

# Situación Brasil

Segundo Trimestre 2010

## Análisis Económico

- La demanda doméstica apoyará una fuerte expansión del PIB, pero también presionará la inflación y el déficit por cuenta corriente al alza.
- Las políticas fiscales seguirán expansivas mientras el Banco Central implemente un ajuste monetario, lo que generará distorsiones macroeconómicas.
- La volatilidad internacional así como factores domésticos aumentarán los riesgos ligados a una mayor volatilidad de los tipos de cambio.



# Índice

1. Desafíos a la vista para una recuperación sostenida .....	3
2. El rápido crecimiento amenaza con incrementar la inflación y el déficit por cuenta corriente .....	4
3. El riesgo de una mayor volatilidad de los tipos de cambio .....	6
4. Ineficiente combinación de políticas macroeconómicas .....	6
5. Tablas .....	7

**Fecha de cierre: Mayo 18, 2010**

# 1. Desafíos a la vista para una recuperación sostenida

En los últimos trimestres la situación económica ha mejorado significativamente debido a la recuperación en las economías emergentes y en EE.UU. El comercio mundial está creciendo al 7% y nuestras previsiones apuntan hacia un crecimiento de la economía mundial del 4,2% en 2010. Ahora bien, al mismo tiempo existen dudas sobre la capacidad de la UEM para hacer frente al problema de los altos niveles de endeudamiento de algunos países. Estas dudas han dado lugar a un incremento de los diferenciales soberanos y una nueva fase de inestabilidad financiera. Esta situación puede afectar a la economía europea, pero también puede provocar posibles derrames sobre el resto del mundo. El momento y el alcance de estos impactos adversos dependerán crucialmente de la efectividad de los anuncios realizados por el Consejo Europeo el pasado 9 de mayo respecto a los paquetes de rescate acordados y las medidas excepcionales adoptadas por el BCE. Aún cuando estos paquetes hayan estabilizado las condiciones del mercado en el corto plazo, todavía persisten incertidumbres en tres frentes: i) el proceso de implementación del paquete de rescate en los próximos meses ii) la credibilidad respecto a una consolidación fiscal adicional en algunos países de la UEM y iii) el compromiso a medio plazo de los países centrales de la UEM respecto al rescate.

Mientras que se generaliza la recuperación económica a comienzos de 2010, su intensidad varía significativamente entre países. Esto es consecuencia de los diferentes grados de utilización de las políticas fiscales y monetarias. Estas políticas han sido particularmente efectivas a la hora de impulsar el ciclo económico en China y EE.UU. Al mismo tiempo las economías emergentes se están beneficiando de la mayor fortaleza de su demanda doméstica y de la recuperación de los términos de intercambio, en un contexto de menor aversión al riesgo, por lo que en esta región la recuperación se presenta mucho más consolidada. Por el contrario, en las economías desarrolladas, a medida que las políticas expansivas se diluyen, surgen dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación más allá de 2010.

Se prevé una senda gradual de alzas de tipos de interés por parte de la FED. Las primeras subidas de tipos se esperan en torno a comienzos de 2011, con tipos ligeramente por encima del 1% a finales de ese año. Las diferencias existentes en los fundamentos económicos de EE.UU. y de la UEM llevarán a diferentes estrategias de salida monetaria en ambas áreas. Aunque el crecimiento económico pueda ser lento de 2010 en adelante, el riesgo de una reversión de la dinámica actual es bastante limitado en EE.UU. y las presiones inflacionistas son muy incipientes. Por el contrario, en la UEM, además de una situación financiera mucho más frágil, la mejora cíclica parece más incierta y no se vislumbran presiones inflacionistas. En cuanto a las políticas monetarias de las economías emergentes no hay duda sobre la necesidad de un endurecimiento monetario. Dadas las divergencias cíclicas en esta región, las estrategias de salida variarán entre países. Si en algunas economías el endurecimiento de la política monetaria y otras medidas no se implementan a tiempo, se podrían generarse crecientes desequilibrios.

