

# Situación Brasil

Primer Trimestre 2014  
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial continuará en 2014 y 2015**, esta vez con una mayor contribución de las economías desarrolladas.
- **Brasil tiene por delante otro año lleno de altibajos**. El crecimiento seguirá siendo bajo y la inflación continuará en el límite superior del rango meta en un clima de mercados financieros más volátiles y más escépticos.
- **El entorno actual requiere que las políticas fiscales y monetarias tomen una postura más restrictiva**. De no ser así, el país será más vulnerable a la reducción de estímulos de la Fed.
- **El proceso de depreciación del tipo de cambio ha continuado y todavía le queda camino por recorrer**. El ajuste añadirá presiones a la inflación, pero favorecerá la transición hacia un modelo de crecimiento más centrado en las exportaciones y menos dependiente del consumo.

# Índice

1. Resumen .....	3
2. Entorno global: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados .....	4
3. Brasil: otro año accidentado por delante.....	7
Recuadro 1. Pérdida de competitividad del sector manufacturero brasileño en los últimos años ...	10
Recuadro 2. Traslación del tipo de cambio a precios en Brasil y Latam .....	14
Recuadro 3. El contagio desde Argentina al resto de América Latina, concentrado en Brasil y Uruguay .....	19
4. Tablas.....	23

Fecha de cierre: 24 de febrero de 2014

## 1. Resumen

**El ciclo global mejora, con un mayor crecimiento y riesgos más equilibrados.** El crecimiento del PIB mundial se acelerará y pasará del 2,9% en 2013 al 3,6% en 2014 y al 3,9% en 2015. Esta mejora se sustenta en la aceleración de las economías desarrolladas, sobre todo EE. UU., que esperamos que continúe en los dos próximos años. La mejora cíclica de EE. UU. ha dado margen a la Fed para empezar a reducir los estímulos monetarios. Las economías emergentes han sido las más afectadas por ello, pues ha provocado disminución de las entradas de capital y depreciación de las monedas, aunque en las grandes economías emergentes la situación se debe más a eventos idiosincráticos que al propio inicio del *tapering*.

**Mercados financieros: más volatilidad y más escepticismo en Brasil.** Los eventos globales han contribuido a incrementar la volatilidad de los mercados locales, que ya estaban bajo tensión por problemas internos como la debilidad del crecimiento, la elevada inflación, el deterioro de las cuentas fiscal y externa, la incertidumbre política, etc. Los mercados financieros son ahora más volátiles y están más escépticos con respecto a Brasil en un entorno donde los países se irán diferenciando cada vez más según sus fundamentales.

**El proceso de depreciación del tipo de cambio ha seguido adelante, y todavía le queda camino por recorrer.** El debilitamiento del real brasileño (BRL) en los últimos 12 meses ha sido más pronunciado y las perspectivas con respecto a su evolución en los 12 meses próximos son más negativas que en otros países emergentes de la región. La actual depreciación del tipo de cambio en Brasil es un realineamiento después de muchos años de apreciación cambiaria. También está relacionado con la necesidad de recuperar la competitividad perdida en el sector manufacturero en los últimos años. Prevemos que el BRL se depreciará en promedio un 12% y un 5% en 2014 y 2015 respectivamente.

**La inflación se mantendrá en torno al 6,0% en 2014.** La presión del tipo de cambio sobre la inflación de los bienes transables y la mayor inflación de los precios regulados contrarrestarán el impacto de unas condiciones monetarias más restrictivas y de un mercado de trabajo menos robusto sobre la inflación de los bienes no transables. Las presiones sobre los precios podrían disminuir un poco en 2015 después del endurecimiento de las políticas fiscales y monetarias.

**El entorno actual requiere que el BCB mantenga una política monetaria más restrictiva.** Así, esperamos que la autoridad monetaria aumente la tasa Selic en 25 p.b. (en vez de 50 p.b.) a finales de febrero. En nuestra opinión, la subida de febrero será la última y la tasa Selic se mantendrá sin cambios en 10,75% en lo que resta de 2014. En 2015, esperamos un nuevo ciclo de ajuste monetario como parte de un ajuste más general para hacer frente a la inflación. El riesgo es que el ajuste de 2015 quizá tenga que adelantarse y efectuarse en 2014.

**Las cuentas externas y fiscales empeoraron considerablemente en 2013. Aunque las cuentas externas mejorarán algo, es probable que el deterioro fiscal continúe en 2014.** El déficit por cuenta corriente llegó al 3,7% del PIB en 2013 y el superávit primario del sector público alcanzó el 1,9% del PIB, en ambos casos la peor cifra desde 2001. A pesar de este deterioro, las cuentas externas y fiscales de Brasil no son tan débiles como en otras economías emergentes. En nuestra opinión, son las políticas económicas, y no las debilidades externas ni fiscales, las que hacen que Brasil sea más vulnerable. Según nuestras previsiones, solo en 2015 se adoptará un importante ajuste de la política fiscal. Las cuentas externas comenzarán a mejorar este año debido al impacto de una moneda más débil y a la aceleración del crecimiento mundial.

