

Situación Brasil

Segundo trimestre 2015

Unidad de Economías Emergentes

- El PIB de Brasil se contrae y la inflación se dispara. Prevedemos que el crecimiento de la economía será de -0,7% este año, debido tanto a factores externos como internos, y que la inflación permanecerá alrededor de 8,0% en el segundo semestre de 2015, por la fuerte corrección en los precios administrados.
- El ajuste económico continúa, a pesar de los sobresaltos. Se ha revertido el tono expansivo de las políticas fiscal y monetaria. A pesar del impacto negativo sobre el crecimiento a corto plazo y de las turbulencias políticas, medidas adicionales deben ser anunciadas para aumentar la confianza en el país y sentar las bases para la recuperación de la economía.

Índice

1 Resumen	2
2 Entorno global: el crecimiento se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	3
3 Brasil: el ajuste de la política económica continúa, a pesar de los sobresaltos	5
Recuadro 1: El impacto de la tasa Selic y de la comunicación del BCB sobre los tipos de interés futuros	8
4 El PIB se contrae y la inflación se dispara	10
5 Los mercados financieros domésticos se calman, pero siguen pendientes del ajuste económico y de la Fed	15
6 Tabla de previsiones	17

Fecha de cierre: 2 de junio de 2015

1 Resumen

El crecimiento mundial será de 3,5% en 2015 y 3,9% en 2016. Las economías emergentes revertirían la desaceleración actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un incremento de las tasas de interés en EE.UU. más suave que en anteriores episodios.

La economía brasileña se contraerá 0,7% en 2015, tras mantenerse estancada en 2014. En el primer trimestre el PIB se redujo 0,2% t/t y las señales recientes apuntan a un deterioro más fuerte en el segundo trimestre. A pesar de los riesgos bajistas, una ligera recuperación debe materializarse en el segundo semestre. En todo caso, el entorno para la actividad económica será muy desfavorable debido al impacto negativo tanto de factores externos como internos. Entre los primeros, destaca la nueva caída de los términos de intercambio como consecuencia de los menores precios de las materias primas. Con respecto a los factores internos, los más relevantes son: i) el tono restrictivo de las políticas fiscal y monetaria; ii) el aumento de los costes afrontado por las empresas y familias debido al realineamiento de los precios de los productos regulados por el gobierno y a la depreciación del tipo de cambio; iii) la crisis de Petrobras, por sus efectos sobre la economía y sobre el ya turbulento entorno político; iv) el riesgo de racionamiento de energía. Asimismo, el impacto negativo de estos factores se concentrará en este año. Prevedemos que el PIB crezca de forma moderada en 2016 (1,8%), en línea con la esperada recuperación de la confianza tras los ajustes –monetario, fiscal y cambiario- que se materializarán a lo largo de 2015.

La inflación permanecerá alrededor de 8,0% en lo que queda de 2015 y se moderará hasta 5,5% en 2016 después que el impacto del realineamiento de los precios administrados se desvanezca. La falta de margen de maniobra en el ámbito fiscal ha obligado al gobierno a ajustar al alza el precio de los bienes y servicios regulados. Así, la inflación en este segmento alcanzó recientemente más de 13,0%, ocasionando un repunte del IPC hasta más 8,0%. Hacia adelante, prevedemos que la inflación se mantendrá alrededor de este nivel en lo que queda de año: el final del proceso de corrección de precios regulados debe evitar un repunte aún mayor de la inflación, mientras que el impacto de la depreciación cambiaria y los factores inerciales impedirán una moderación significativa de las presiones sobre los precios internos. En 2016, cuando el efecto de la corrección de los precios administrados registrado en los primeros meses de 2015 desaparezca, la inflación deberá moderarse, aunque permanecerá por encima del objetivo de 4,5%.

El ajuste restrictivo de la política económica ha continuado en los últimos meses, con nuevas acciones monetarias y fiscales. A pesar del inestable entorno político, este proceso debería continuar en los próximos meses. Más medidas fiscales deberían permitir que el sector público genere un superávit primario de 0,9% del PIB este año, por debajo del objetivo de 1,1%, pero significativamente mayor que el de 2014. Por otro lado, el BCB debe seguir ajustando al alza los tipos Selic hasta al menos 13,75%. Esperamos que este proceso de ajuste permita una recuperación gradual de la confianza y de la actividad económica a partir de la segunda mitad del año. Asimismo, hay un riesgo no despreciable de que las turbulencias políticas limiten el proceso de ajuste y que en consecuencia los agentes lo perciban como insuficiente. En este caso el repunte previsto de la actividad económica estaría amenazado.

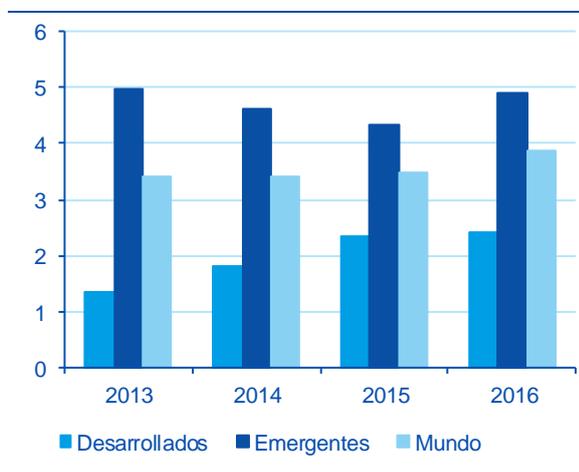
Los mercados financieros domésticos se calman, pero siguen pendientes del ajuste económico y de la Fed. Los activos financieros domésticos repuntaron recientemente, debido a la percepción de que la normalización monetaria en EE.UU. será más suave que lo esperado, por la mayor confianza en el ajuste de la política económica y los menores riesgos relacionados a la crisis de Petrobras. En todo caso la evolución de estos factores debe seguir generando turbulencias en los próximos meses. Con respecto al real brasileño, consideramos inevitable que se siga depreciando a lo largo de 2015 y 2016.

2 Entorno global: el crecimiento se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

El crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015

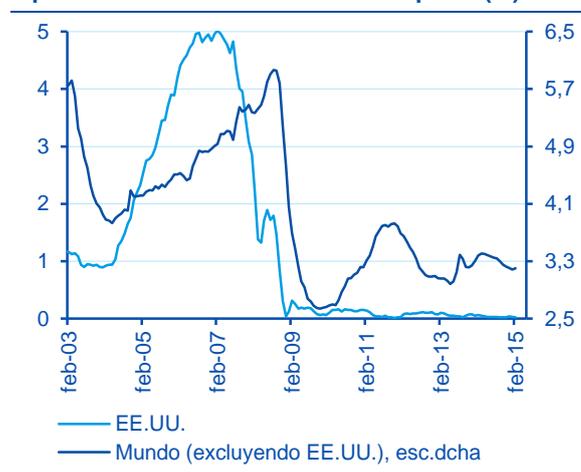
La moderación del crecimiento mundial en el primer trimestre se produjo por la desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia y Brasil). La consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este.