En momentos de mayor aversión al riesgo, los mercados financieros tienden a mostrar una visión más forward-looking. Los mercados financieros son eficaces a la hora de detectar inconsistencias en las políticas macroeconómicas que, normalmente, pasan desapercibidas en tiempos de bonanza. Pese al importante paquete de rescate acordado en Europa, persistirán significativas primas de riesgo en el mercado de deuda soberana de algunos países europeos en medio de incertidumbres sobre las sendas de consolidación fiscal. El creciente contagio ha sido una clara evidencia de la fragilidad del escenario actual. La historia económica está plagada de ejemplos de "contagios infundados" de unos países a otros en momentos de crisis. En estos casos la proximidad geográfica o las similitudes cíclicas importan más que las diferencias en los fundamentales. De hecho, el episodio actual de contagio no está completamente justificado ni por el canal financiero espoleado por el estallido de la crisis griega ni por cualquier similitud en los fundamentales. Aún cuando esto puede ser motivo de discusión, existe una necesidad imperiosa por parte de algunos países de aumentar su credibilidad para hacer frente a las presiones de los inversores internacionales.

Existe una preocupación creciente sobre las consecuencias a largo plazo de los aumentos de la deuda pública. En países desarrollados Esto inevitablemente dará lugar a presiones al alza sobre los tipos de interés reales y altas primas de riesgo durante un periodo prolongado. Aún cuando el contagio reciente se desvanezca gradualmente, persistirá una discriminación creciente entre países dependiendo de la credibilidad de su situación fiscal.

La incertidumbre procedente del sector financiero es fundamentalmente de dos tipos. Por una parte, la lenta reestructuración de la industria financiera, sobre todo en Europa, que puede llevar a una recuperación económica sin crédito (creditless recovery). Esto constituye una preocupación creciente,

ya que tanto la experiencia histórica como la evidencia empírica muestran la importancia del canal de crédito en las primeras etapas de la recuperación económica. Por otra parte, también existe incertidumbre respecto a la reforma regulatoria que ya se encuentra en marcha. El resultado más probable es un incremento significativo de los requisitos de capital y liquidez, lo cual podría limitar la capacidad del sector bancario para conceder crédito en los próximos años.

## 2. El rápido crecimiento amenaza con incrementar la inflación y el déficit por cuenta corriente

Para este año se prevé un crecimiento del PIB de Brasil de un 5,9%. La fortaleza de la demanda doméstica será el principal impulsor del crecimiento, si bien el país también se beneficiará de la recuperación estadounidense, el sólido crecimiento en China, los elevados precios de las materias primas y, en el escenario interno, de un período electoral relativamente calmo.

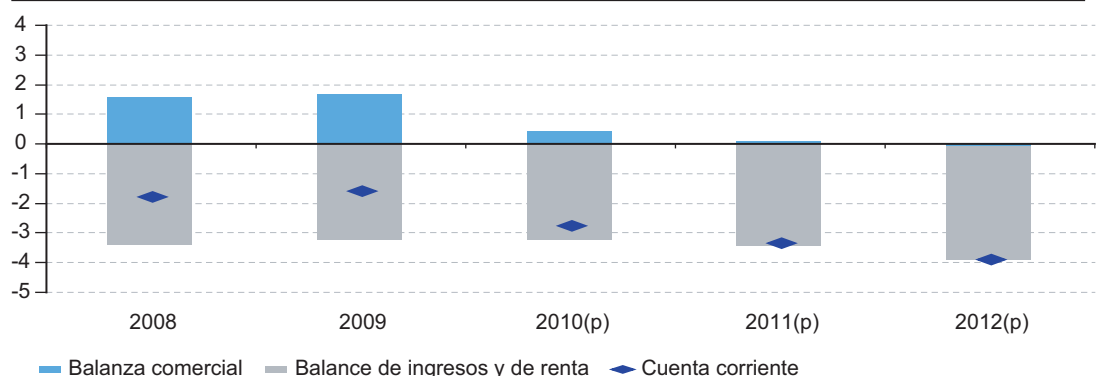
Se espera un crecimiento del 5,4% para el consumo agregado, que supone un 86% del PIB. El consumo privado se ampliará un 6,7% apoyado por el incremento del empleo formal, las políticas sociales mejor enfocadas y por unas condiciones monetarias y fiscales excepcionalmente expansivas. Tras caer un 10% en el último año, se prevé un incremento de la inversión fija bruta cercano al 18%.

