

# Situación Brasil

Cuarto Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **La economía mundial aumentará progresivamente el crecimiento hasta un 3,5% en 2013**, apoyada en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE.
- **La economía brasileña se está recuperando en el segundo semestre, tras un año entero de estancamiento**. El crecimiento previsto es del 1,6% para 2012 y del 4,2% para 2013.
- **El nuevo foco del gobierno en políticas por el lado de la oferta para mejorar la competitividad es positivo**, aunque hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento a largo plazo.
- **El año próximo se irán acumulando presiones inflacionarias**, aunque serán parcialmente contrarrestadas por el impacto de los recortes de impuestos.
- **Se prevé que el tipo del SELIC se mantendrá estable por un período de un largo sin precedentes**, después de un ajuste a la baja histórico.
- **Los principales retos para Brasil se concentran en el entorno exterior**, aunque se observan crecientes riesgos idiosincráticos.

## Índice

1. En resumen.....	3
2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed.....	4
3. Brasil: luchando por crecer.....	7
Recuadro. Las menores aportaciones del capital y de la PTF merman el potencial de crecimiento de largo-plazo de Brasil.....	11
4. Tablas.....	18

Fecha de cierre: 19 de noviembre 2012

## 1. En resumen

**La decidida intervención de los principales bancos centrales de los países desarrollados ha acotado la probabilidad de un escenario de riesgo sistémico.** El BCE ha disipado los temores sobre la irreversibilidad de la moneda común y tiende un puente para que se continúe avanzando hacia un nuevo marco institucional. La inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal se adelanta al potencial impacto que podría tener un intenso ajuste fiscal en ese país a principios del próximo año. En síntesis, la incertidumbre global ha retrocedido. En este contexto, prevemos que la economía mundial seguirá recuperándose gradualmente, con tasas de crecimiento de entre el 3% y el 3,5% en 2012 y 2013.

**Brasil crecerá un 1,6% en 2012 y un 4,2% en 2013.** La economía brasileña se recuperó el tercer trimestre del año, tras mantenerse prácticamente estancada durante un año entero. Y a pesar de que persiste la incertidumbre acerca de la solidez del crecimiento en los trimestres venideros, esperamos que en los próximos meses continúe el tono expansivo de la política monetaria, la reducción de existencias industriales, el crecimiento del gasto público y, en especial, los incentivos fiscales previstos para impulsar el sector automotriz, para mantener la demanda interna en niveles relativamente sólidos.

**El nuevo foco del gobierno en políticas por el lado de la oferta para mejorar la competitividad es positivo, aunque hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento a largo plazo.** Las autoridades reaccionaron contra las críticas al modelo de crecimiento brasileño y la brusca desaceleración de la actividad anunciando una serie de medidas para mejorar la competitividad. Aunque la adopción de una agenda de competitividad es positivo, revisamos ligeramente a la baja nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2014-2016 desde el 4,2% al 3,8%, ya que todavía existen dudas acerca de la implementación de las medidas recientemente anunciadas, y considerando que las inversiones han mantenido una tendencia descendente hasta hace poco.

**El año próximo se irán acumulando presiones inflacionarias, aunque serán parcialmente contrarrestadas por el impacto de los recortes de impuestos.** En octubre, la inflación alcanzó el 5,5%, empujada por el aumento de los precios de los alimentos. Sin embargo, las repercusiones negativas de este grupo sobre la inflación se ven contrarrestadas por el impacto de otros shocks no vinculados a la demanda. Factores puntuales, como la reducción de tarifas eléctricas, seguirán teniendo consecuencias importantes para la inflación. En nuestra opinión, los responsables de la economía podrán mantener la inflación bastante alejada del tope del 6,5% manejando cuidadosamente los factores puntuales y adoptando algunas medidas restrictivas. Creemos que la inflación cerrará 2013 en el 5,3%, aunque observamos una creciente desviación al alza en esta previsión.

**Se prevé que el tipo SELIC se mantendrá estable por un período de un largo sin precedentes, después de un ajuste a la baja histórico.** Tal y como lo habíamos previsto, el Banco Central recortó la SELIC en 25 pb, dejándolo en el 7,25%, y en octubre dio por cerrado el ciclo de flexibilización monetaria. Creemos que la SELIC se mantendrá constante en este 7,25%, al menos hasta finales de 2013. Sería entonces el período de estabilidad más prolongado desde que en 1999 se adoptó el sistema de objetivo de inflación.

**Las recientes cifras fiscales reflejan un deterioro del superávit primario del sector público,** consecuencia de un gasto relativamente importante y de ingresos menos sólidos. Creemos que los superávits primarios bajarán desde aproximadamente el 3,2% de la última década a aproximadamente el 2,6% en 2012 y 2013, ya que el pago de intereses será significativamente menor que en el pasado (gracias al recorte del SELIC) y, por consiguiente, ofrecerá más margen para la adopción de una política fiscal menos restrictiva.

**Tras mantenerse estable muchos meses, prevemos que el tipo de cambio se apreciará ligeramente y que la cuenta corriente se deteriorará en 2013.** El real se valorizó desde aproximadamente 1,8 por dólar hasta situarse en torno a 2,03 a finales de mayo. Quizá más sorprendente que el nuevo salto del real ha sido la estabilidad en el nuevo nivel. Consideramos

que la recuperación de la economía brasileña, sumada a cierta moderación de las turbulencias globales y una creciente inquietud por la inflación, alentará una ligera depreciación del real en el transcurso de 2013. A pesar de que el tipo de cambio seguirá siendo como media un 15% inferior al del período 2009-2010 y de que los precios de las materias primas se mantendrán en niveles relativamente altos, prevemos que la cuenta corriente se deteriorará durante 2013.

**Los principales retos para Brasil, se concentran en el entorno exterior, aunque se observan crecientes riesgos idiosincráticos.** Se derivan de la manera de encarar una posible crisis en Europa o las medidas de ajuste fiscal en EE.UU., así como del creciente uso de medidas macroprudenciales para controlar la liquidez global. Sin embargo, existen ciertos riesgos internos no despreciables, como la inflación, el agotamiento del actual modelo de crecimiento, la excesiva expansión de la banca pública y el intervencionismo gubernamental.

## 2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed

**Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir apoyando la recuperación**

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve al 3,2% al cierre de 2012 y 3,5% en 2013. Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas. El primero y más preocupante es el resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro. El segundo, es la amenaza que pende en los EEUU por el llamado "precipicio fiscal", un paquete automático de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión. El último sería una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China, que a su vez arrastraría a aquellas basadas en la exportación de materias primas.