Gráfico 2.1
Crecimiento del PIB mundial (%): Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Tipos de interés nominales a corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research

Así, revisamos el crecimiento mundial para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014 (Gráfico 2.1). En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la desaceleración actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con nuestras previsiones, y el refuerzo de políticas monetarias laxas de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. En efecto, se ha producido un mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés (Gráfico 2.2), en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero.

Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de

China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación de su deuda.

Se ralentizó el crecimiento en EEUU en el primer trimestre...

EE.UU. ha iniciado 2015 con una ralentización significativa de su ritmo de crecimiento hasta el -0,7% trimestral anualizado frente a un incremento del 3,9% en promedio en los tres trimestres anteriores. La atípica severidad de las condiciones meteorológicas explica parte de esta desaceleración, a lo que se une la caída del precio del petróleo y su impacto sobre el sector energético y el efecto incipiente de la apreciación del dólar sobre las exportaciones. Con todo, la fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral debería continuar dando soporte a la renta de los hogares y al consumo privado. Así, el crecimiento anual de EE.UU. podría alcanzar el 2,9% en 2015 y mantener tasas cercanas al 3% en 2016.

La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento del primer trimestre definirá su función de reacción en adelante. Lo más probable es que el primer aumento de los *fed funds* se produzca en septiembre de 2015, con una subida gradual posterior para llegar no más allá de 1,5% a finales de 2016.

... y también lo hizo en China

En China, la desaceleración económica ha ganado intensidad en los últimos meses, al crecer 7% interanual en el primer trimestre de 2015, con un ajuste de la producción industrial y la inversión, pero un mejor comportamiento relativo del consumo privado. La desaceleración viene de la mano de la corrección en curso del mercado inmobiliario, la incertidumbre política previa a la celebración de la Asamblea Popular Nacional de marzo; el deterioro de competitividad por la apreciación global del renminbi y, por último, los efectos de la consolidación fiscal de las administraciones locales iniciada en 2014.

El carácter estructural de los factores mencionados soporta el pronóstico de que China crecerá a medio plazo menos y con una volatilidad mayor. El objetivo de crecimiento anual del 7% para 2015 establecido por las autoridades del país descansa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetario como fiscal. Ya en 2016, el crecimiento se seguiría ajustando al 6,6%.

La eurozona mostró la mayor recuperación en los últimos meses

La eurozona es, de las economías desarrolladas, la que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. El PIB podría haber crecido al ritmo más elevado desde mediados de 2011, con Alemania y España liderando el crecimiento del conjunto del área. La recuperación viene impulsada por las mejores condiciones de financiación y la depreciación del euro, ambas generadas por el programa de *quantitative easing* del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo. El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento. De este modo, el avance anual del PIB sería 1,6% en 2015, que aumentaría a 2,2% en 2016.

3 Brasil: el ajuste de la política económica continúa, a pesar de los sobresaltos

El gobierno refuerza su apoyo al ajuste económico, pero los sobresaltos políticos ralentizan los avances

El ajuste restrictivo de la política económica ha continuado en los últimos meses, con nuevas acciones para reducir las distorsiones acumuladas en los últimos años e intentar recuperar la confianza en el país. Por un lado, el Banco Central de Brasil (BCB) ha seguido endureciendo las condiciones monetarias a través de continuos aumentos –mayores a lo esperado– de los tipos SELIC en un intento de finalmente anclar las expectativas de inflación. Por otro lado, el gobierno ha anunciado medidas para revertir el tono fiscal expansivo observado el año pasado, frenar el deterioro de las cuentas públicas y evitar la pérdida del grado de inversión.

El gobierno de la Presidenta Dilma Rousseff ha estado respaldando las acciones tomadas tanto por el Presidente del BCB Alexandre Tombini, como por el Ministro de Hacienda Joaquim Levy, reduciendo el riesgo de que el ajuste no logre alcanzar sus objetivos.

Sin embargo, el gobierno ha estado encontrando grandes obstáculos para conseguir el necesario respaldo del congreso, incluso de los partidos que componen la base de apoyo del gobierno, para poner en marcha algunas de las medidas fiscales anunciadas desde el inicio del año.

En nuestra opinión, lo más probable es que los sobresaltos políticos ralenticen el proceso de ajuste económico sin impedir que logre reducir al menos parte de las distorsiones acumuladas en los años anteriores (por ejemplo: pérdida de credibilidad de las políticas económicas, inflación, déficit en cuenta corriente y aumento de la deuda pública). En todo caso, esperamos que en los próximos meses más acciones en los frentes fiscal y monetario sean adoptadas en línea con las anunciadas en los últimos meses. Así, esperamos que una recuperación gradual de la confianza y de la actividad económica empiece a materializarse en el segundo semestre¹, tras un fuerte deterioro en la primera mitad del año, limitando la caída del PIB a 0,7% este año y posibilitando un repunte de 1,8% del crecimiento en 2016.

Asimismo, hay un riesgo no despreciable de que las turbulencias políticas limiten el proceso de ajuste y que en consecuencia los agentes lo perciban como insuficiente. En este caso el repunte previsto de la actividad económica estaría amenazado. Lo más probable sería entonces una caída más fuerte del PIB en 2015 y un repunte menos significativo –incluso nulo– del crecimiento en 2016.

Política fiscal: el ajuste será significativo, pero la desaceleración de la demanda y los problemas políticos amenazan el cumplimiento del objetivo fiscal del año

El gobierno ha anunciado desde el inicio del año una serie de medidas para aumentar sus ingresos y reducir sus gastos. Entre las primeras destacan i) el restablecimiento de un impuesto sobre los combustibles, ii) el aumento de impuestos sobre los préstamos bancarios a las familias; iii) el aumento de impuestos que recaen sobre las importaciones, iv) la reversión de los incentivos sectoriales (previamente concedidos a través de una reducción del impuesto sobre las nóminas); v) fin de los incentivos tributarios al sector automotriz; vi) aumento de los impuestos al sector de cosméticos; vii) aumento del impuesto sobre

1: En alguna medida este proceso de recuperación de la confianza tras un ajuste económico se parecería al adoptado en el primer año del gobierno del Presidente Lula en 2003. Para una comparación de los casos véase nuestro informe “2003 y 2015: ajustes similares, tiempos diferentes”.

sociedades que pagan los bancos. En su conjunto, estas medidas deben contribuir para elevar la recaudación tributaria en alrededor de 0,5% del PIB este año.