En lugar de moderarse, como se podía esperar hace algunos meses, la economía continúa creciendo a un ritmo muy elevado. Nuestro Indicador Sintético de Actividad, basado en datos de alta frecuencia, sugiere que el PIB podría crecer en un porcentaje superior al 2% t/t en el primer trimestre de 2010. Aunque la actividad podría generar sorpresas favorables en el primer trimestre (y crear una tendencia al alza sobre nuestras previsiones del PIB), la retirada de los incentivos fiscales y el inicio de un ciclo de ajuste monetario debería impactar en la economía en los próximos trimestres. Además, la carga financiera de los hogares, elevada y todavía en incremento, debería reducir el margen de mayores ampliaciones de consumo.

Una característica recurrente de la economía de Brasil es el rápido y fuerte deterioro de las cuentas corrientes y de la inflación cada vez que la demanda doméstica comienza a crecer de forma más sólida. Esta vez no ha sido una excepción. Este año se espera un incremento en la importación de productos cercana al 26% mientras que la exportación se ampliará sólo un 13%. La contribución al PIB de la demanda externa este año será del -2,0%. El déficit de la cuenta corriente debe alcanzar el 2,8% del PIB para 2010 y seguir creciendo al largo de los próximos años, según se observa en la Figura 1. En el primer trimestre del año, el déficit externo ya se ha elevado al 1,8% del PIB. La financiación del déficit externo, no obstante, no debería plantear un problema. Las reservas internacionales se mantendrán a niveles muy elevados (cerca del 14% del PIB para 2010) y se prevén suficientes entradas de capital para compensar estos déficits en los próximos años (3,4% del PIB en 2010 y 2011 y 4,0% en 2012).

Gráfico 1

### Cuenta Corriente



Fuente: BBVA Research

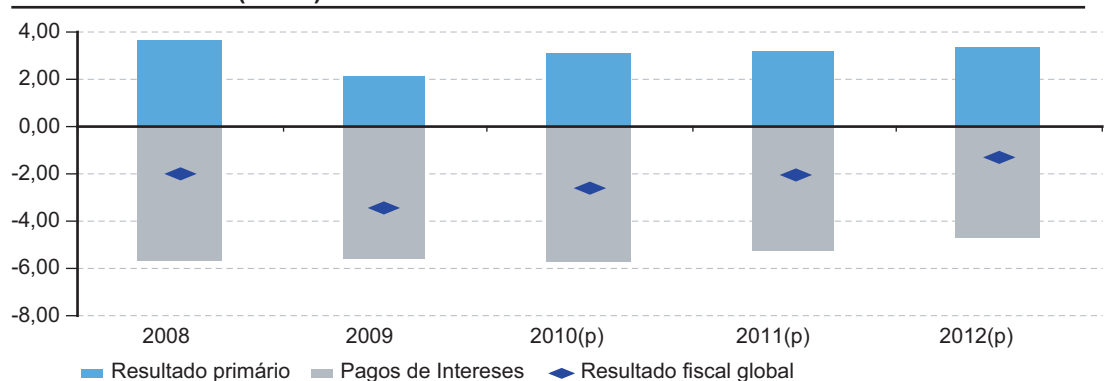
La inflación también se está elevando debido al sólido dinamismo de la demanda nacional, aunque los choques de oferta han desempeñado recientemente un papel importante en la dinámica de los precios domésticos. La inflación ha alcanzado el 5,3% interanual en abril, tras una expansión de seis meses consecutivos. Se espera que se estabilice y cierre el año al 5,3% interanual.

Debido al dinamismo de la actividad y al aumento de la inflación, el Banco Central se ha visto forzado a ajustar al alza los tipos de interés en 75 puntos básicos hasta el 9,5% en abril. Dicho ajuste –que se produce con retraso ya que desde finales de 2009 existían síntomas muy claros del fortalecimiento de la actividad y del incremento de la inflación– se mantendrá durante los próximos meses. Se espera que las autoridades monetarias incrementen los tipos en 75 puntos básicos en cada una de las siguientes reuniones y posteriormente en 50 puntos más antes del cierre del ejercicio. Por lo tanto, el SELIC debería situarse a final del año al 11,5%. Esta visión incorpora un ajuste menos agresivo del que aplican actualmente los mercados ya que, en nuestra opinión, el crecimiento debería moderarse a lo largo del año y porque las decisiones del Banco Central podrían verse influenciadas por el ciclo político local así como por las turbulencias en Europa. Además, también es probable que el Banco Central intente realizar parte del ajuste a través de otras medidas monetarias, como un incremento de los encajes bancarios.