**El crecimiento se mantendrá en torno al 2,0% en 2014 y 2015.** A pesar de que algunos indicadores sugieren que la economía podría haber entrado en recesión a finales de 2013, nosotros estimamos que creció un 0,4% t/t en el 4T13 y, por consiguiente, un 2,2% en 2013. Según nuestras previsiones, el crecimiento del PIB llegará al 2,5% en 2014 debido a un aumento de las exportaciones y a unas importaciones menos boyantes gracias a la moderación de la demanda interna. El sesgo de nuestra previsión para 2014 es a la baja debido a las recientes turbulencias en los mercados financieros, al riesgo de un crecimiento menor de lo previsto en el 4T13 y al impacto de Argentina. Si miramos más hacia delante, esperamos que el crecimiento del PIB se desacelere y se sitúe en torno al 1,9% en 2015 tras el impacto de las políticas más restrictivas.

**La aportación del consumo privado al crecimiento será menor a largo plazo. El comportamiento de las exportaciones y en especial el de la inversión no será suficiente para evitar una desaceleración del crecimiento del PIB.** El crecimiento potencial que esperamos se sitúa en torno al 2,5% - 3,0%.

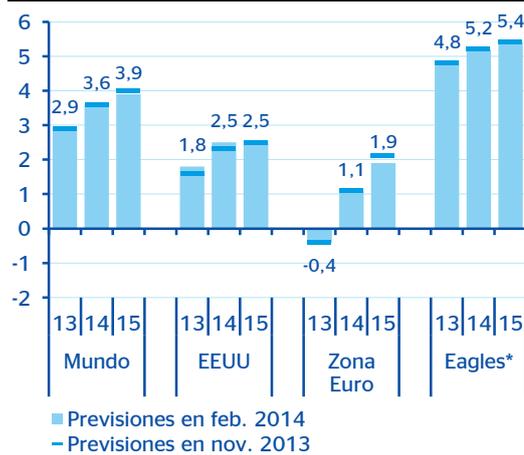
## 2. Entorno global: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados

### El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas, como China, mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades registradas en el ámbito de la política económica, en la medida en la que contribuyen a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal de más recorrido de lo esperado. Además, la mejora en la actividad ha permitido que la Reserva Federal dé comienzo a principios de 2014 a la ralentización de su programa de expansión monetaria (*tapering*). En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que, junto a la determinación del BCE para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo.

Gráfico 2.1  
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.  
Fuente: FMI y BBVA Research.

Gráfico 2.2  
EEUU: Futuros sobre el tipo de interés de los fondos federales y tipos de largo plazo (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research.

De este modo, el PIB mundial, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 el 3,6% y 3,9% respectivamente (Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses. El previsible aumento del crecimiento mundial no resta importancia a la existencia de riesgos bajas sobre la previsión. Aunque los riesgos que se adivinan están lejos

de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

## EEUU empieza a desprenderse del impulso monetario

El PIB de EEUU ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013 que, a finales de año, ha permitido que la Reserva Federal dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Asimismo, en diciembre se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo.

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. Como consecuencia de una aceleración de la actividad con expectativas de inflación bien ancladas, la Fed ha decidido comenzar a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos financieros, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. Nuestro escenario base también incluye que la primera subida de tipos de interés se producirá en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas de tipos. Precisamente el esfuerzo que la Fed ha hecho en los últimos meses para explicar su estrategia de salida ha sido relativamente exitoso en evitar episodios de volatilidad como los registrados a comienzos de verano pasado. Tanto los tipos de interés a largo plazo como las expectativas sobre la senda de los fondos de la Fed se mantienen en niveles no superiores a los registrados al inicio del verano (Gráfico 2.2). Esto es significativo en tanto que parte de la recuperación de la actividad en EE.UU. se debía a sectores sensibles al tipo de interés, particularmente el sector inmobiliario.

En este contexto, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de EEUU en 2014 hasta el 2,5%, la misma cifra que se estima para 2015 (Gráfico 2.1). Detrás de este ajuste se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor drenaje fiscal gracias al acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

## La retirada del estímulo monetario en EEUU puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a una reducción de los flujos de entrada de capital y a depreciaciones en sus monedas, intensificadas en algunos casos por eventos domésticos que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas. Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio (Gráfico 2.3).

Las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes, pero sí que suponen un riesgo bajista reseñable. Este riesgo sería mayor en aquellas economías con más peso en las carteras de los inversores globales y que tengan vulnerabilidades como las señaladas más arriba. Este sería el caso, sobre todo de Turquía, Brasil, Indonesia o India. El tensionamiento monetario que algunas de ellas están emprendiendo para frenar el deslizamiento del tipo de cambio y de las expectativas inflacionistas tendrá un impacto bajista en el crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de economías emergentes supone que se mantienen las favorables perspectivas en áreas de Sudamérica como el conjunto de las economías andinas, Asia emergente o México, algunas de ellas beneficiadas por el impulso cíclico de la economía de EE.UU. (Gráfico 2.4).