Con respecto a las medidas para recortar los gastos, las principales son: i) el congelamiento de R\$70 miles de millones (1,2% del PIB) de gastos presupuestados; ii) el recorte de algunos beneficios sociales, incluyendo de la ayuda frente al desempleo, con un impacto estimado de 0,2% del PIB en 2015.

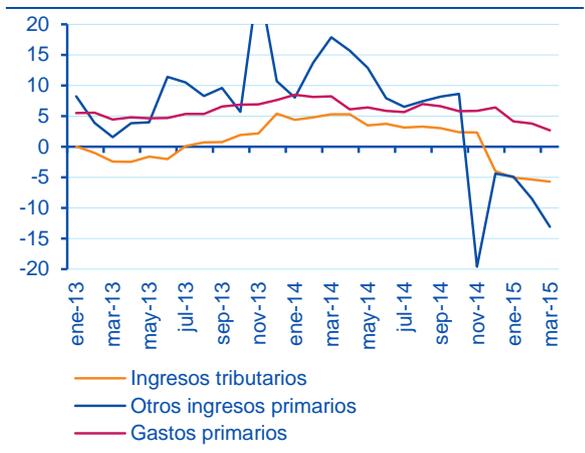
A pesar de que algunas de estas medidas, en especial la reversión de parte de los incentivos sectoriales, aún dependen de la aprobación del congreso, se trata de un paquete de medidas relevante, capaz de revertir el tono expansivo de la política fiscal observado en 2014.

Sin embargo, incluso si el gobierno logra que las medidas pendientes de aprobación por el congreso no sean modificadas y si contamos con un probable nuevo aumento tributario similar a los ya anunciados, será muy difícil que cumpla el objetivo de generar un superávit primario de R\$66 miles de millones (aproximadamente 1,1% del PIB) este año. Las modificaciones realizadas en algunas medidas fiscales durante las negociaciones para su aprobación por el congreso y principalmente el impacto de la fuerte desaceleración de la demanda sobre los ingresos públicos apoyan esta previsión de que el objetivo fiscal para el año no se cumplirá. Con respecto a la moderación de los ingresos públicos, el Gráfico 3.1 muestra que en los primeros meses del año dichos ingresos crecían a tasas reales negativas, mientras que el gasto público seguía aumentando, aunque menos que en el pasado. Asimismo, estimamos que el superávit primario del sector público alcanzará 0,9% del PIB en 2015.

A pesar de que el resultado primario del sector público probablemente se quedará por debajo del objetivo, será muy superior al del año pasado (-0,6% del PIB). En nuestra opinión, una reversión del tono expansivo de la política fiscal de esta magnitud será suficiente para gradualmente aumentar la confianza en el país y para evitar que las agencias calificadoras de riesgo le quiten a Brasil el grado de inversión. El ajuste que paralelamente se está haciendo en la parte cuasi-fiscal, i.e. la moderación del crédito público, y en la política monetaria apoyan a esta previsión.

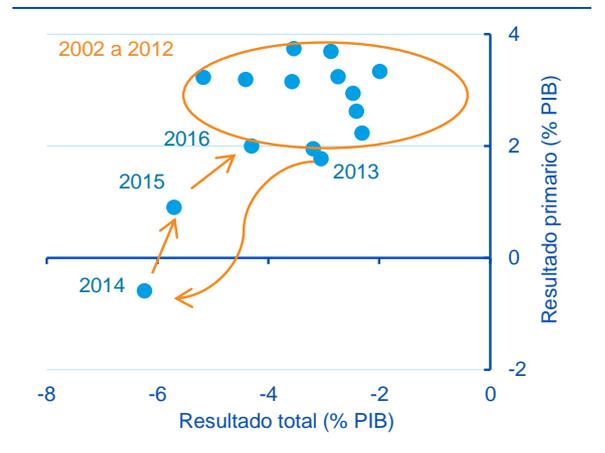
Finalmente, es importante destacar que aunque una parte importante del ajuste fiscal se hará en 2015, otra parte no despreciable se hará el próximo año, cuando el superávit primario del gobierno debe subir hasta alrededor de 2,0% del PIB, el objetivo fiscal establecido para el período (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Ingresos y gastos del gobierno federal (acumulados en 12 meses; % a/a en términos reales)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.2
Resultado fiscal del sector público: evolución de saldos primario y total, 2002-2016 (% del PIB)*



* 2015 2016: previsiones de BBVA Research
Fuente: BCB y BBVA Research

Política monetaria: un ajuste más fuerte que lo esperado de los tipos SELIC, con un impacto limitado sobre las expectativas

A la vez que se ajusta la política fiscal, el BCB continúa aumentando los tipos de interés a un ritmo de 50p.b. por reunión. En concreto, tras iniciar un nuevo ciclo alcista en octubre de 2014 con una subida de 25p.b., la autoridad monetaria ajustó los tipos de referencia en 50p.b. en la última reunión de política monetaria de 2014 y en las tres primeras de 2015 (Gráfico 3.3). En línea con el tono más duro adoptado en sus comunicados más recientes y con su manifiesta intención de hacer que la inflación de 2016 converja a 4,5%, el BCB posiblemente ajustará los tipos Selic en 50b.p. una vez más en su reunión de junio. A pesar de que subidas adicionales no pueden ser descartadas, entendemos que la autoridad monetaria mantendrá la tasa de política monetaria en 13,75% a partir de junio hasta el inicio de 2016².

El fuerte endurecimiento de las condiciones monetarias se debe en parte a la necesidad de acotar los impactos de segunda vuelta del aumento de los precios administrados y de la depreciación del tipo de cambio. También obedece a la necesidad de recuperar la credibilidad perdida en los años anteriores cuando la política monetaria fue percibida como más tolerante con respecto a la inflación (en el Recuadro 1 mostramos que el impacto de los ajustes en el Selic sobre los tipos de interés futuro se redujo en los últimos años, lo que respalda la percepción de deterioro de la reputación del BCB en el periodo a pesar de que, en línea con lo que ocurrió en otros países, los mercados pasaron a dar más peso a la comunicación del BCB).

En todo caso, el aumento de los tipos Selic y el discurso más duro del BCB han sido hasta ahora insuficientes para reducir las expectativas de inflación al cierre de 2016, que continúan alrededor de 5,5% (Gráfico 3.4), por encima del objetivo de 4,5% y de las previsiones del BCB (alrededor de 5,0%).

Asimismo, la esperada reducción de la inflación el próximo año (su nivel actual es de 8,2% a/a) permitirá al BCB relajar de manera gradual los tipos SELIC a partir de la primera mitad del año de 2016.

Gráfico 3.3
Tipos de interés SELIC (%)*



* Previsiones a partir de junio de 2015.
Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.4
Expectativa de inflación al cierre de 2016 (%a/a)



Fuente: BCB y BBVA Research.