El fuerte crecimiento de la economía y el ajuste monetario en marcha continuarán aplicando presiones apreciatorias sobre el Real. No obstante, la intervención en los mercados de divisas bien por parte del Banco Central o por el Tesoro debería impedir una brusca apreciación de la moneda. El Banco Central recientemente intensificó la compra de dólares cuando el tipo de cambio descendió por debajo de la marca de 1,75 en un claro síntoma de poca disposición para asumir una mayor apreciación del Real. Además, cada vez que la moneda se aproxima a esta marca, las autoridades del Tesoro plantean la posibilidad de adoptar nuevas medidas (a finales de 2009, por ejemplo, se introdujo un impuesto sobre las entradas extranjeras). Sumado a esto, el incremento del déficit por cuenta corriente debería crear un mecanismo autocorrectivo para limitar las presiones de apreciación. En resumen, se prevé que el tipo de cambio se sitúe a 1,76 al cierre del año, próximo a su valor de equilibrio.

Tras el deterioro de 2009, se espera que la tendencia positiva se reanude en las cuentas fiscales en los próximos ejercicios. A pesar del tono expansivo del gasto público, un sólido crecimiento del PIB debería impulsar los ingresos fiscales y permitir que el superávit principal se situase ligeramente por encima del 3% en los próximos años (mayor que en 2009 pero menor que el promedio de 3,6% observado en el período comprendido entre los años 2004 y 2008). Aunque la SELIC se incrementará respecto a los niveles de 2009, permanecerá significativamente por debajo del promedio de los años 2004-08 (15,7%) y, por lo tanto, permitirá que el pago de intereses constituya una carga cada vez menor para las cuentas fiscales. De forma más concreta, el pago de intereses supuso un porcentaje medio del 6,5% del PIB en el período 2004-08 (un 5,6% en 2009) y debería acercarse al 5,7% en 2010 y a porcentajes menores en los próximos años, según se ilustra en la Figura 2. En resumen, el déficit nominal debería situarse en torno al 2,6% del PIB en 2010 y descender aún más en los próximos años. Tras elevarse desde el porcentaje del 40% del año 2008 al 45% en el 2009, la deuda neta del sector público debería moderarse gradualmente en los próximos años (42% del PIB en 2010, 41% en 2011 y 38% en 2012) gracias a la reducción del déficit fiscal.

Gráfico 2

**Cuentas Fiscales (%PIB)**

Fuente: BBVA Research

En octubre de 2010 se celebrarán elecciones presidenciales. Aunque esto puede añadir cierto grado de volatilidad a los mercados y a pesar de los recientes comentarios de algunos candidatos sugiriendo que podrían implantar algunos “ajustes” en la política económica (probablemente una mayor intervención en los tipos de cambio y en las políticas monetarias), los riesgos en el frente político podrían considerarse limitados, especialmente si se comparan con las elecciones anteriores. Por lo tanto, prevemos un sólido crecimiento en los próximos años –4,6% en 2011 y 5,2% en 2012– mientras que las previsiones sobre la inflación deberían permanecer estables y los tipos de cambio fluctuarían en torno a la marca de 1,75 en términos reales.

### 3. El riesgo de una mayor volatilidad de los tipos de cambio

Tras el deterioro de la situación europea, el Real cayó respecto al dólar estadounidense de 1,72 a 1,84 en pocos días. En el mismo período, el índice IBOVESPA perdió un porcentaje superior al 6% y el EMBI Brasil se incrementó en más de 50 puntos básicos. Aunque estos movimientos fueron más moderados que los que se produjeron en la crisis global, mostraron que el país no está libre de contagio. El argumento de que países como Brasil podrían beneficiarse del incremento de las tensiones en Europa por atraer el capital desviado de las regiones problemáticas no se sostiene según los datos recientes, si bien podría ser demasiado pronto para efectuar un juicio al respecto. Esta visión está de acuerdo con las estimaciones estadísticas que muestran, por ejemplo, que el déficit por cuenta corriente como cuota del PIB se incrementaría en 20 puntos básicos y el déficit fiscal en 15 puntos si los precios de las materias primas cayesen un 10%; también que el déficit fiscal aumentaría en 40 puntos si el incremento de la aversión al riesgo fuese de 100 puntos básicos.