## El crecimiento en China se mantiene en el entorno del 7,5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

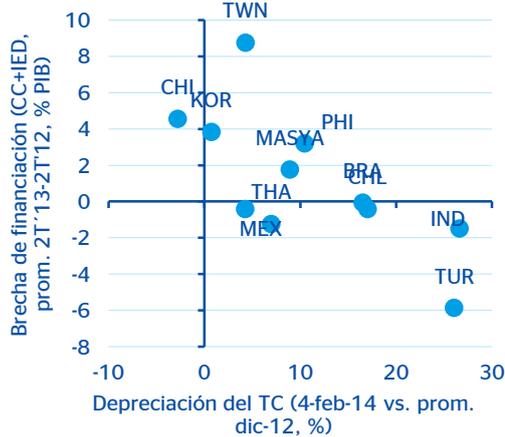
Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterrizaje brusco” se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 (Gráfico 2.4) y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse por debajo de lo esperado.

Además, se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el balanceo hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo de inversión y exportaciones. Estos son pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.

Por ejemplo, en lo que se refiere al sector financiero, las autoridades se siguen mostrando comprometidas con atajar las vulnerabilidades existentes, ligadas fundamentalmente al rápido crecimiento del crédito. Así, se están produciendo tensiones de liquidez en el mercado interbancario que afectan sobre todo a la denominada “banca en la sombra”<sup>1</sup>, aunque no se ha logrado moderar el ritmo de crecimiento del crédito.

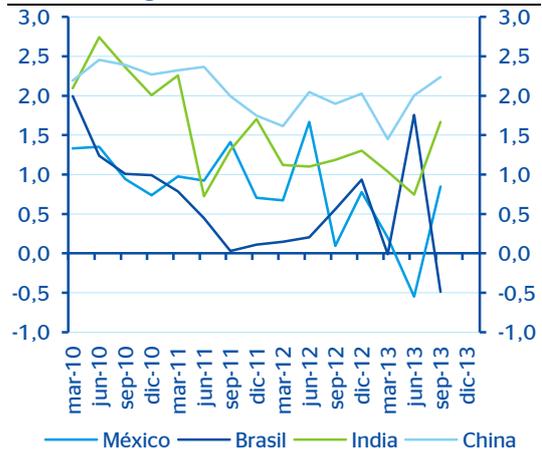
En todo caso, nuestras previsiones de crecimiento en 2014 y 2015 para la economía china se mantienen (en 7,6% y 7,5%, respectivamente), confiando en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades.

Gráfico 2.3  
Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiación externa (CC + Balance IED, % PIB)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 2.4  
Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos de estacionalidad)



Fuente: BBVA Research

1: El conjunto de instituciones y vehículos financieros que escapan de la regulación del sistema bancario cumpliendo sus mismas funciones de intermediar entre los agentes económicos con exceso/déficit de ahorro para acometer decisiones de consumo o inversión.

## La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira

Tras un inicio de año en recesión, la zona euro ha conseguido mantener una senda de expansión moderada a lo largo de la segunda parte del año, tal y como preveíamos en BBVA Research. Así, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento interanual del 0,4%, que, aunque leve, es el mayor desde finales de 2011. Detrás de esta ligera mejora está la perspectiva del creciente papel de la demanda doméstica y la sostenida mejora de las condiciones financieras, favorecida por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido y seguirá siendo el sector exportador.

En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y, en general, del fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre estos eventos a los que estar atentos, cabría destacar las elecciones al Parlamento Europeo, o novedades sobre las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios.

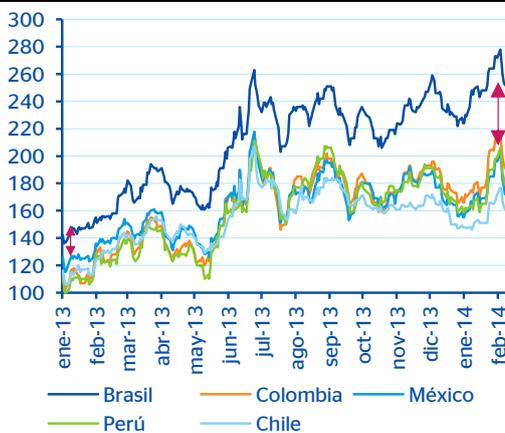
Con todo, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015. En cualquier caso, dada la continuada debilidad cíclica que proyectamos, se mantiene en el horizonte de previsión como evento de riesgo, aunque de baja probabilidad, un escenario en el que la posibilidad de deflación pueda ser relevante.