2: A este nivel los tipos de interés reales se mantendrían por encima de los tipos de interés de equilibrio reales, que estimamos alrededor de 5,5%, caracterizando una situación de política monetaria restrictiva.

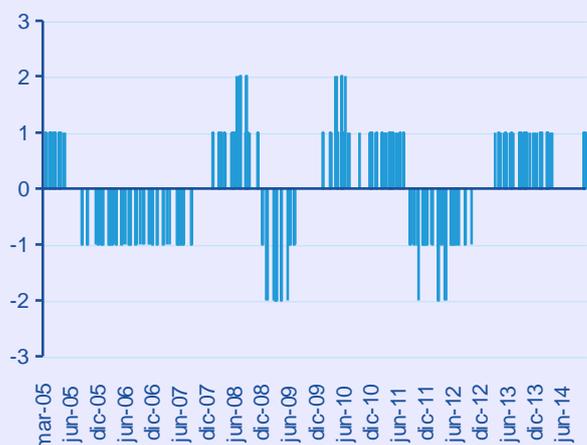
Recuadro 1: El impacto de la tasa Selic y de la comunicación del BCB sobre los tipos de interés futuros³

La comunicación de los bancos centrales se ha convertido en un tema muy relevante debido a la creciente liberalización de los mercados financieros y la emergencia de políticas de objetivo de inflación en las últimas décadas. La gestión de las expectativas se convirtió en la quintaesencia de la política monetaria, lo que obligó a las autoridades monetarias de todo el mundo a aumentar la transparencia y mejorar la comunicación. Más recientemente, los intentos de los bancos centrales de los países desarrollados de proporcionar *forward guidance*, en un entorno en el que el margen de maniobra de la política monetaria "tradicional" se ha visto limitado a causa del *zero lower bound*, hizo que la comunicación de los bancos centrales pasase a ocupar un lugar central en la política monetaria.

La investigación académica ha demostrado que la comunicación es una herramienta potente para los bancos centrales y conduce a una política monetaria más predecible, tanto más cuanto más desarrollado el sistema financiero es donde se lleva a cabo dicha política monetaria⁴.

Para analizar el caso de Brasil, se evalúa si los tipos de interés futuros en el país⁵ reaccionan a los cambios del SELIC y, sobre todo, a la comunicación del BCB⁶. En primer lugar, codificamos los comunicados del BCB disponibles para conseguir un índice de cinco puntos que va desde -2 (muy laxo) a 2 (muy agresivo), como se ilustra en el Gráfico R.1.1. Luego, construimos un modelo C-GARCH para estimar el impacto de la tasa de interés SELIC y nuestro índice de comunicación tanto en la media como en la varianza de los tipos de interés futuros. Para lograr este objetivo se utilizan datos diarios desde enero 2005 hasta noviembre 2014.

Gráfico R.1.1
Índice de comunicación del BCB, de menos (-2) a más (+2) agresivo (*hawkish*)*



* Incluye 83 comunicados de decisiones de política monetaria, 83 actas de reuniones de política monetaria, 39 informes de inflación y 24 discursos de presidentes del BCB.
Fuente: BBVA Research.

Se demuestra que, en general, los tipos de interés futuros aumentan (disminuyen) después de un aumento (caída) de los tipos de interés de referencia (Tabla R.1.1) o de un comunicado agresivo (laxo) del BCB (Tabla R.1.2). Además, la volatilidad en los tipos de interés futuros sube después de la publicación de un comunicado sobre la política monetaria (Tabla R.1.3).

Tabla R.1.1
Efectos de cambios en la tasa Selic sobre variaciones diarias de los swaps*

Var. en los swaps	Antes de la crisis: ene 2005-sep 2008	Post-crisis: ene 2009-nov 2014
30 días	0.078***	0.022***
90 días	0.117***	0.012***
180 días	0.143***	0.033***
360 días	0.147***	0.056***

* Estimación "Component-GARCH" con "Generalized Error Distribution". Los coeficientes de las variables de control y otros detalles están disponibles en [BBVA Research Working Paper 15/12](#). *** significativos a 1% (** 5%; * 10%) de acuerdo con la estadística z.
Fuente: BBVA Research

3: Este recuadro está basado en el documento de trabajo publicado en abril de 2015 por BBVA Research "Follow what I do and also what I say: monetary policy impact on Brazil's financial markets", de Garcia-Herrero, A; Giradin, E.; Dos Santos, Enestor.

4: Para una revisión de esta literatura véase, por ejemplo, Blinder, A.S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. De Haan, and D-J. Jansen, 2008, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A survey of theory and evidence", *Journal of Economic Literature*.

5: Usamos los swaps Pre x Di negociados en la Bolsa de Valores de Sao Paulo.

6: Consideremos los siguientes tipos de comunicación del BCB: comunicados de las decisiones, actas de las reuniones de política monetaria, informes de inflación y discursos del presidente del BCB.

Nuestro análisis también revela que el impacto de la política monetaria ha cambiado significativamente después de la crisis internacional de 2008, sobre todo entre 2011 y 2014 cuando el BCB estaba presidido por Alexandre Tombini. En línea con lo que ha ocurrido en algunas regiones desarrolladas, como los EE.UU. y la zona euro, el impacto de las palabras del BCB ha cambiado: su efecto sobre el nivel de los tipos de interés aumentó y, al mismo tiempo, el proceso de comunicación se hizo menos ruidoso (el impacto en la volatilidad se hizo, en general, más pequeño). Sin embargo, el efecto de las acciones, i.e. de los cambios en la tasa Selic, se redujo, en consonancia con la percepción de que el BCB se volvió más tolerante con respecto a la inflación después de la crisis financiera mundial.

Por lo tanto, en el período posterior a la crisis un nuevo equilibrio surgió en términos de gestión de la política monetaria: las palabras se hicieron más relevantes mientras que la importancia de las acciones disminuyó. La primera es una noticia positiva, que está en línea con la tendencia observada en las economías desarrolladas, y podría ser el resultado de la mayor experiencia del BCB en la gestión de un sistema de metas de inflación. Sin embargo, el menor impacto de los

cambios del SELIC en los mercados de swaps es una noticia negativa, en consonancia con la percepción generalizada de que el BCB se ha vuelto más tolerante con respecto a la inflación.

Tabla R.1.2

Efectos de la comunicación del BCB sobre variaciones diarias de los swaps*

Var. En los swaps	Antes de la crisis: ene 2005-sep 2008	Post-crisis: ene 2009-nov 2014
30 días	-0.000	0.002
90 días	0.002	0.006***
180 días	0.004	0.008***
360 días	0.001	0.009**

* Estimación "Component-GARCH" con "Generalized Error Distribution". Los coeficientes de las variables de control y otros detalles están disponibles en [BBVA Research Working Paper 15/12](#). *** significativos a 1% (** 5%; * 10%) de acuerdo con la estadística z.