**El resto de políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales**

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las decisivas medidas tomadas han evitado que ocurriera un evento de riesgo sistémico comparable con los acontecidos a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han "construido puentes" para permitir que el resto de políticas macroeconómicas avancen hacia un nuevo marco institucional en el caso de Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, mientras que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

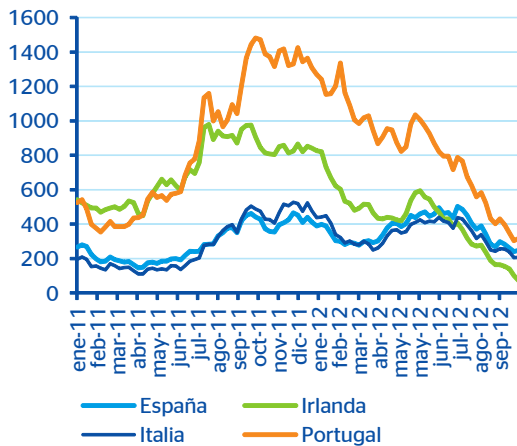
### BCE: “cueste lo que cueste”

El BCE dió un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública en el mercado secundario (OMT, por sus siglas en inglés) bajo cierta condicionalidad. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio en donde se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro.

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto y disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (ver Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o calificaciones de deuda, por ejemplo.

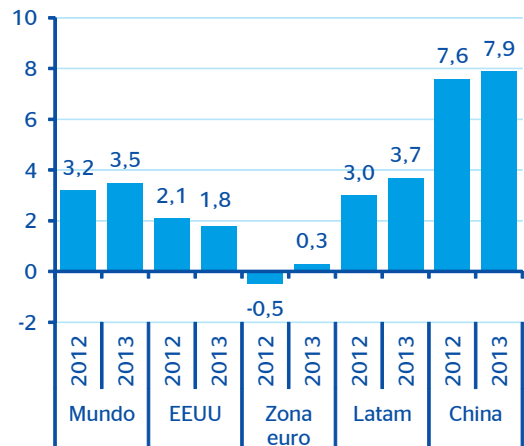
El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

Gráfico 1  
**Índice de tensiones financieras para países periféricos de la zona euro**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Tasa de crecimiento del PIB (%)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

### Fed: “el tiempo que sea necesario”

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con tasas de desempleo aún elevadas. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la falta de acuerdo sobre cómo reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más (precipicio fiscal).

En ese contexto, la Fed relajó adicionalmente la política monetaria en su reunión de septiembre. Anunció su intención de mantener los tipos de interés en los mínimos actuales por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo declarado anteriormente. Pero para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) a través de la compra de cédulas hipotecarias (MBS), en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al potencial impacto si se da un intenso ajuste fiscal automático que, en nuestro escenario central, esperamos que no se produzca por completo.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación.

## La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas, aunque en algunos casos importantes, como en China y Brasil los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han disminuido la probabilidad de un escenario de riesgo. En nuestro escenario base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. Aunque el PIB de la zona euro decrecerá en 2012 (-0,5%), rebotará en 2013 (+0,3%). En EEUU, el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de noviembre corresponde a China (0,2 pp en 2012 y 0,4 pp en 2013), aunque en ambos años esperamos que las políticas de estímulo mantengan su tasa de crecimiento cercana al 8% (Gráfico 2).

En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios supuestos clave, y en particular que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria. En primer lugar, suponemos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo. Segundo, suponemos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y la implementación de los compromisos acordados. Finalmente, en este escenario central, se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

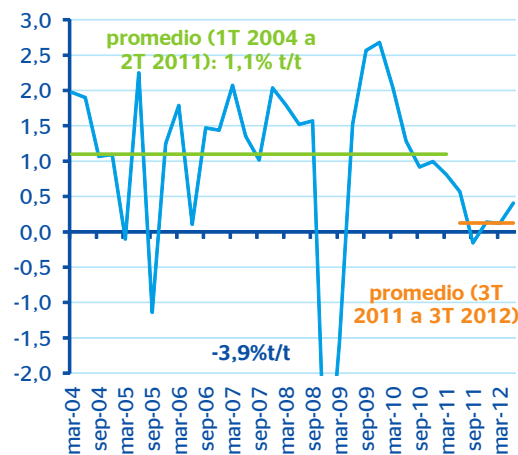
### 3. Brasil: luchando por crecer

#### La economía brasileña se está recuperando en el segundo semestre, tras un año entero estancada

Tras varios años de sólido crecimiento, la economía brasileña se mantuvo prácticamente estancada desde mediados de 2011 hasta hace muy poco. El promedio de crecimiento del PIB en los últimos cuatro trimestres, desde el tercero de 2011 al segundo de 2012 (los datos del tercer trimestre de 2012 todavía no han sido publicados) ha sido del 0,1% t/t, bastante menos que el 1,1% t/t registrado desde 2004 (véase el Gráfico 3).

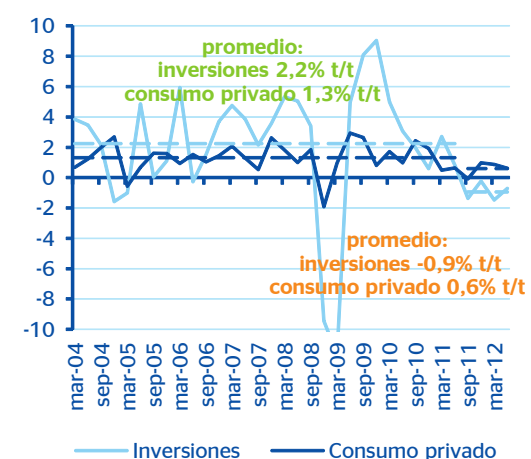
Como comentamos en la edición anterior de *Situación Brasil*, detrás de esta desaceleración hay factores externos y, especialmente, internos. En resumen, la incertidumbre global ha tenido repercusiones no desdeñables sobre la economía brasileña, en tanto que la preocupación por la creciente falta de competitividad del sector industrial, la moderación de los mercados de crédito y el intervencionismo del gobierno impidieron que la demanda interna, en especial en el segmento de las inversiones (véase el Gráfico 4), tuviese un tono más positivo.

Gráfico 3  
Evolución del PIB (% t/t)



Fuente: IPEADATA

Gráfico 4  
Consumo privado  
y crecimiento de las inversiones (% t/t)



Fuente: IPEADATA

Sin embargo, los datos preliminares del tercer trimestre sugieren que el PIB ha vuelto a crecer de manera sólida. Los datos de alta frecuencia, como los de la producción industrial, las ventas minoristas, las ventas de vehículos, las cifras del mercado laboral y las encuestas de confianza, entre otros, apuntan a que la economía repuntó durante el tercer trimestre. Como consecuencia de esta situación, estimamos que la economía creció un 1,4% t/t durante el período, lo que podría ser el ritmo más dinámico desde principios de 2010.