## 3. Brasil: otro año agitado por delante

### Mercados financieros: más volatilidad y más escepticismo en Brasil

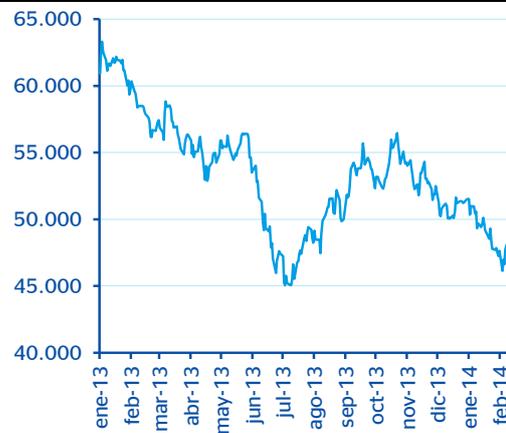
El comienzo del *tapering* por parte de la Fed en EE. UU. y, en especial, las turbulencias en los mercados emergentes provocadas por eventos como la depreciación del peso en Argentina, las tensiones políticas y económicas de Turquía y las preocupaciones por una desaceleración del crecimiento en China han contribuido a aumentar la volatilidad de los mercados financieros en Brasil. Esto explica el reciente incremento de los diferenciales soberanos brasileños y las pérdidas en los mercados domésticos de renta variable, entre otras correcciones (véanse los Gráficos 3.1 y 3.2).

Gráfico 3.1  
Diferenciales soberanos, EMBI (p.b.)



Fuente: Datastream

Gráfico 3.2  
Mercados bursátiles: índice BOVESPA



Fuente: Datastream

El entorno externo contribuyó claramente a incrementar la volatilidad de los mercados financieros domésticos, que ya estaban bajo tensión por problemas internos como la debilidad del crecimiento, la elevada inflación, el aumento del déficit externo, el debilitamiento fiscal, la incertidumbre de la política económica, etc. (véase más abajo información adicional sobre estos problemas).

Los mercados son cada vez menos optimistas con respecto a Brasil. Esto se refleja, por ejemplo, en la creciente brecha entre los diferenciales soberanos de Brasil y los de otras economías de América Latina (véase el Gráfico 3.3). La diferencia ha aumentado desde 20-30 p.b. hace un año a 60-100 p.b. a comienzos de 2014. En la misma línea, las pérdidas en los mercados domésticos de renta variable (-21% desde el inicio de 2013) fueron más importantes que en México (-7%), Colombia (-17%) y Chile (-18%), aunque menos pronunciadas que en Perú (-25%).

Otros indicios del deterioro en las perspectivas sobre Brasil son las rebajas en las perspectivas de *rating* que tuvieron lugar el año pasado y los recientes comentarios de las principales agencias de calificación, que apuntan a que podrían anunciar en breve una rebaja de la calificación soberana a menos que el gobierno decida arreglar la política fiscal. Estos movimientos contrastan con la reciente mejora de la calificación soberana de México por parte de Moody's y la mejora del *rating* de Colombia por parte de Fitch a finales de 2013.

En este entorno, no es una sorpresa que los datos de la balanza de pagos, así como los indicadores de alta frecuencia, muestren salidas netas de flujos de cartera desde finales de 2013.

En definitiva, los mercados financieros son ahora más volátiles y están más escépticos sobre la economía brasileña debido tanto a factores externos como internos.

Las turbulencias de Argentina, Turquía y otras regiones emergentes podrían disiparse, pero se prevé que los mercados distinguirán cada vez más entre las economías con fundamentales sólidos y aquellas con vulnerabilidades inherentes, en un entorno marcado por la reducción de estímulos de la Fed. Teniendo esto en cuenta, la volatilidad financiera podría dar como resultado la imposición de costes mayores de lo previsto sobre Brasil, lo que dificultaría la transición necesaria de una economía centrada en el consumo privado a una economía más dependiente de la inversión y de las exportaciones (véase más abajo información adicional sobre este punto).

## El proceso de depreciación del tipo de cambio ha seguido adelante, y todavía le queda camino por recorrer

El real brasileño (BRL) ha perdido un 3,7% desde que la Fed confirmara el *tapering* el 18 de diciembre. Esta depreciación es similar a la corrección observada en otros países emergentes de la región (México: 2,7%; Chile: 5,2%; Perú: 2,0%; Colombia: 5,5%). Sin embargo, el debilitamiento del BRL en los últimos 12 meses ha sido más pronunciado, y las perspectivas con respecto a su evolución en los próximos 12 meses son más negativas que en otros países de América Latina. Para ser más concretos, el BRL ha caído un 22% en los últimos 12 meses, mientras que las pérdidas a las que se han enfrentado otras monedas de la región se sitúan en torno al 10% (México: 5%, Chile: 17%, Perú: 10%, Colombia: 14%). Además, los mercados prevén que la corrección que se avecina será más significativa en Brasil: la depreciación implícita en los futuros del tipo de cambio a 12 meses es actualmente un 10% en Brasil, frente a una depreciación que no supera el 5% en otros países comparables de la región (aproximadamente un 5% en México, un 4% en Chile y un 3% en Perú y Colombia).

Desde una perspectiva, la actual depreciación del tipo de cambio en Brasil y en otros mercados emergentes es un realineamiento, después de muchos años de excesiva apreciación del tipo de cambio, impulsado por la reducción de la liquidez mundial y por las mejores perspectivas sobre las economías desarrolladas, junto con las preocupaciones acerca de algunas economías emergentes, en particular China (lo que implica un menor optimismo sobre los precios de las materias primas).