Aunque la transmisión de las turbulencias globales a través del canal comercial es relativamente reducida, la economía de Brasil se encuentra muy integrada en los mercados financieros y resulta altamente dependiente de la aversión al riesgo externo. Por ejemplo, los capitales extranjeros suponen ya un tercio de las inversiones en BOVESPA y los préstamos extranjeros un 15% del total de préstamos de las compañías de Brasil.

Los riesgos relativos a los choques externos son especialmente elevados para el sector privado, que mantiene una cuota en incremento de la deuda externa (52% en 2009), dada la gestión todavía precaria de los riesgos del tipo de cambio, como lo demuestran las pérdidas con derivados cambiarios al cierre de 2008. Por otra parte, las amplias reservas internacionales cubren el sector público frente a fluctuaciones en los tipos de cambio y podrían utilizarse como apoyo al sector privado en caso de que fuese necesario, lo que podría limitar los riesgos.

Además de las turbulencias de los mercados internacionales, la volatilidad de los mercados de divisas podría verse exagerada por algunos factores nacionales. En un país en el que la actividad se ve sustancialmente impulsada por la demanda nacional, el tipo de cambio y por cuenta corriente se vuelven naturalmente más volátiles. La necesidad de financiar elevados déficits por cuenta corriente incrementará la dependencia de capitales extranjeros, lo que podría generar más volatilidad. Además, la incertidumbre en relación a las intervenciones del Tesoro, al que se autorizó recientemente para utilizar los recursos del Fondo Soberano para intervenir en los mercados de divisas podría añadir cierta volatilidad al mercado, en lugar de generar estabilidad. Un punto importante respecto a intervenciones del Tesoro es la coordinación que mantendrán con las del Banco Central. Finalmente, las elecciones también tienen posibilidad de incrementar esta volatilidad en los mercados de divisas.

### 4. Ineficiente combinación de políticas macroeconómicas

La combinación actual de políticas macroeconómicas resulta claramente ineficiente: por una parte el Banco Central comienza a ajustar la política monetaria para evitar el recalentamiento y, por otra, el gobierno continúa implantando una política fiscal muy expansiva (el superávit principal descendió un 22% interanual, mientras que el gasto se amplió un 19% interanual en el primer trimestre). Evidentemente, esta combinación política no resulta óptima ya que el intenso crecimiento podría frenarse por un ajuste monetario menos agresivo en caso de que la política fiscal fuese menos expansiva. En este caso, existirían menos presiones apreciatorias sobre el Real y el impacto sobre las cuentas fiscales sería más débil, ya que el gasto de tipo de interés podría reducirse, rebajando el déficit.

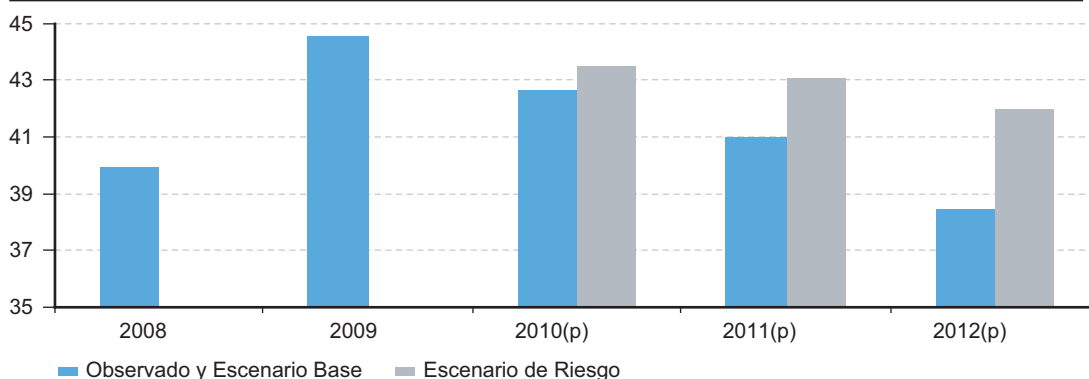
Como se ha comentado anteriormente, se prevé que tanto la deuda pública como el déficit global descendan como una fracción del PIB en los próximos años. En nuestro escenario base para la economía de Brasil, prevemos una continuidad en las políticas fiscales y bajos riesgos de insolvencia, pero también una pequeña probabilidad de mejoras estructurales, es decir, reducción de impuestos y mejoría en la composición del gasto.