La largamente esperada recuperación de la actividad económica en Brasil tuvo su origen en el tono expansivo de la política monetaria, la reducción de las existencias industriales, el crecimiento del gasto público y, en especial, los incentivos fiscales para impulsar al sector automotriz y otros.

A pesar de que los principales motores del repunte de la actividad observados el tercer trimestre han sido, básicamente, internos, la reducción de la aversión al riesgo global —impulsada por el nuevo programa de compra de deuda (Transacciones monetaria directa, o TMD) del Banco Central Europeo y por la nueva ronda de estímulo monetario de la Fed (Flexibilización cuantitativa, o QE3)— también ayudaron.

## La recuperación de la actividad en el segundo semestre del año no impedirá que el PIB de 2012 se quede por debajo del 2,0%

A pesar de la evolución positiva del PIB durante el tercer trimestre (que se anunciará oficialmente el 30 de noviembre), el crecimiento en los próximos trimestres no está asegurado. En este momento, el crecimiento depende en gran medida en el comportamiento del sector automotriz (y, por consiguiente, en las medidas políticas para apoyarlo). Además, aunque el consumo privado no ha sido completamente decepcionante, las inversiones todavía no han despegado y no queda claro si la mejora del estado de ánimo global y, en especial, el nuevo foco del gobierno en medidas por el lado de la oferta para impulsar la competitividad, conseguirán abrir el camino a una nueva ola de inversiones en capital fijo. Además, los mercados de crédito todavía no han dado indicios sólidos de recuperación y la morosidad todavía no ha caído como se esperaba, lo cual plantea dudas acerca de su aporte a la actividad económica en los próximos trimestres. Por último, el entorno exterior sigue siendo claramente una potencial fuente de turbulencias (encontrará una reseña más detallada de los riesgos internos y externos en la sección que aparece al final de este informe).

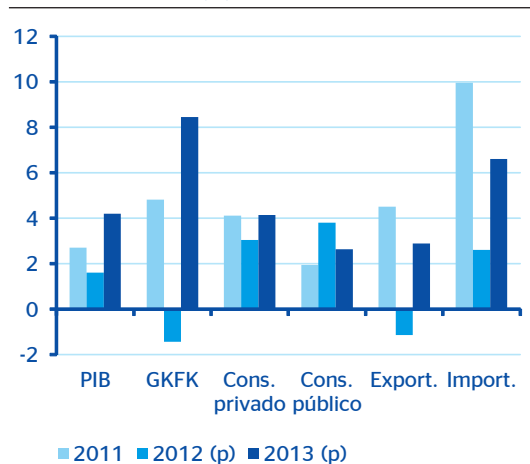
No obstante, a pesar de estos riesgos creemos que hay más posibilidades de que los factores que permitieron la recuperación de la actividad en el tercer trimestre seguirán siendo importantes en los próximos, y sostendrán el crecimiento del PIB por encima del 1,0% a/a. En otras palabras, prevemos una flexibilización de las condiciones monetarias y fiscales, la necesidad de ajustar al alza las existencias y la ausencia de un "evento extremo" en los países desarrollados.

Con respecto a la actividad del cuarto trimestre, estimamos que el PIB crecerá apenas por debajo del tercer trimestre, aunque a un ritmo significativamente mejor que durante el primer semestre.

A pesar del dinamismo observado en el segundo semestre, estimamos que el PIB habrá crecido en 2012 solamente un 1,6%. Por segundo año consecutivo, el crecimiento estará por debajo del potencial (que creemos que se sitúa en torno al 3,8%), y por debajo de la media del período 2003-2010 (4,1%).

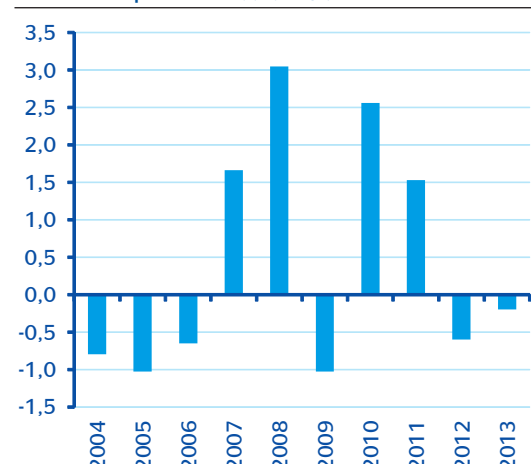
También nuestras actuales previsiones del PIB de 2012 están por debajo de nuestro pronóstico anterior (2,2%). Este ajuste a la baja es consecuencia de un crecimiento inferior al previsto en el segundo semestre, así como de perspectivas de una recuperación un tanto más blanda.

Gráfico 5  
Evolución del PIB (%)



Fuente: BBVA Research y IPEADATA

Gráfico 6  
Brecha del producto (\*) (% t/t)



(\*) Brecha del producto = (PIB observado - PIB potencial) / PIB potencial  
Fuente: BBVA Research



## En cuanto a 2013, esperamos que el PIB crezca un 4,2%, tras dos años de bajo crecimiento

La recuperación de la economía en el segundo semestre de 2012 debería abrir el camino para un mejor 2013. Desde una perspectiva estadística, generará un efecto de arrastre de aproximadamente 180 pb; es decir, que si la economía se mantuviese en 2013 al mismo nivel con que cierra 2012, el PIB crecería un 1,8%. Desde una perspectiva económica, la dinámica del segundo semestre podría ayudar a la economía a empezar 2013 en una situación mucho mejor que en enero de este año, ya que el descenso de las existencias industriales y una mayor confianza promoverían una demanda interna superior a la de 2012.

Pasando a los componentes de la demanda del PIB, creemos que las inversiones mejorarán el próximo año en torno al 8,0%, frente a un retroceso de más del 1,0% en 2012, gracias al aumento del gasto público, a las concesiones de infraestructuras al sector privado y a un entorno macroeconómico más dinámico. Por consiguiente, a diferencia de 2012, la demanda interna del año próximo también será impulsada por el segmento de inversiones, y no solamente por el consumo (véase el Gráfico 5). En cuanto al consumo, esperamos que la rigidez del mercado de trabajo lo mantendrá en niveles relativamente sólidos (3,7%, frente al crecimiento del 3,2% previsto para 2012).