No obstante, al igual que sucede con otros indicadores de los mercados financieros, el grado de las correcciones del tipo de cambio de Brasil en comparación con otros mercados apunta a que tras la depreciación del BRL también hay otros factores distintos de los globales.

En nuestra opinión, el ajuste del BRL también forma parte de una transición lenta y probablemente dolorosa desde un modelo de crecimiento basado en el consumo privado a otro potencialmente más dependiente de las exportaciones y la inversión. Dicho de otro modo, el proceso de ajuste del tipo de cambio está relacionado con el agotamiento parcial del consumo privado y con la necesidad de recuperar la competitividad perdida en el sector manufacturero en los últimos años (véase el Recuadro 1). La desaceleración del consumo privado requiere que otros componentes del PIB, como las exportaciones y la inversión, tomen impulso para evitar que se desplome la actividad económica. La falta de reformas internas para mejorar la productividad, y la falta de razones de peso para creer que los precios de las materias primas contribuirán al crecimiento en mayor medida que en la década pasada, deja a Brasil sin más alternativas que una depreciación de la moneda para recuperar la competitividad del sector manufacturero y fomentar las exportaciones.

Además de este problema estructural, hay otros factores internos que pesan en el reciente comportamiento del BRL, como la creciente desconfianza en las políticas económicas y los relativamente malos resultados macroeconómicos.

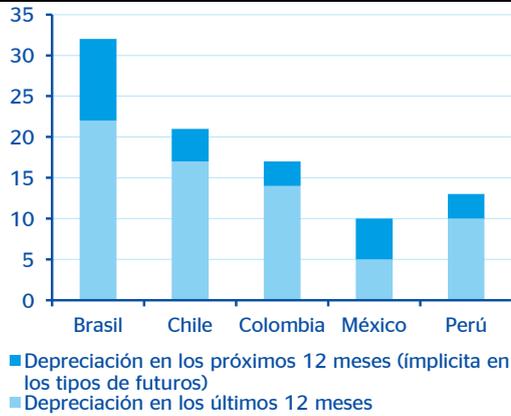
Por consiguiente, hay factores globales e internos tras la reciente depreciación del BRL. Y aún más, se prevé que estos factores seguirán presentes y que la moneda brasileña seguirá depreciándose como mínimo en los dos próximos años. Durante ese periodo de tiempo, se celebrarán elecciones generales (en octubre de 2014), lo que contribuirá a mantener la volatilidad en los mercados financieros locales y una moneda más débil.

Según nuestras previsiones, el BRL promediará 2,45 unidades por dólar y cerrará 2014 en 2,51, niveles que representan, respectivamente, un 12 y un 6% de depreciación con respecto a las cifras de 2013. En 2015, esperamos que el tipo de cambio se sitúe en 2,57 de promedio, para cerrar el año en 2,60. Teniendo en cuenta nuestras previsiones de inflación para Brasil y EE. UU., las estimaciones que hacemos del tipo de cambio nominal implican una ligera depreciación del tipo de cambio real y una convergencia gradual hacia el promedio de 2004-2013, lo que no se diferencia mucho de nuestras estimaciones de equilibrio (véase el Gráfico 3.4).

Desde agosto de 2013, el BCB ha estado ofreciendo diariamente swaps cambiarios y repos en dólares para proporcionar cobertura y liquidez en dólares estadounidenses, y también para intentar reducir la volatilidad del tipo de cambio. Además, el actual ciclo de ajuste monetario ayuda a evitar una depreciación de la moneda más pronunciada. El programa de intervención en dólares estadounidenses está previsto que dure hasta finales de junio y estimamos que el ciclo monetario acabará pronto (véase más abajo información adicional a este respecto). Sin embargo, creemos que es posible que el programa se amplíe y que se anuncien otras medidas si continúa la volatilidad del tipo de cambio. De todas formas, esperamos que cualquier medida interna futura sirva, como mucho, para moderar el proceso de depreciación del tipo de cambio, pero no para interrumpirlo.

La conjunción de importantes ajustes mundiales y nacionales crea un riesgo en absoluto insignificante de que el BRL se deprecie más y con mayor rapidez de lo previsto. Episodios adicionales de volatilidad externa, creciente pesimismo sobre Brasil, indisciplina política antes de las elecciones presidenciales, una reacción más fuerte de lo esperado ante una (probable) rebaja del *rating* soberano, protestas populares durante el Mundial de Fútbol o un corte de energía provocado por una sequía extrema. Cualquiera de estas situaciones podría desencadenar un escenario de riesgo negativo, caracterizado por una depreciación más significativa del tipo de cambio, mayor inflación, un ajuste monetario adicional y menor crecimiento. Brasil se encuentra en la actualidad pendiente de un hilo y cualquier choque podría hacer descarrilar la economía del país.