Fuente: BBVA Research

Tabla R.1.3

Efectos de la comunicación del BCB sobre la volatilidad de las variaciones diarias de los swaps*

Var. En los swaps	Antes de la crisis: ene 2005-sep 2008	Post-crisis: ene 2009-nov 2014
30 días	0.001***	-0.000
90 días	0.002***	0.001**
180 días	0.003**	0.003***
360 días	-0.001*	0.004***

* Estimación "Component-GARCH" con "Generalized Error Distribution". Los coeficientes de las variables de control y otros detalles están disponibles en [BBVA Research Working Paper 15/12](#). *** significativos a 1% (** 5%; * 10%) de acuerdo con la estadística z.

Fuente: BBVA Research

4 El PIB se contrae y la inflación se dispara

Prevedemos una caída de 0,7% del PIB en 2015 y un ligero repunte en 2016

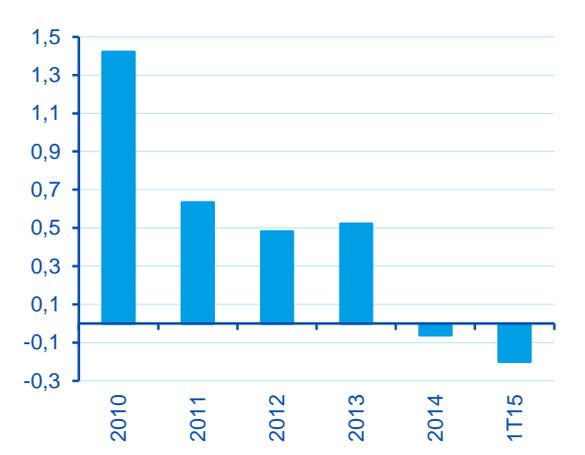
Tras mantenerse prácticamente estancada en 2014, la actividad económica se deterioró fuertemente en el primer trimestre de 2015. El PIB del período se contrajo 0,2% t/t (Gráfico 4.1), menos de lo esperado (BBVA: -0,6% t/t; consenso: -0,5% t/t). Esta contracción del PIB se debió fundamentalmente a una reducción de 1,3% t/t de la inversión (la séptima reducción trimestral consecutiva) y disminuciones de 1,5% del consumo privado y de 1,3% t/t del consumo público. Por otro lado, la demanda externa (exportaciones: 4,0% t/t, importaciones: -1,5% t/t) y la acumulación de inventarios (0,8% t/t) contribuyeron positivamente al crecimiento en el primer trimestre, evitando una contracción aún mayor del PIB en el período.

La evidencia disponible sugiere que el fuerte deterioro de la actividad registrado en los tres primeros meses del año continuó en el segundo trimestre. Estimamos que el PIB se haya contraído otra vez en el período, a un ritmo incluso superior al del primer trimestre. Si nuestra previsión se confirma, Brasil habrá estado técnicamente en una recesión durante el primer semestre. Pese a que la economía brasileña lleva ya algunos años con problemas de crecimiento, esta sería la primera recesión desde la crisis de 2009.

Como hemos comentado en la sección anterior, esperamos que el ajuste en marcha de la política económica ayude a restaurar la confianza de los agentes económicos en el país a partir del segundo semestre. Aunque este proceso debe ocurrir de forma gradual, contribuiría para que el país dejase la recesión en la segunda mitad del año y emprendiera una senda de crecimiento moderado a partir de 2016. Otro factor que en nuestra opinión debe contribuir a esta recuperación es el impacto de la reciente depreciación del tipo de cambio sobre la demanda externa. Tomando esto en cuenta, prevemos que la economía brasileña se contraerá 0,7% este año y crecerá 1,8% en 2016, aún por debajo de su crecimiento potencial (estimado en aproximadamente 2,5%).

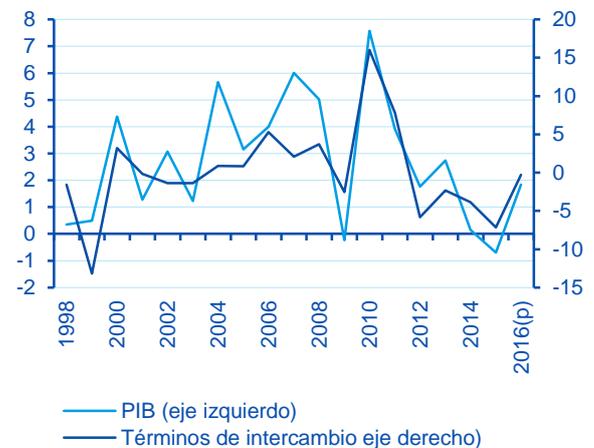
Asimismo, el entorno para la actividad económica es muy desfavorable, debido a la confluencia de muchos factores negativos, en gran parte concentrados en el año de 2015.

Gráfico 4.1
PIB (crecimiento intertrimestral promedio de cada año y 1T15, % t/t)*



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.2
PIB y términos de intercambio (var. % anual)*



* 2015 2016: previsiones de BBVA Research
Fuente: BBVA Research

En este sentido, un primer factor destacable, es la caída de los términos de intercambio de Brasil, i.e. del precio de los productos que exporta relativo al precio de los que importa, en consecuencia de la caída del precio de muchas materias primas relevantes. Este factor, que ha estado contribuyendo negativamente en los últimos años, debe tener un impacto nulo o incluso ligeramente positivo el próximo año⁷ (Gráfico 4.2).

Otro factor externo que pesará negativamente sobre la actividad económica es el relativamente bajo dinamismo de la economía mundial, en particular de algunas economías emergentes demandantes de bienes brasileños, como China y Argentina. Los datos disponibles para el inicio de 2015 respaldan la importancia de este factor (Gráfico 4.3). Con respecto a Argentina, hay que notar que la moderación de su crecimiento y la desaceleración de la actividad en Brasil se retroalimentan, generando un círculo vicioso negativo para la región⁸. En todo caso, la recuperación del crecimiento mundial en 2016 contribuiría a aminorar el impacto negativo de este factor sobre el crecimiento brasileño el próximo año.