Por lo que respecta a los componentes externos del PIB, creemos que las exportaciones mejorarán moderadamente en 2013, después de haber caído en torno al 1,0% este año. Esta recuperación estaría determinada por factores tales como mejores cosechas, la recuperación de la economía argentina (importante compradora de productos manufacturados brasileños), un crecimiento ligeramente más sólido en China (7,9% en 2013, frente a 7,6% de este año) y un tipo de cambio más depreciado. No obstante, la expansión de las exportaciones que esperamos para 2013 —en torno al 3,0%— quedará por detrás de la media del período 2003-2010 de 5,5%. Esto se debe a que el dinamismo de la economía global, en especial en los países desarrollados, el año entrante no será tan intenso como entonces. Con respecto a las importaciones, creemos que aumentarán en 2013, en línea con la recuperación de la demanda interna. Más exactamente, calculamos que crecerán más de un 6,0% tras haber avanzado menos de un 3,0% durante este año.

En general, la recuperación de actividad que prevemos para 2013 estará determinada por una aceleración de la demanda interna, cuya aportación al PIB alcanzará el 5,1% (frente al solamente 2,2% de 2012). La expansión más sólida de las importaciones con respecto a las exportaciones supondrá que la aportación de la demanda externa al PIB será más negativa que en 2012. Más exactamente, el -0,9%, en comparación con el -0,6% del presente año.

La recuperación de la economía cerrará prácticamente la brecha del producto hacia finales de 2013, tras un largo período en territorio negativo (véase el Gráfico 6).

## El nuevo foco del gobierno en políticas por el lado de la oferta para mejorar la competitividad es positivo. Sin embargo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento a largo plazo

En los últimos meses, el gobierno reaccionó a las críticas contra el modelo de crecimiento brasileño (encontrará información más detallada sobre el particular en la edición anterior de *Situación Brasil*) y la brusca desaceleración de la actividad al anunciar una serie de medidas para mejorar la competitividad. Entre dichas medidas se cuentan la reducción de la carga tributaria para algunos sectores, el descenso de las tarifas de electricidad (aproximadamente un 20% debido al recorte de impuestos) y, para el sector privado, la prórroga de concesiones y la apertura de proyectos de inversiones en infraestructuras. Además, el gobierno está estudiando más medidas para reducir la carga fiscal y corregir algunas distorsiones del sistema tributario. Se trata de una reforma muy sensible en la que están involucrados multitud de agentes, por lo que cualquier avance tendrá consecuencias positivas.

El establecimiento de la nueva agenda de reformas para promover la competitividad no sustituirá a las dirigidas a impulsar todavía más el crédito y el consumo, ya que las autoridades consideran que todavía existe un significativo margen de crecimiento en los próximos años.

Por consiguiente, las medidas para reforzar la competitividad serán más un complemento que un sustituto de medidas para impulsar la demanda adoptadas en años recientes. Esto es comprensible en un entorno de actividad económica interna débil, aunque podría resultar problemático cuando la economía se recupere. En otras palabras, la insistencia en políticas centradas en la demanda (conjuntamente con políticas orientadas hacia la oferta) es positiva en términos de crecimiento a corto plazo (sobre todo porque la brecha de producción es negativa). Pero a medio y largo plazo también podría generar dificultades, como un excesivo crecimiento del crédito (las próximas complicaciones relacionadas a los mercados de crédito podrían generar problemas mucho más serios que los observados no hace mucho).

Aunque la adopción de una agenda de competitividad es una buena noticia, todavía existe incertidumbre en lo que respecta a la capacidad del gobierno de implementar estas medidas. Por otra parte, el estilo microgerencial e intervencionista del gobierno plantea dudas sobre la viabilidad del nuevo modelo ajustado.

Las dudas sobre la implementación de la nueva agenda de competitividad, sumadas a la inquietud por la excesiva intervención del Estado en la economía, conllevaron la reciente baja de inversiones y provocó una revisión a la baja de nuestras previsiones a largo plazo. Más exactamente, revisamos ligeramente a la baja nuestras previsiones de PIB potencial para el período 2014-2016 desde el 4,2% al 3,8% (véase información más detallada acerca del particular en el Recuadro). La adopción efectiva de la agenda de competitividad (es decir, reducción significativa de la carga fiscal, simplificación de la estructura tributaria y aumento de las inversiones públicas y privadas) podría conllevar una revisión al alza de tales pronósticos.

### Recuadro. Las menores aportaciones del capital y de la PTF merman el potencial de crecimiento de largo-plazo de Brasil

Recientemente revisamos nuestro modelo de producción potencial, que sigue el enfoque de la función de producción. Por segundo año consecutivo, nuestro modelo muestra una reducción de las perspectivas de crecimiento del país. Más exactamente, el modelo nos señala que el producto potencial de Brasil durante el bienio 2014-2016 se sitúa hoy en 3,8%, menos que el estimada en los dos años precedentes (4,2% en 2011 y 4,5% en 2010).

Como puede verse en el Gráfico 7, la revisión a la baja del PIB potencial en los dos últimos años se explica por las peores perspectivas acerca de la evolución del factor capital y la productividad total de los factores (PTF, que es, por decirlo sucintamente, un medidor de la productividad en el uso del trabajo y del capital). La aportación del factor Capital al crecimiento potencial en 2014-2016 ha descendido, según nuestras estimaciones, desde aproximadamente el 2,4% de 2010 al 2,1% de 2011 y el 2,0% actual. De manera similar, la aportación de la PTF bajó desde el 1,2% de 2010 al 1,1% de 2011 y el 0,9% de 2012. Por su parte, la aportación del factor Trabajo al crecimiento del PIB se ha mantenido prácticamente constante en el 0,9%.

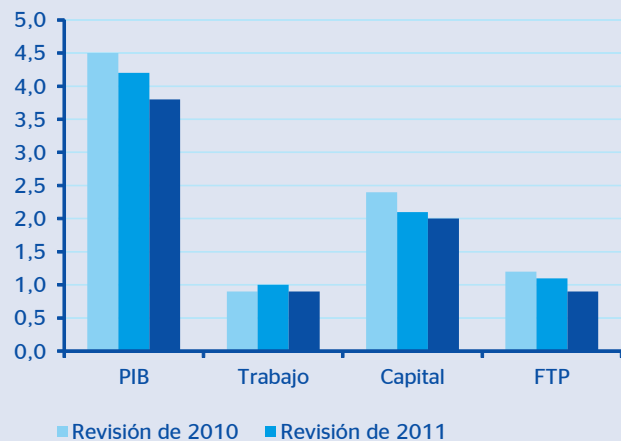
El deterioro en las perspectivas de aportación del Capital y de la PTF está, en nuestra opinión, relacionado con la incapacidad de promover el aumento de la inversión y con la parálisis de la agenda reformista de estos años. En cuanto a las inversiones, en 2011 crecieron un 4,8%, aunque se espera que caigan más del 1,0% este año.