Gráfico 3.3  
Tipos de cambio: depreciación en los últimos 12 meses y depreciación esperada en los futuros a 12 meses (moneda local por dólar, %)



Fuentes: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 3.4  
Tipo de cambio: tipos nominal y real\* (BRL por USD)



\* Tipo de cambio real a diciembre de 2010. Previsiones desde febrero de 2014 en adelante.  
Fuentes: BCB y BBVA Research

### Recuadro 1. Pérdida de competitividad del sector manufacturero brasileño en los últimos años

Las exportaciones brasileñas como proporción del PIB se mantuvieron prácticamente estables alrededor de 13% entre el 2002 y el 2012, con el aumento del peso de las exportaciones de productos primarios (de 4% a 6% del PIB) siendo compensado por una reducción del peso en el PIB de las exportaciones de productos manufacturados, especialmente de los productos manufacturados no básicos (es decir, los menos intensivos en recursos primarios) en la segunda mitad del período analizado.

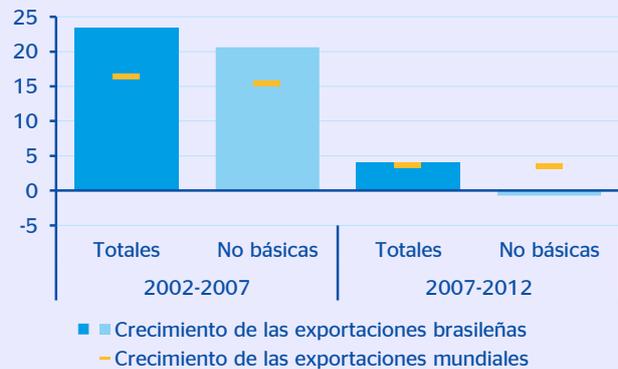
Como proporción de las exportaciones mundiales, las exportaciones brasileñas sí aumentaron: desde el 0,54% en el 2002 hasta el 0,68% en el 2007 y el 0,74% en el 2012. Sin embargo, la expansión de las exportaciones de productos primarios explica gran parte de este aumento. Las manufacturas básicas, es decir, las más intensivas en recursos primarios, explican un 39% de la evolución observada en ambos períodos, mientras que las no básicas contribuyeron positivamente (+5%) en el primer quinquenio, pero muy negativamente en el segundo (-86%). De manera conjunta, las manufacturas básicas y las no básicas contribuyeron positivamente a la expansión de las exportaciones de Brasil como proporción de las exportaciones globales entre el 2002 y el 2007 y negativamente entre el 2007 y el 2012 (para todo el período la contribución es pequeña, pero positiva).

En línea con lo anterior, las exportaciones brasileñas de productos manufacturados crecieron a un ritmo claramente superior al de las exportaciones globales de

manufacturas en el primer quinquenio analizado. Sin embargo, la situación cambió significativamente en el segundo quinquenio: las exportaciones brasileñas de manufacturados se moderaron en línea con las exportaciones globales pero el segmento de manufacturas no básicas mostró una ligera contracción que contrasta con el crecimiento global (véase el Gráfico R.1.1).

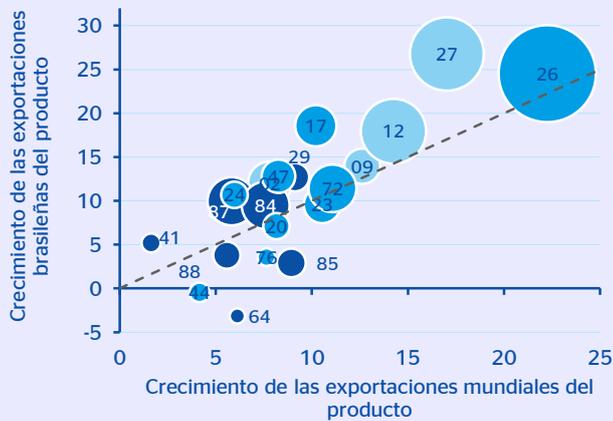
La comparativa entre el crecimiento de las exportaciones brasileñas y las globales por tipo de producto (véase el Gráfico R.1.2) y los indicadores de ventaja comparativa revelada RCA (véase la Tabla R.1.1) apoyan en general estas conclusiones.

Gráfico R.1.1  
Crecimiento anual de la exportación de manufacturas (totales y no básicas) en Brasil y en el mundo (%)



Fuente: WITS y BBVA Research

Gráfico R.1.2  
Brasil: crecimiento anual de los productos exportados en 2002-2012 (%)\*



\* El tamaño de la burbuja indica la cuota del producto en las exportaciones del país, y los colores clasifican los productos según sean: ● Primarios, ● Manufacturas básicas, ● Manufacturas no básicas. Además, cada producto aparece identificado con los dos dígitos de la clasificación HS 2002. Por encima de la línea de 45°, las exportaciones del producto han crecido más en el país que en el mundo y, por lo tanto, el país ha ganado cuota en las exportaciones mundiales.  
Fuente: WITS y BBVA Research

Con pocas excepciones, los principales grupos de productos primarios mantuvieron o incluso aumentaron su (de partida elevado) nivel de competitividad en la última década de acuerdo con el indicador RCA. Asimismo, las exportaciones brasileñas de estos productos crecieron casi siempre más que las globales. Destaca el desempeño del sector del petróleo, donde el país parece estar desarrollando una ventaja comparativa.

