzará en 2011 el 2,8% del PIB (65.000 millones de dólares) para, a continuación, converger gradualmente hacia el 4% en el período 2012-15.

Parte del deterioro de las cuentas exteriores se debe al debilitamiento de la balanza comercial. En 2010, el superávit comercial alcanzó los 20.000 millones de dólares, un 20% menos que el ejercicio precedente. A pesar de los muy positivos precios de las exportaciones, la evolución de estas en 2010 (32% a/a) fue significativamente menor que el avance de las importaciones (42%). La fuerte expansión de las importaciones tiene que ver con el dinamismo de la demanda interna, en especial las inversiones (formación bruta de capital fijo) que están creciendo a un ritmo récord, y a la apreciación del real. Para 2011 estimamos que esta expansión continuará superando a la de las exportaciones, y que el resultado de la balanza comercial se contraerá hasta los 9.700 millones de dólares.

Gráfico 19

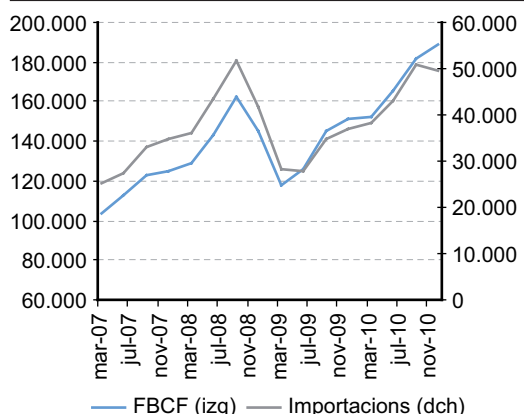
Exportaciones y precios de las exportaciones, mensuales



Fuente: IPEADATA

Gráfico 20

Importaciones y formación bruta de capital fijo



Fuente: IPEADATA

El deterioro de las cuentas exteriores se observa también en las cuentas de ingresos y de servicios (véanse las cifras exactas en la Tabla 2). Aunque las principales partidas que contribuyeron, y continuarán contribuyendo, al aumento del déficit de estas cuentas son los gastos de viajes (que aumentaron un 88% a/a, alcanzando en 2010 los 10.500 millones de dólares) y las remesas de beneficios y dividendos (cuyo balance neto alcanza los -30.400 millones de dólares, un 20% más que en 2009).

El optimismo global sobre la economía brasileña, así como la abundancia internacional de liquidez, generaron en 2010 flujos de entrada de capitales hacia Brasil que compensaron con creces el déficit por cuenta corriente. El superávit de las cuentas de capital y financieras alcanzó el año pasado los

100.100 millones de dólares. Este superávit representó el 4,9% del PIB, mayor que los dos años precedentes (4,4% en 2009 y 1,8% en 2008), aunque menor que en 2007 (6,5%). Los flujos de IED superaron las previsiones y sumaron 48.500 millones de dólares, el 2,4% del PIB (por sí mismos, suficientes para cubrir el déficit por cuenta corriente), aunque el grueso de los influjos de capital se concentró en inversiones en cartera, que totalizaron 64.500 millones de dólares (3,2% del PIB). Las inversiones en cartera de renta variable supusieron el 68% del total, en tanto que las inversiones en renta fija (afectadas por las medidas de control de entrada de capitales anunciadas el año pasado) supusieron el 32% restante.

Tabla 2

Balanza de pagos 2009-2011

Balance of Payments (USD millions)	2009	2010	2011(p)
1) Cuenta corriente	-24.320	-47.518	-65.178
1.1) Balanza comercial	25.347	20.266	9.510
1.1.1) Exportaciones	152.995	201.915	214.771
1.1.2) Importaciones	127.647	181.649	205.261
1.2) Balanza de ingresos y servicios	-52.930	-70.630	-80.344
1.2.1) Servicios	-19.245	-30.573	-34.069
1.2.2) Ingresos	-33.684	-40.057	-46.276
1.3) Transferencias internacionales	3.263	2.845	5.656
2) Cuentas de capital y financieras	70.551	100.102	92.812
2.1) Cuentas de capital	1.129	1.119	2.812
2.2) Cuentas financieras	69.423	98.984	90.000
2.2.1) Inversión extranjera directa	36.033	36.962	25.000
2.2.1.1) En el extranjero	10.084	-11.500	-15.000
2.2.1.2) En Brasil	25.949	48.462	40.000
2.2.2) Inversiones en cartera	49.133	64.458	65.000
2.2.3) Derivados	156	-112	0
2.2.4) Otros	-15.900	-2.324	0
3) Errores y discrepancias	434	-3.484	0
4) Cuentas corrientes, de capital y financieras (1+2+3)	46.666	49.100	27.634
5) Variación de las reservas (- = incremento)	-46.666	-49.100	-27.634

Fuente: BBVA Research, Banco Central

No creemos que en los próximos años Brasil vaya a tener problemas para cubrir los déficits por cuenta corriente. Además de las previsiones de importantes entradas de capital, el país cuenta con crecientes reservas internacionales, que ahora suman 288.500 millones de dólares y que, según las estimaciones, seguirán aumentando en los próximos años como consecuencia de las políticas de compra de dólares implementadas por el Banco Central. Sin embargo, es importante destacar que el aumento del déficit por cuenta corriente incrementará las potenciales repercusiones negativas que podrían tener para el país un deterioro de los términos de intercambio o una crisis de confianza en Brasil.