Estas cifras están muy alejadas del promedio de expansión del 9,3% del período 2004-2010. Aunque sin duda el entorno externo no ayudó, la incapacidad del gobierno de promover el aumento de la inversión, así como las consecuencias negativas de la incertidumbre institucional y reglamentaria para la inversión privada, han sido factores que explican la debilidad de las inversiones. En cuanto al programa de reformas, en los últimos años del gobierno de Lula y en los primeros de la administración de Dilma, los progresos en la mejora de la competitividad interna fueron escasos.

Como señalamos en el cuerpo del informe, en este momento existe la oportunidad de que la adopción de algunas medidas estructurales positivas ayude a mejorar las perspectivas de la aportación de la PTF y del Capital en los años venideros. Como puede verse en el Gráfico 8, la versión más reciente de nuestro modelo de PIB potencial predice que la aportación de la PTF se mantendrá más o menos constante, y que la aportación del factor Capital aumentará en los próximos años. No obstante, más que eso, lo que la economía necesita en el futuro es crecer de manera sostenible a un ritmo de aproximadamente el 4,0% anual o más, sobre todo porque la demografía y las actuales condiciones del mercado de trabajo (índice de paro muy bajo) mantendrán restringida la aportación del factor Trabajo.

Gráfico 7

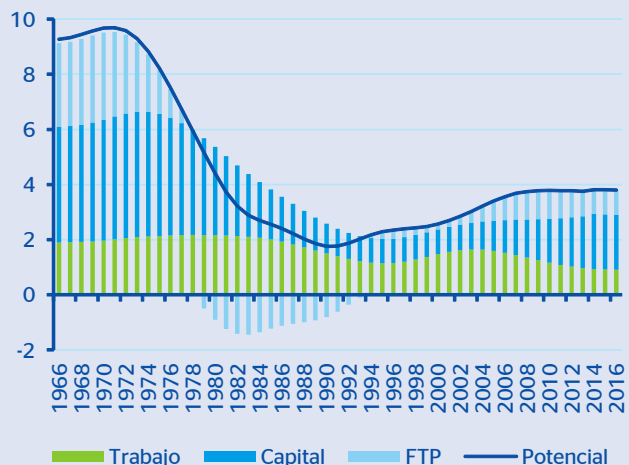
#### Crecimiento potencial del PIB y aportaciones por factores (%), promedio de 2014-2016



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8

#### Producción potencial y aportaciones por factores (%)



Fuente: BBVA Research

## El año próximo se irán acumulando presiones inflacionarias, aunque serán parcialmente contrarrestadas por el impacto de los recortes de impuestos

En los últimos meses se han observado presiones inflacionarias en los precios de los alimentos, que han mostrado una brusca tendencia alcista en línea con los trastornos de la oferta. En octubre, la inflación general alcanzó el 5,5% a/a, la más alta desde febrero. En el mismo período, los alimentos subieron un 10,5% a/a (véase el Gráfico 9).

Si la inflación de los alimentos se hubiese mantenido próxima a la media observada durante el primer semestre (que no está lejos del promedio registrado desde 2004) en lugar de subir abruptamente, la inflación interanual, y también la de todo el año, se situaría en el 4,8%. Es significativamente menor que la inflación actual, aunque todavía por encima del objetivo del 4,5%.

Sin embargo, si excluyésemos las repercusiones sobre la inflación de factores puntuales no vinculados a la demanda (como los políticos piden a los analistas que hagan), también tendríamos que ver cómo se hubiese comportado la inflación si no se hubiese cambiado el método para calcularla ni se hubiesen recortado los impuestos sobre la compra de vehículos y otros productos. Nuestros cálculos sugieren que la inflación de 2012 hubiese sido unos 80 pb mayor excluyendo dichos factores. Por consiguiente, ahora la inflación se situaría (y se situará al cierre del año) en torno al 5,6% si se hubiese excluido del cálculo no solamente los negativos efectos del precio de los alimentos, sino también los factores puntuales positivos.

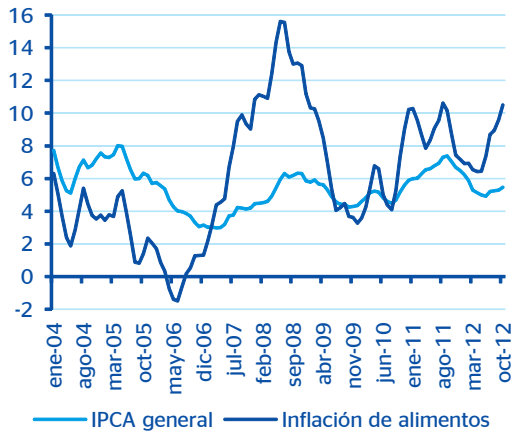
Los factores puntuales seguirán teniendo importante efectos en la inflación de 2013. En línea con los recientes anuncios, se prevé que las tarifas de electricidad caerán en torno al 20% a principios del próximo año, lo que restará en torno a 50 pb de la inflación de 2013. Además, creemos que para el año próximo es muy posible la adopción de otros recortes de impuestos con repercusiones positivas no desdeñables. Por otro lado, un eventual ajuste de los precios de los combustibles (que se mantuvieron prácticamente constantes en 2012 para evitar que afectasen negativamente a la inflación) y el final de los recortes impositivos temporales son motivos de potenciales riesgos alcistas de la inflación.

En nuestra opinión, la moderación de los precios de los alimentos permitirá que la inflación se mantenga prácticamente estable durante el resto del año. Creemos que el IPCA cerrará el año en el 5,4%. Para 2013, estimamos que se reanudarán las presiones inflacionarias cuando la economía se recupere y se cierre la brecha del producto. El tono de las políticas fiscales y monetarias, la renuencia a aceptar una apreciación más pronunciada del real y la adopción de aranceles de importación más altos deberían contribuir a crear un entorno menos favorable para la inflación.

No obstante, creemos que las autoridades económicas conseguirán mantener la inflación lejos del 6,5% —el límite superior del objetivo— gestionando los factores puntuales antes mencionados (precios de combustibles, tarifas eléctricas, recortes de impuestos), y adoptando algunas medidas restrictivas (véase la siguiente sección).