Entre los principales grupos de productos manufacturados la heterogeneidad es mayor. En las manufacturas básicas, los indicadores RCA muestran una estabilidad alrededor de niveles de competitividad relativamente elevados en la última década y un crecimiento de las exportaciones equivalente o superior a las exportaciones globales, con la principal excepción de los sectores de madera y aluminio. Con respecto a las manufacturas no básicas, la mayor parte de los principales grupos de productos muestra un desempeño favorable entre el 2002 y el 2007 y muy desfavorable entre el 2007 y el 2012. Este es el caso de los grupos "Maquinarias y eléctricos" y "Transportes", los que tienen más peso en las exportaciones brasileñas. Los datos de RCA muestran que sólo el grupo "Pieles y cueros" sigue siendo competitivo (RCA>1), aunque menos que hace una década. Destaca la pérdida de dinamismo y de competitividad del grupo "Calzados".

Tabla R.1.1  
Brasil: indicador de ventaja comparativa revelada (RCA), peso en las exportaciones totales y tasa de crecimiento por sectores

	Ventaja comparativa revelada			% del total de exportaciones			Crecimiento anual*	
	2002	2007	2012	2002	2007	2012	2002-12	2007-12
Animales y productos animales	2,7	3,5	2,7	5,7	5,9	4,3	11,7	-0,4
Productos vegetales	4,2	4,2	5,0	10,8	10,6	14,8	18,6	13,6
Comestibles	4,3	3,9	4,2	12,9	10,2	11,6	13,7	9,2
Productos minerales	10,3	9,6	10,5	7,9	13,7	20,0	26,1	14,5
Combustibles	0,4	0,5	0,6	3,3	6,5	11,2	29,8	18,4
Químicos e industrias afines	0,5	0,6	0,6	4,7	4,9	5,2	15,9	7,5
Plásticos y gomas	0,6	0,7	0,5	2,5	3,1	2,3	13,6	0,0
Pieles y cueros	2,1	2,3	1,4	1,8	1,4	0,8	5,7	-5,1
Madera y productos de madera	2,1	2,1	1,8	7,4	5,8	4,0	8,0	-1,4
Textiles	0,3	0,3	0,4	1,9	1,4	1,5	11,6	7,2
Calzado y Sombrerería	2,8	1,7	0,7	2,8	1,3	0,5	-3,4	-12,0
Piedra y vidrio	0,8	0,6	0,3	2,3	1,8	1,2	8,2	-1,8
Metales	1,6	1,2	1,0	9,7	10,7	6,9	11,1	-2,5
Maquinarias y eléctricos	0,4	0,4	0,3	12,0	10,3	6,4	8,0	-3,4
Equipos de transporte	0,9	1,0	0,8	11,0	9,9	6,4	8,9	-2,6
Varios	0,3	0,2	0,2	2,0	1,3	0,9	5,7	-1,8
Productos primarios	1,7	1,7	1,8	0,3	0,3	0,4	21,5	12,8
Manufacturas básicas	2,9	2,7	3,2	0,4	0,4	0,4	16,4	7,4
Manufacturas no básicas	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	9,5	-0,7

Fuente: WITS y BBVA Research.

Los datos de desempeño de las exportaciones brasileñas en el período 2002 y 2012 deja poco lugar a dudas: en los últimos años, precisamente entre el 2007 y el 2012, hubo una significativa pérdida de competitividad en el sector manufacturero brasileño, muy concentrada en el grupo de manufacturas no básicas. Esta pérdida de competitividad reciente borró gran parte de las ganancias observadas en el quinquenio anterior, entre el 2002 y el 2007.

Entre los factores que explican el deterioro de los niveles de competitividad del sector brasileño de manufacturas, destaca la apreciación de 22% del tipo de cambio efectivo real entre el 2002 y el 2012, concentrada entre el final de 2002 y mediados de 2008. Asimismo, el cambio se mantuvo en un nivel mucho más apreciado en la segunda mitad del período 2002-2012, lo que ayuda a entender que la pérdida de competitividad del sector manufacturero haya sido observada en dicho período.

Otro factor fundamental para entender el deterioro de la competitividad del sector manufacturero en los últimos años es la brecha entre el crecimiento de los costes laborales y la productividad laboral.

En el período 2002-2012, el coste laboral unitario en el sector industrial medido en reales aumentó un 7,5% al año en promedio (el crecimiento en dólares fue de 9,0% al año). Este crecimiento fue especialmente elevado en los dos últimos años del período analizado, cuando creció a un ritmo de aproximadamente 14% al año. Este crecimiento es muy superior a la productividad del sector industrial brasileño, que creció a una tasa anual de apenas 2,2%. Su crecimiento fue particularmente bajo, incluso negativo, en 2011 y 2012.

Hay otros factores que potencialmente pueden afectar la competitividad de la economía y del sector manufacturero: entorno institucional, costes energéticos, carga tributaria, coste de capital, costes logísticos, acceso a mercados, etc. En el caso de Brasil, la evidencia disponible para la última década sugiere que hubo poco avance –en algunos casos, ninguno– en términos de apoyo a la competitividad. En todo caso, los avances puntuales seguramente no fueron suficientes para compensar el cuadro general de pérdida de competitividad del sector manufacturero. Es ilustrativo que Brasil ocupara en 2012 el puesto 27 entre 188 países en la clasificación del coste para exportar un contenedor y fuera el segundo país donde más aumentó este coste entre 2005 y 2012 (+252%).