6. Balance de riesgos

Las perspectivas de la economía brasileña son positivas. El dinamismo de la demanda interna seguramente continuará sosteniendo la significativa expansión del PIB, así como reduciendo la pobreza y la desigualdad. No se espera que las cuentas fiscales y exteriores generen problemas de solvencia. De hecho, este escenario podría desencadenar durante este año otra ronda de revisiones al alza de la calificación de la deuda del país por las agencias clasificadoras. Sin embargo, es necesario vigilar una serie de factores, ya que son susceptibles de modificar la dinámica de la economía brasileña.

En este momento, la principal incertidumbre a nivel interno es qué papel jugará la política fiscal, este año y durante el resto del mandato de Dilma Rousseff. Si la política fiscal no se torna anticíclica, la carga del ajuste correrá principalmente por cuenta de la política monetaria (pero también por medidas macro-prudenciales). Esta combinación de políticas macroeconómicas es claramente ineficaz, ya que ejerce una presión innecesaria sobre el tipo de cambio, impide que los tipos de interés internos cierren

la brecha con los internacionales, y tiene efectos claramente negativos sobre las cuentas fiscales (tanto como consecuencia del mayor gasto como de los mayores pagos de intereses) y las exteriores. Aunque la situación fiscal de Brasil es relativamente sólida, esto podría generar dudas en cuanto a su evolución a largo plazo, y reforzar la inquietud en materia de inflación. Por lo que respecta a las cuentas exteriores, esta mezcla ineficaz de políticas podría desencadenar un deterioro de la cuenta corriente más rápido del previsto, lo cual a su vez generaría incertidumbre sobre su financiación.

Otro aspecto que debe vigilarse es el escenario político, en especial la capacidad de la presidenta Dilma Rousseff y de su partido (PT) para controlar y ajustarse a las ambiciones políticas del otro partido importante de la coalición, el PMDB. Un deterioro de las relaciones entre el PT y el PMDB podría generar ciertos trastornos políticos, con repercusiones negativas para la economía.

Otro factor de riesgo son las consecuencias negativas de una (improbable) reversión abrupta de los precios de las materias primas. Aunque el país ha desarrollado mecanismos para contrarrestar los efectos de una caída de los precios de las materias primas, la situación podría suponer mayores presiones sobre las cuentas exteriores. Según algunas simulaciones, si los precios de las materias primas retrocediesen hasta sus niveles estructurales a largo plazo, el déficit por cuenta corriente alcanzaría el 3,0% ya este año, posteriormente se situaría en el 5%, y no en el 4%, en el periodo 2012-15.

7. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	T1 09	T2 09	T3 09	T4 09	T1 10	T2 10	T3 10	T4 10	T1 11	T2 11	T3 11	T4 11
PIB (% a/a)	-3.0	-2.8	-1.8	5.0	9.3	9.2	6.8	5.4	4.5	3.8	3.9	4.2
Inflación (% a/a)	5.8	5.2	4.4	4.2	4.9	5.1	4.6	5.6	5.7	5.6	6.3	5.6
Tasa de cambio (frente al dólar)	2.32	2.08	1.87	1.74	1.80	1.79	1.74	1.70	1.69	1.71	1.73	1.75
Tipo de interés (%)	12.62	10.33	8.86	8.75	8.75	9.75	10.75	10.75	11.42	12.25	12.25	12.25

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011
PIB (% a/a)	-0.6	7.6	4.1
Inflación (% a/a, promedio)	4.9	5.0	5.8
Tasa de cambio (frente al dólar, promedio)	2.00	1.76	1.72
Tipo de interés (% , promedio)	10.10	10.00	12.00
Consumo privado (% a/a)	4.2	6.5	5.5
Consumo público (% a/a)	3.9	3.6	3.1
Inversión (% a/a)	-10.3	23.2	8.9
Saldo sector público (% PIB)	-3.4	-2.6	-2.6
Cuenta corriente (% PIB)	-1.5	-2.3	-2.9

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".

Esta publicación ha sido elaborada por la Unidad de Economías Emergentes:

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com
Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com
Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com
Regulación y Políticas Públicas
Maria Abascal
maria.abascal@grupobbva.com

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com
Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com
Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@grupobbva.com

España y Europa:
Rafael Doménech
r.domenech@grupobbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Daniel Navia
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com.co

Perú
Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Latam
Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: + 56 26791000
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com