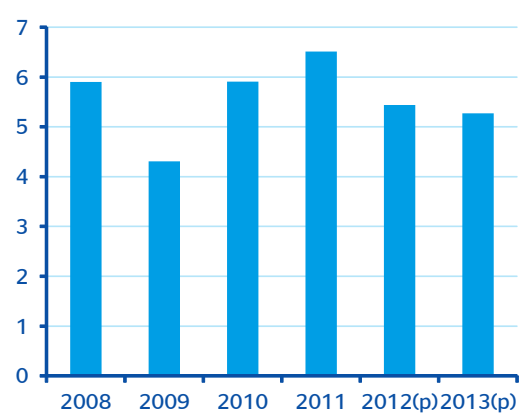
Preveamos que la inflación de 2013 se cerrará en el 5,3% (véase el Gráfico 10), aunque vemos una creciente tendencia alcista en este pronóstico (sobre este tema, recomendamos la siguiente sección acerca de los riesgos idiosincráticos y externos a los que debe enfrentarse la economía brasileña).

Gráfico 9  
Inflación: general y de alimentos (% a/a)



Fuente: IBGE

Gráfico 10  
Inflación: fin del período (%)



Fuente: BBVA Research y IBGE

## Se prevé que el tipo del SELIC se mantendrá estable por un período de un largo sin precedentes, después de un ajuste a la baja histórico

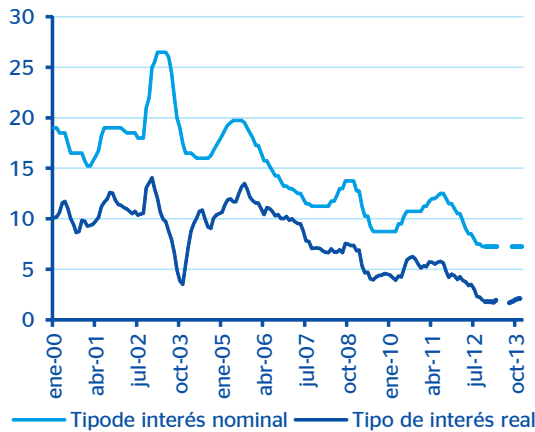
Tal y como lo habíamos previsto, el Banco Central recortó la SELIC en 25 pb, dejándola en el 7,25%, y anunció que daba fin a uno de los ciclos de flexibilización monetaria más agresivos del país. Desde agosto de 2011 hasta octubre de 2012, el tipo de referencia bajó 525 pb (véase el Gráfico 11). Durante este período desaparecieron algunos de los obstáculos que impedían que la SELIC cayese a niveles históricamente bajos, como la remuneración de las cuentas de ahorro (las “contas de poupança”).

Además de recortar la SELIC, la autoridad monetaria mantuvo el énfasis en el (“desinflacionario”) entorno externo (a pesar de las presiones “a corto plazo” de los alimentos), sugiriendo, más explícitamente de lo que se esperaba, que los tipos se mantendrán ahora estables durante un “período de tiempo lo suficientemente prolongado”.

Creemos que el SELIC se mantendrá constante en 7,25%, al menos hasta finales de 2013. Sería entonces el período de estabilidad más prolongado desde que en 1999 se adoptó el sistema de objetivos de inflación.

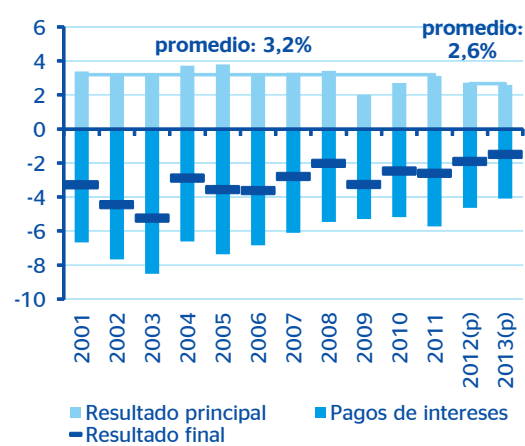
En nuestra opinión, el aumento de las presiones inflacionarias en 2013 no provocará ajustes de los tipos de interés. Como ya hemos comentado, creemos que estas presiones se controlarán mediante una reducción controlada de algunos impuestos. Además, esperamos cierto ajuste de la política fiscal, una cierta apreciación del real y la adopción ciertas medidas macroprudenciales (como puede verse en el Gráfico 15, Brasil viene aplicando este tipo de medidas más activamente que cualquier otro país de la región). En otras palabras, las autoridades económicas utilizarán otras herramientas, además de la SELIC, para impedir que la inflación se descontrolé.

Gráfico 11  
Tipo de interés SELIC (%)



Fuente: BBVA Research y Banco Central do Brasil

Gráfico 12  
Balance fiscal (% del PIB)



Fuente: BBVA Research, Banco Central do Brasil

## ¿Más inversión pública y menos carga tributaria a cambio de menores superávits primarios?

Las recientes cifras fiscales reflejan un deterioro del superávit primario del sector público: a nivel anual, en septiembre bajó hasta el 2,3% del PIB, desde el 3,2% de hace un año. La caída de la cuenta del superávit primario, que excluye el pago de intereses, es consecuencia de un gasto relativamente alto y de ingresos menos sólidos (debido a la moderación de la economía y a las reducciones de impuestos).

La reducción del superávit primario no es ni irracional ni sorprendente, en especial porque i) la economía está funcionando por debajo de su potencial; ii) el pago de intereses está disminuyendo continuamente debido al brusco recorte de la SELIC (en septiembre, el pago de intereses supuso “solamente” el 5,1% del PIB, frente al 5,7% de hace un año y el 6,2%, como media, del período 2004-2011); y iii) la dinámica de la deuda pública sigue siendo muy positiva (35,3% en septiembre, frente al 36,3% de septiembre de 2011 y el 44,5% del período 2004-2011).

Aunque la reducción del superávit primario tiene un componente cíclico, también incluye, en nuestra opinión, otro estructural. Más exactamente, creemos que a partir de ahora el gobierno generará superávits primarios más bajos, incluso después de la recuperación de la economía. Por cuanto creemos que mayormente el reciente recorte de tipos de interés será permanente, incluso unos superávits primarios de aproximadamente el 1% del PIB —mucho menores que el actual objetivo del 3,1%— garantizarían que no aumente la ratio deuda pública/PIB.

En nuestra opinión, el gobierno tendrá éxito en la adopción de un nuevo régimen fiscal si consigue cumplir dos condiciones. La primera, utilizar el espacio fiscal que se abre para reducir la carga tributaria y/o aumentar la inversión pública (lo cual ayudará a mejorar la competitividad del sector privado y a evitar el aumento de las presiones inflacionarias). En segundo lugar, para reemplazar el actual objetivo de superávit primario por otro parámetro fiscal que garantice que la deuda pública continúe su tendencia a la baja y gestionar las expectativas.