En lo que respecta a la posibilidad de corrección de las políticas fiscales, no se prevé que la preocupación relativa al recalentamiento conlleve cambios estructurales, si bien puede activar pequeñas correcciones como el corte del 0,3% que se acaba de anunciar en el gasto federal. De acuerdo con nuestras estimaciones, un choque externo provocado por el deterioro de la situación en Europa podría perjudicar la deuda neta pública según se muestra en la Figura 3. Sin embargo, desde nuestro punto de vista, ni siquiera tal caso, refiriéndonos a Brasil, provocaría un cambio importante



en el tono actual de la política fiscal. Podría producirse una mejoría en la calidad de las políticas fiscales -que permitiría, por ejemplo, una reducción estructural de los tipos de interés- si el candidato presidencial de la oposición obtuviese la victoria, aunque en este caso los riesgos de una intervención sobre la política monetaria serían más elevados.

Gráfico 3

**Deuda Pública Neta (%PIB)**

Fuente: BBVA Research

Por otra parte, los eventos recientes muestran que existe un riesgo creciente, aunque todavía limitado, derivado de la actual gestión de la política fiscal. Al permitir, por ejemplo, que todas las inversiones del PAC (el plan de aceleración del crecimiento del Gobierno Federal) se excluyesen de los objetivos de superávit principal, el gobierno flexibilizó los objetivos fiscales y puso en entredicho la credibilidad de las cuentas públicas ya que cualquier inversión se puede considerar "inversión del PAC" y por tanto no se tendría en cuenta a efectos de alcanzar los objetivos fiscales. Por otra parte, el gobierno ha estado emitiendo bonos públicos a tipos de mercado con el fin de capitalizar el BNDES (la inyección total podría superar los 100.000 millones de dólares estadounidenses) y permitir al Banco de Desarrollo ofrecer préstamos a tipos de interés subvencionados, con un claro impacto negativo sobre las cuentas públicas. Otra preocupación es el reciente cambio en la composición de la deuda pública. La cuota de bonos asociada a la SELIC se incrementó hasta el 65% desde el 47% en 2007. Se trata de una consecuencia de la esterilización de las reservas internacionales que se implanta mediante el cambio por dólares de la deuda a corto plazo vinculada a la SELIC. Así se incrementan claramente los costes durante un ciclo de ajuste monetario como el actual. En caso de que estos riesgos se materialicen, los costes derivados de una política monetaria más agresiva y de mayores distorsiones macroeconómicas (como una inflación más elevada y un mayor déficit por cuenta corriente) podrían incrementarse significativamente. No obstante, incluso en caso de que se diese esta situación de tensión, los riesgos de insolvencia continuarían siendo limitados.

## 5. Tablas

Tabla 1

**Previsiones macroeconómicas trimestrales**

	1T 09	2T 09	3T 09	4T 09	1T 10	2T 10	3T 10	4T 10	1T 11	2T 11	3T 11	4T 11
PIB (% a/a)	-2,13	-1,63	-1,22	4,29	6,80	6,58	5,71	4,39	3,88	4,17	4,78	5,51
Inflación (% a/a)	5,78	5,18	4,40	4,23	4,86	5,12	5,27	5,32	5,09	4,94	4,96	4,84
Tipo de cambio (frente a USD)	2,32	2,08	1,87	1,74	1,80	1,76	1,78	1,77	1,76	1,76	1,77	1,77
Tipo de interés (%)	12,62	10,33	8,86	8,75	8,75	9,75	11,33	11,50	11,50	11,50	11,00	11,00

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

**Previsiones macroeconómicas anuales**

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
PIB (% a/a)	-0,2	5,9	4,6
Inflación (% a/a, promedio)	4,9	5,1	5,0
Tipo de cambio (frente a USD, promedio)	2,0	1,7	1,7
Tipo de interés (% , promedio)	10,1	10,3	11,3
Consumo privado (% a/a)	4,0	6,7	4,8
Gasto público (% a/a)	3,7	2,0	2,3
Inversión (% a/a)	-9,9	17,8	10,1
Balanza fiscal (% PIB)	-3,5	-2,6	-2,1
Cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-2,8	-3,4

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](http://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*  
**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
Regulación

*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 Mexico:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

*Estados Unidos*

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@compassbank.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*  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

*Pensiones*  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

*Asia*

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

*Sudamérica*

**Joaquín Vial**  
jvial@bbva.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