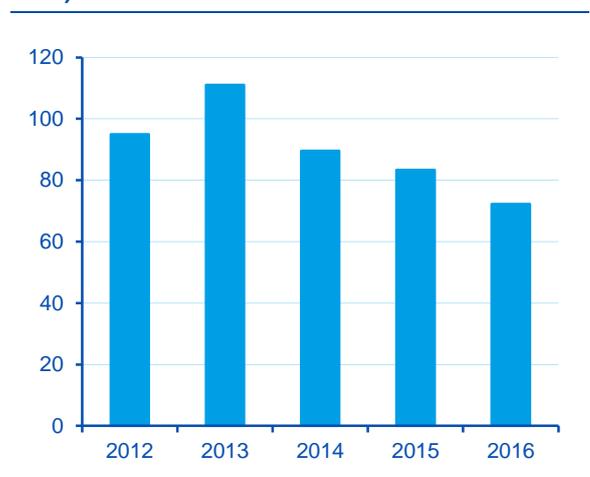
Con respecto a los factores idiosincráticos, uno significativo por su impacto sobre la actividad económica es el ajuste monetario y fiscal a pesar de su esperado efecto positivo en el medio y largo plazo. Asimismo, como en el caso de los factores externos referidos, estimamos que este impacto negativo estará concentrado en 2015 ya que la mayor parte del ajuste fiscal se hará este año y el tono de la política monetaria no debe ser tan duro el próximo año como en este debido a los probables recortes de los tipos Selic a lo largo de 2016.

Gráfico 4.3
Exportaciones de bienes entre enero y abril de 2015, en comparación con mismo período en años anteriores (var. %)



Fuente: Aliceweb y BBVA Research

Gráfico 4.4
Petrobras: inversiones totales (R\$ a precios de 2014)



Fuente: Petrobras. Datos de 2012 y 2013: Fact Sheet; 2014-2016: presentación de resultados de 2014 en abril de 2015.

Otro factor interno que impactará la actividad económica, sobre todo en 2015, es el aumento de los costes afrontados por empresas y familias debido a la significativa depreciación del tipo de cambio y la disparada de la inflación (para más detalles sobre estos factores véase las secciones siguientes). Parte importante de la caída del consumo y de la inversión que observaremos en el primer semestre del año está explicada por el repunte de los precios

La crisis en Petrobras, generada por la caída del precio del petróleo, por problemas de gestión de la empresa y por el reciente escándalo de corrupción, ya está impactando la economía - y lo seguirá haciendo-

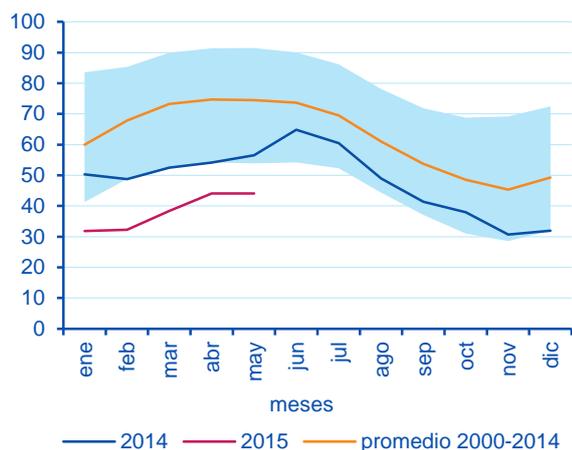
7: En línea con la evolución esperada del precio de las materias primas. Para más detalles sobre estos mercados véase nuestro informe [Situación Latinoamérica del segundo trimestre de 2015](#).

8: Para un análisis del impacto de una moderación de la economía brasileña sobre Argentina y otros países latinoamericanos, véase el Recuadro 1 de nuestro informe [Situación Latinoamérica del segundo trimestre de 2015](#).

a través de diversos canales. A pesar de que las turbulencias relacionadas a la petrolera se hayan calmado recientemente (véase la sección 5), los problemas en la empresa han aumentado las tensiones en los mercados financieros locales. Además, a pesar de la diversificación de la economía brasileña, Petrobras y su cadena productiva tienen un peso no despreciable, lo que implica que los recortes de gastos adoptados por la petrolera tendrán un efecto sobre la actividad. En particular, la reducción de sus inversiones contribuirá a reducir la inversión en capital fijo del país (Gráfico 4.4). Finalmente, los problemas en Petrobras podrían repercutir sobre el entorno político del país de manera a afectar la economía a través de muchas maneras (dificultando la aprobación de las medidas fiscales por el congreso, por ejemplo).

Otro problema es el riesgo de racionamiento de electricidad, que impacta principalmente las decisiones de producción e inversión de las empresas, debido al bajo nivel de los reservorios de agua (la energía hidroeléctrica corresponde aproximadamente 75% de la energía producida en el país). Sin embargo, las lluvias recientes y la reducción de la demanda por energía debido a la desaceleración de la actividad económica nos hacen pensar que finalmente no se producirá una situación de racionamiento de electricidad en este año (Gráfico 4.5).

Gráfico 4.5
Nivel de los embalses (% de la capacidad de almacenamiento)*



* Promedio de las cuatro regiones del sistema nacional. Zona sombreada: rango construido a partir de los valores máximos y mínimos para cada mes observados en el período 2000-2014. Fuente: ONS y BBVA Research

Gráfico 4.6
Indicadores de confianza*



* El indicador de confianza del consumidor ha sido ajustado al rango 0-100. Fuente: Fecomercio, CNI y BBVA Research.

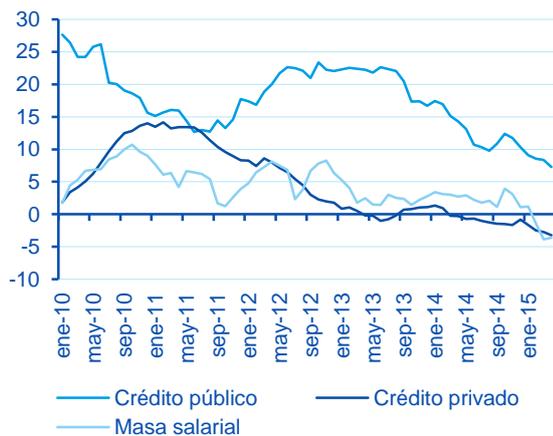
Finalmente, un elemento que en cierta medida resume e ilustra el impacto de los demás factores que afectan la economía brasileña es el nivel de confianza (Gráfico 4.6). Su deterioro generalizado apoya la conclusión de que el país está atravesando una recesión en estos momentos. Asimismo, para que la demanda interna repunte es indispensable una reversión de la tendencia bajista de los indicadores de confianza, algo que pensamos deba ocurrir en el segundo semestre, en la medida que el ajuste progrese y reduzca la incertidumbre actual.

De cualquier manera, el deterioro de la confianza reciente y la evolución de los demás factores explicativos en los últimos meses están en línea con la fuerte pérdida de dinamismo de los mercados de crédito y laboral (Gráfico 4.7). A este respecto vale la pena destacar que en los últimos meses la tasa de desempleo subió con fuerza y alcanzó 6,4%, ligeramente por encima de la tasa de desempleo de equilibrio estimada, y los salarios reales comenzaron a caer.