Aunque por el momento no queda claro cómo gestionará el gobierno la transición desde el sistema actual al nuevo (de hecho, ni siquiera queda claro si habrá alguna), pronosticamos una reducción de la carga tributaria y un aumento de la inversión pública a partir de este año. En consecuencia, prevemos que los superávits primarios descenderán desde el aproximadamente 3,2% de la última década para situarse en torno al 2,6% en 2012 y 2013, e incluso menos en los años subsiguientes.

Como puede apreciarse en el Gráfico 12, la reducción de los superávits primarios vendría acompañada de un descenso de los pagos de intereses que garantizaría una reducción del resultado fiscal total hasta situarlo por debajo del nivel del -2,0%. Por último, creemos que la deuda pública se mantendrá en torno al 35% en 2012 y 2013, y que se aproximará al 30,0% con posterioridad.

Aunque la flexibilización de los actuales objetivos fiscales (o, simplemente, la reducción de los superávits primarios del sector público) no es preocupante desde una perspectiva de la deuda, podría serlo en lo que respecta a su influencia sobre la inflación. En otras palabras, una política fiscal más expansiva podría alimentar el año que viene las presiones inflacionarias, por lo que consideramos que se afinará (es decir, será menos expansiva) cuando el país se recupere y se cierre la brecha de producción. De lo contrario, existe el riesgo de un aumento de la inflación y de un ajuste al alza de la SELIC (que no es nuestro escenario de referencia, sino más bien un escenario de riesgo para el país, como se explica a continuación).

### **Tras mantenerse estable muchos meses, prevemos que el tipo de cambio se apreciará ligeramente y que la cuenta corriente se deteriorará en 2013**

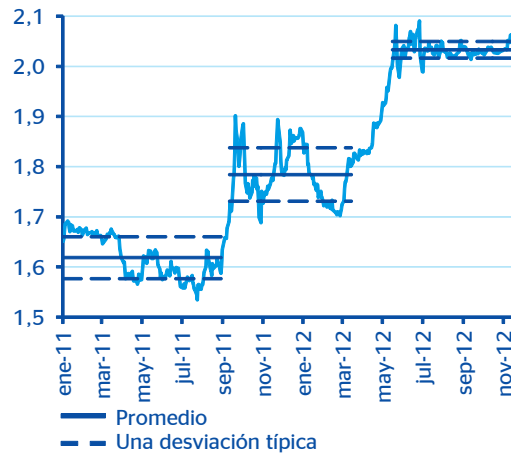
Como puede verse en el Gráfico 13, el real pasó desde 1,8 por dólar a aproximadamente 2,03 en mayo, tras una nueva ráfaga de pesimismo por la situación de la zona euro. Aunque desde entonces el ánimo ha mejorado un poco, el real no volvió a situarse en un nivel más apreciado, ya que el gobierno y el Banco Central siguieron interviniendo —y prometiendo hacerlo todavía más, si fuese necesario— en el mercado cambiario (véase en el Gráfico 15 el grado de intervención en el mercado de divisas en Brasil y otros países de la región), y la SELIC siguió siendo recortada.

Quizá más sorprendente que el nuevo salto del real ha sido la estabilidad en el nuevo nivel. Más exactamente, la volatilidad del tipo de cambio se redujo abruptamente en los últimos meses: la desviación típica del tipo de cambio en torno a la media (2,03) desde mayo es de 0,02, menos de la mitad que la observada en períodos anteriores (véase el Gráfico 13). Esta sorprendente estabilidad ha llevado a algunos analistas a decir que el actual sistema de cambio no es un régimen libre, sino más bien de paridad deslizante.

Creemos que las tensiones globales y la intervención interna mantendrán al real más o menos en su actual banda durante lo que queda de año. Prevedemos que la recuperación de la economía brasileña, la relativa moderación de las turbulencias globales y la creciente preocupación por la inflación conlleven una ligera devaluación del real durante 2013. Nuestro pronóstico es que seguirá en torno a 1,95 por dólar en 2013, y que cerrará el año en 1,96.

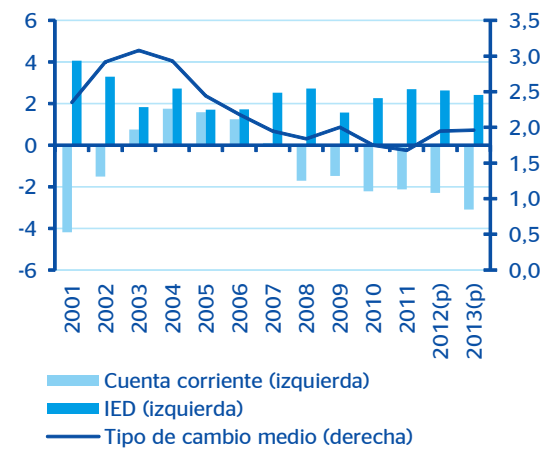
A pesar de que el tipo de cambio seguirá siendo como media un 15% inferior al del período 2009-2010 y de que los precios de las materias primas se mantendrán en niveles relativamente altos (sobre todo los alimentos), prevemos que la cuenta corriente se deteriorará durante 2013 y que acabará ese año un poco por encima del 3,0% (véase el Gráfico 14). Tras este deterioro llegaría un largo período de estabilidad (en torno al 2,0-2,3%), y coincide con las previsiones de que la demanda interna se recuperará en los próximos meses. No obstante, estimamos que la inversión extranjera directa (IED) seguirá financiando la mayor parte del déficit por cuenta corriente, y que las reservas internacionales continuarán sirviendo como amortiguador contra posibles reversiones de flujos de capital.

Gráfico 13  
Tipo de cambio: BRL por USD



Fuente: BBVA Research y Banco Central do Brasil

Gráfico 14  
Cuenta corriente, inversión extranjera directa (% del PIB) y tipo de cambio (BRL por USD)



Fuente: BBVA Research y IBGE

## Los riesgos no solamente proceden del entorno externo, sino también de factores idiosincráticos

Los principales retos para los países latinoamericanos, incluyendo Brasil, se concentran en el entorno exterior, aunque se observan crecientes riesgos idiosincráticos. Se derivan de la manera de encarar una posible crisis en Europa o las medidas de ajuste fiscal en EE.UU., así como del creciente uso de medidas macroprudenciales para controlar la liquidez global.