En resumen, una serie de factores externos e internos van a empujar la economía brasileña a una recesión en la primera mitad de 2015. El avance en conseguir aumentar la confianza en la economía a través de la

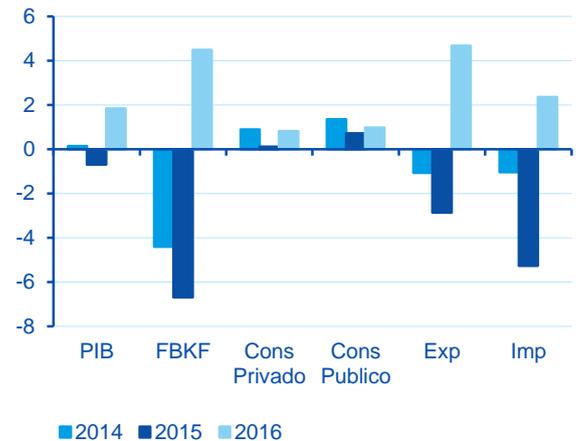
corrección de algunas de las distorsiones de la política económica debería mejorar el entorno a partir del segundo semestre de 2015 y de manera más fuerte, pero aun así moderada, a partir de 2016. Así, estimamos que el PIB crecerá 1,8% en 2016 tras contraerse 0,7% en 2015 y permanecer prácticamente estable en 2014 (Gráfico 4.8). La mejora esperada en 2016 vendría del impacto de la mayor confianza sobre la demanda interna, principalmente sobre las inversiones, que acumularían pérdidas superiores a 10% en 2014 y 2015, y de una mayor contribución de la demanda externa.

Gráfico 4.7
Crecimiento real de la masa salarial y del crédito público y privado (% a/a)



Fuente: IPEADATA, BCB y BBVA Research

Gráfico 4.8
PIB y componentes (% al año)



Fuente: IBGE y BBVA Research.

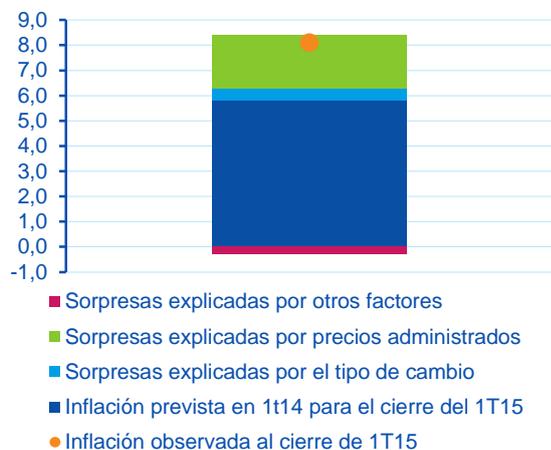
El realineamiento de los precios administrados aumenta la inflación hasta 8%, nivel próximo al que prevemos cierre el año; tras esta corrección la inflación se moderará en 2016, pero seguirá por encima del objetivo de 4,5%

Una de las consecuencias más importantes del ajuste fiscal en marcha es que el gobierno se ha quedado sin margen para mantener los subsidios implícitos en los precios de los productos y servicios administrados, i.e. de los que son de alguna manera regulados por el gobierno (combustibles, transporte urbano, tarifas de electricidad, por ejemplo). Así, en los últimos meses se ha producido una vertiginosa corrección en los precios de este segmento, que representan un cuarto de la canasta del índice de precios al consumidor (el IPCA). En concreto, la inflación de precios administrados saltó desde 5,5% en diciembre (1,3% en diciembre de 2013) hasta 13,4% en abril.

El repunte de la inflación de los precios regulados por el gobierno explica gran parte de la significativa diferencia entre la inflación prevista hace un año y la actual. En todo caso, la depreciación del tipo de cambio mayor a la esperada tiene un impacto secundario, pero significativo (Gráfico 4.9).

Gráfico 4.9

Inflación observada al cierre del primer trimestre de 2015 (1T15) y esperada hace un año; factores que explican discrepancia (p.p.)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.10

Contribución de los precios libres y de los administrados a la inflación anual (p.p)



Fuente: IBGE y BBVA Research.

Asimismo, el fuerte aumento de la inflación de los productos administrados, la depreciación cambiaria y la débil desaceleración de la inflación de los precios libres (i.e. de los precios no-administrados) a pesar de pérdida de dinamismo de la demanda interna (debido a factores inerciales todavía muy presentes en la economía brasileña) han determinado que la inflación alcanzara 8,2% en abril, su nivel más alto en más de diez años.

Con respecto a la evolución futura de la inflación, estimamos que la inflación de precios administrados alcance 14% al cierre de 2015, con lo cual gran parte del impacto de este factor ya estaría incorporada en la inflación observada⁹. Si por un lado esperamos que los precios administrados se mantengan en líneas generales estables a partir de ahora, por otro lado prevemos que la inflación de precios libres se moderará lentamente, debido a menores presiones de demanda y a pesar del impacto de la depreciación del cambio y de la inercia. Nuestra estimación es que la inflación cierre el año en 7,6% (Gráfico 4.10).

Con respecto a 2016, esperamos una moderación más fuerte de la inflación, principalmente por el expurgo a partir del inicio del año del efecto en el índice del ajuste de los precios administrados ocurrido en los primeros meses de 2015, pero también por el deterioro del mercado laboral y de la demanda interna de una manera general. Nuestra previsión para el cierre de 2016 es que la inflación alcanzará 5,5%, por encima del objetivo de 4,5% del BCB.

9: El ajuste de la mayoría de los precios administrados suele ocurrir predominantemente en los primeros meses del año.

5 Los mercados financieros domésticos se calman, pero siguen pendientes del ajuste económico y de la Fed

El precio de los activos domésticos repunta, eliminando parte de las pérdidas acumuladas previamente

Después de deteriorarse fuertemente, especialmente desde el segundo semestre del año pasado de la mano de las perspectivas de una inminente subida de los tipos de interés en EE.UU., un deterioro de los precios de las materias primas y de la incertidumbre sobre la política económica en Brasil, los precios de los principales activos financieros brasileños repuntaron desde mediados de marzo, borrando parte de las pérdidas acumuladas previamente (Gráfico 5.1). Así, en la última semana de mayo, el diferencial soberano EMBI+ alcanzó 281 p.b. (48 p.b. menos que hace tres meses, pero 67 p.b. y 90 p.b. más que hace 12 y 24 meses respectivamente) y la Bolsa de Sao Paulo cotizaba con una ganancia de casi 4% con respecto a hace tres meses, 1% más que hace un año y 5% menos que hace dos años. En la misma fecha el tipo de cambio se encontraba en 3,15 reales por dólar, un nivel 8%, 42% y 49% más depreciado que respectivamente hace 3, 13 y 24 meses, pese a la apreciación observada desde marzo cuando alcanzó 3,30.

La corrección alcista observada desde mediados de marzo de debe tanto a factores externos como internos. Con respecto a los primeros destaca la percepción de los mercados que la normalización de la política monetaria por la Fed en EE.UU. tardará más en iniciarse o será más suave de lo esperado previamente. Entre los factores locales, dos tuvieron más peso en la corrección reciente: i) las señales de que el ajuste económico en marcha va ayudar a reducir las distorsiones generadas en los años anteriores y evitar la pérdida del grado de inversión del país.; ii) la menor percepción de riesgo con respecto a la situación de Petrobras, en particular después del nombramiento de nuevos gestores y de la presentación del balance de la empresa relativo al año de 2014 que en la práctica redujo significativamente el riesgo de que el gobierno tuviera que utilizar sus recursos fiscales para rescatar la empresa¹⁰. Con respecto a este último tema, la cotización de Petrobras en la Bolsa de Sao Paulo aumentó 34% en los últimos tres meses tras perder dos tercios de su valor desde septiembre de 2014.

La volatilidad debe seguir presente en los mercados financieros brasileños en los próximos meses debido a la incertidumbre inherente a los procesos de normalización de la política monetaria en EE.UU. y de ajuste de la política económica en el país. Asimismo, mientras el primero debe reducir los flujos de capital extranjero hacia el país¹¹ y pesar negativamente sobre los activos locales, el segundo proceso puede contribuir en sentido contrario. En todo caso, nuestras perspectivas son más negativas para el real brasileño (BRL) que para los demás activos financieros locales.

10: El retraso de presentación del balance se debió en gran parte a los problemas de corrupción revelados hace algunos meses. Su no presentación pudiera haber implicado en un adelanto de parte de las deudas de la empresa, que en la práctica representan un serio problema de iliquidez que requeriría el rescate de la empresa por parte de su controlador principal, i.e. el estado brasileño.

11: Estimamos que los flujos de capital exterior hacia los países de América Latina retrocederán aproximadamente 2% de su PIB en los próximos dos años. Para más detalles sobre este tema véanse los informes Situación Latinoamérica del [primer trimestre de 2015](#) y del [segundo trimestre de 2015](#).

Gráfico 5.1

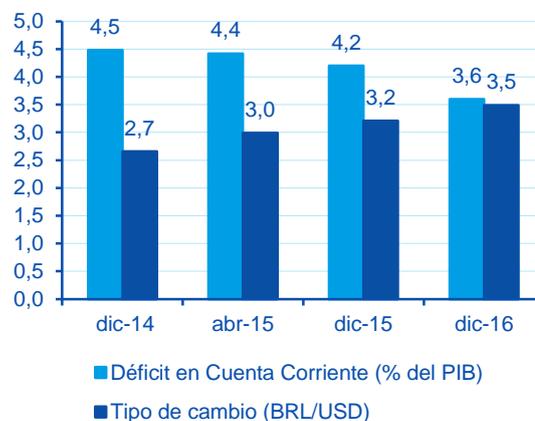
Bolsa de valores (BOVESPA), diferencial soberano (EMBI +), tipo de cambio (BRL / USD) y cotización de Petrobras (índice ene-2013=100)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 5.2

Tipo de cambio (BRL/USD) y cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research.

El tipo de cambio tiene que seguir depreciándose para que el país recupere su competitividad y las exportaciones contribuyan más al crecimiento

La reciente apreciación del BRL, desde 3,30 por dólar al inicio de marzo hasta aproximadamente 3,15 por dólar al cierre de mayo es, en nuestra opinión, un fenómeno temporal. A pesar del impacto de los avances en el ajuste económico y los menores riesgos relacionados con Petrobras, es muy probable que el BRL pronto vuelva a depreciarse, alcanzando no menos de 3,2 a cierre de este año y alrededor de 3,5 a cierre de 2016.

Nuestra previsión de que la Fed empezará, aunque de forma gradual, a subir los tipos de interés a partir de septiembre y la perspectiva de que los precios de las materias primas permanecerán moderados implican que el entorno global debe favorecer una depreciación del BRL a lo largo del horizonte de previsión.

Por otro lado, con respecto a los factores internos, nuestra percepción es que el gobierno y el BCB ven la depreciación como algo necesario para el país en el entorno actual, con lo cual no parece probable que vayan a tomar medidas para frenar el proceso de debilitamiento de la divisa nacional. Asimismo, no debería sorprender que el BCB deje de renovar integralmente todo el stock de swaps cambiarios (R\$358 miles de millones al final del primer trimestre) que la autoridad monetaria ofertó para proveer cobertura a los agentes domésticos desde el final de 2013, lo que en la práctica estimularía la depreciación del BRL.

En todo caso, estamos de acuerdo con la idea de que a pesar de su coste en el corto plazo, una depreciación adicional favorecería la economía brasileña. Esto ayudaría a resolver uno de los mayores problemas que el país afronta, la baja competitividad de su sector manufacturero¹². De manera similar, posibilitaría que, en conjunto con la desaceleración de la demanda interna, el déficit en cuenta corriente cayera. Finalmente, en un entorno en que la demanda interna contribuye poco al crecimiento de la economía, una depreciación cambiaría estimularía la contribución de la demanda externa al PIB.

Asimismo, creemos que, a pesar de eventuales turbulencias de corto plazo, los factores citados provocarán el debilitamiento del BRL hacia adelante. Nuestras previsiones de mayor crecimiento de la demanda externa (Gráfico 4.8) y de moderación del déficit en cuenta corriente (Gráfico 5.2) parten de este supuesto.

12: Véase sobre este asunto nuestro Documento de Trabajo N°14/10 de marzo de 2014 y nuestro Observatorio Económico de octubre de 2014.

6 Tabla de previsiones

Tabla 6.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016
PIB (% interanual)	2,7	0,1	-0,7	1,8
Inflación (% a/a, fin de periodo)	5,9	6,4	7,6	5,5
Tipo de cambio (frente al USD, fin de periodo)	2,34	2,66	3,21	3,49
Tipos de interés (% fin de periodo)	10	11,75	13,75	11,50
Consumo privado (% a/a)	2,9	0,9	0,1	0,8
Consumo público (% a/a)	2,2	1,3	0,7	1,0
Inversión fija (% a/a)	6,1	-4,4	-6,7	4,5
Exportaciones (% a/a)	2,1	-1,1	-2,9	4,7
Importaciones (% a/a)	7,6	1-,0	-5,3	2,4
Saldo fiscal (% PIB)	-3,1	-6,2	-5,7	-4,3
Cuenta corriente (% PIB)+	N.D.	-4,5	-4,2	-3,6

* Serie de cuenta corriente revisada por el BCB, disponible a partir de 2014.

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de América Latina:

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Con la colaboración de:

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Alejandro Faci
alejandros.faci@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA
Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas
Rafael Doménech Vilarinho
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

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

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Datos de contacto:

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