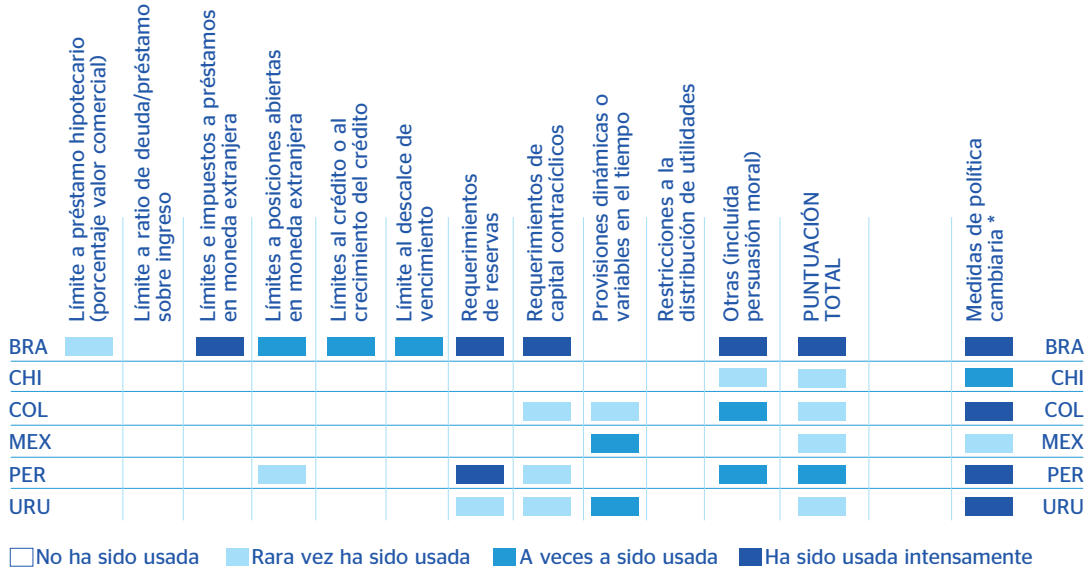
En cuanto a lo primero, el riesgo de un “accidente” en Europa o en EE.UU. es menor que hace tres meses, aunque claramente no desdeñable. No obstante, creemos que Brasil cuenta con las herramientas necesarias para gestionar las consecuencias de una nueva crisis global, aunque sus repercusiones en el país serían significativas (véase en la anterior edición de [Situación Brasil](#) información más detallada acerca de nuestra evaluación de las repercusiones de un accidente global en Brasil).

En cuanto al creciente uso de medidas macroprudenciales, las autoridades deberían ser conscientes de la relación existente entre costes y riesgos, sobre todo en Brasil, que las ha estado aplicando más intensamente que cualquier otro país de la región (véase el Gráfico 15). En primer lugar, si las políticas macroprudenciales desvían los flujos de capital hacia otros países emergentes, atraídos por las políticas monetarias expansivas de las economías desarrolladas, existe el riesgo de un uso excesivo de tales medidas. En segunda instancia, las autoridades económicas todavía no tienen suficiente experiencia (propia o ajena) en el uso de la mayoría de las medidas macroprudenciales. Por último, debe recordarse que las medidas macroprudenciales acaban convirtiéndose en un lastre para el progreso de la penetración financiera necesaria en la región, considerando que la mayoría de los países todavía tienen, por ejemplo, ratios de crédito/PIB muy inferiores a las esperadas de economías de sus características (sobre este particular, véase nuestra publicación [Situación Latinoamérica](#)).



Gráfico 15

Uso de las políticas macroprudenciales en América Latina entre enero de 2010 y octubre 2012



\* Incluye, por ejemplo, intervención del tipo de cambio, límites a la inversión en el extranjero de fondo de pensiones, límites a la compra de moneda extranjera por fondos de pensiones, etc.  
Fuente: BBVA Research

Con respecto a cuestiones idiosincráticas, en Brasil vemos crecientes riesgos inflacionarios. Vemos probable un escenario en el que la inflación es mantenida bajo control por una serie de recortes de impuestos y ciertas medidas restrictivas que se adoptarán el año que viene. Sin embargo, no es de descartar la posibilidad de que la inflación acabe siendo mayor de la prevista, en especial si las autoridades se muestran lentas en reaccionar a las crecientes presiones de la demanda el año que viene, o si la política fiscal resulta ser más expansiva de lo que esperamos (aprovechando el margen que deja la disminución del pago de intereses para incrementar el consumo público, en lugar de promover las inversiones y reducir impuestos).

Sin embargo, no es la inflación la única posible fuente de riesgos internos. Seguimos viendo riesgos en el agotamiento del modelo actual, basado en exceso en la expansión del crédito y del consumo, aunque en este momento dichos riesgos son menores que hace tres meses debido al anuncio de las medidas para impulsar la competitividad. Además, existe el riesgo de una excesiva expansión del crédito público, que podría suponer problemas para la banca pública si la economía no se recupera como se espera o en caso de una nueva crisis global. Por último, una serie de episodios recientes —como la negociación de las concesiones y la reducción de tarifas del sector eléctrico— alertan contra una excesiva intervención pública y contra riesgos regulatorios, que podrían acabar reduciendo la rentabilidad de algunos sectores y obstaculizar la inversión privada.

## 4. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	7,6	2,7	1,6	4,2
Inflación (% a/a, fdp)	6,0	6,5	5,4	5,3
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	1,66	1,87	2,02	1,96
Tipos de interés (% fdp)	10,75	11,0	7,25	7,25
Consumo privado (% a/a)	7,0	4,1	3,0	4,1
Consumo público (% a/a)	4,2	2,0	3,8	2,6
Inversión fija (% a/a)	21,6	4,8	-1,4	8,5
Saldo sector público (% PIB)	-2,5	-2,6	-1,9	-1,5
Cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-2,1	-2,3	-3,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	Tipos de interés (%, fdp)
1T 11	4,2	6,3	1,63	11,75
2T 11	3,3	6,7	1,56	12,25
3T 11	2,1	7,3	1,86	12,00
4T 11	1,4	6,5	1,87	11,00
1T 12	0,8	5,3	1,83	9,75
2T 12	0,5	4,9	1,83	8,50
3T 12	2,1	5,3	2,03	7,50
4T 12	3,1	5,4	2,02	7,25
1T 13	4,1	5,5	1,98	7,25
2T 13	4,7	5,7	1,96	7,25
3T 13	4,2	5,2	1,94	7,25
4T 13	3,8	5,3	1,96	7,25

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Brasil:**

---

**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@bbva.com

---

**BBVA Research**

---

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

**Economías Emergentes:**

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

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

**Coordinación Latam**

**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia

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

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.com

México

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

Análisis Macro México

**Economías Desarrolladas:**

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

España

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

Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

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

**Sistemas Financieros y Regulación:**

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

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones

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

Regulación y Políticas Públicas

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

**Áreas Globales:**

Escenarios Financieros

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

Escenarios Económicos

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

Innovación y Procesos

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

**Market & Client Strategy:**

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**  
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a:**

**BBVA Research**  
Paseo Castellana, 81 – 7ª planta  
28046 Madrid  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
www.bbvaresearch.com