La falta de un plan de reformas más general y ambicioso reduce la posibilidad de que haya una mejora de la competitividad en Brasil a través de ganancias de productividad, que sería lo más deseable. Por tanto, lo más probable es que el problema de la falta de competitividad se resuelva (más bien se atenúe) a través de una depreciación del tipo de cambio y de una moderación de la actividad económica.

## La inflación se mantendrá en torno al 6,0% en 2014

La inflación sorprendió al alza y cerró 2013 en el 5,9% interanual. Aunque se ha mantenido dentro del amplio rango meta (2,5% - 6,5%), ha frustrado los planes del BCB de conseguir en 2013 una inflación inferior a la de 2012, cuando alcanzó el 5,8% a/a. Más recientemente, en enero, la inflación se moderó más de lo esperado, situándose en el 5,6% interanual (véase el Gráfico 3.5).

Aunque la reciente depreciación del tipo de cambio impidió que la inflación tendiera a la baja a finales de 2013, los efectos base positivos (es decir, la elevada inflación de enero de 2013) contribuyeron a que la inflación cayera en enero de este año.

De cara al futuro, esperamos que continúen las presiones relacionadas con un tipo de cambio más débil, y que los efectos base positivos desaparezcan. Además, la falta de margen para mantener la inflación de los precios regulados tan baja como en 2013 será otro factor que impedirá que la inflación caiga muy por debajo del 6,0% a/a y converja hacia el rango meta del 4,5% interanual. En concreto, esperamos que la inflación tienda paulatinamente al alza en los próximos años, y que llegue al 6,0% interanual en junio y al 6,3% interanual en el tercer trimestre. Al final del año habrá cierta moderación, por lo que la inflación cerrará 2014 más o menos en el mismo nivel que a finales de 2013, es decir, en torno al 5,9% interanual. Esta

trayectoria prevista implica que la inflación llegará a un promedio del 6,0% a/a en 2014, un poco por debajo de la inflación del año anterior (6,2% a/a).

En lo que respecta al impacto de la depreciación del BRL sobre la inflación, nuestras estimaciones y la evidencia disponible sobre Brasil indican que el coeficiente de *pass-through* es aproximadamente un 5%, es decir, que una depreciación del 10% implica que la inflación aumentará en torno a 50 p.b. en 12 meses (véase el Recuadro 2 para un análisis comparativo del impacto de una depreciación de la moneda en Brasil). Teniendo esto en cuenta, la depreciación del tipo de cambio añadirá aproximadamente 60 p.b. a la inflación en 2014.

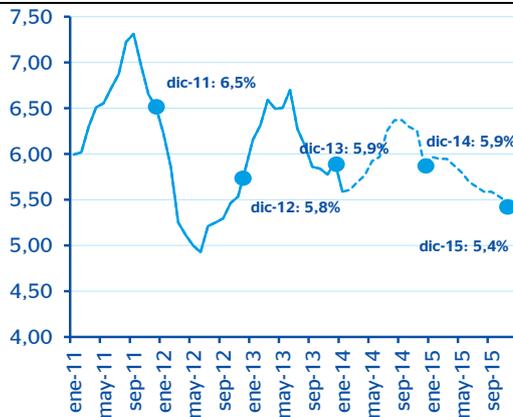
Como consecuencia del proceso de depreciación del tipo de cambio, prevemos que la inflación de los bienes transables estará sometida a más presión que en el pasado reciente. Por otro lado, la inflación de los bienes no transables se verá menos afectada por la depreciación de la moneda, pero responderá más tanto al ajuste de las condiciones monetarias como a la desaceleración salarial a su debido tiempo. Por tanto, esperamos que los precios de los bienes transables, cuyo peso en la cesta del IPCA está en torno al 36%, estén sometidos a más presión, y que los precios de los bienes no transables, cuyo peso en la cesta de inflación está en torno al 40%, se moderen durante el resto de 2014.

La inflación de los productos y servicios regulados, que representa aproximadamente el 24% del IPCA, será considerablemente más alta en 2014 que en 2013, cuando llegó tan solo al 1,5% interanual, su mínimo histórico. Entre otras razones, el gobierno no tiene margen fiscal para subvencionar los precios de algunos productos y servicios. El caso del sector de la energía es ilustrativo. Después de recortar las tarifas de la electricidad en un 18%-32% a comienzos de 2013, este año el gobierno probablemente se verá forzado a ajustar las tarifas al alza en más del 10% dada la falta de recursos fiscales para subvencionar el sector y el impacto negativo sobre los costes la extrema sequía experimentada al principio del año.

En resumen, prevemos que la inflación se mantendrá cerca del 6,0% interanual en 2014, pues la presión sobre la inflación de los bienes transables y de los precios regulados contrarrestará el impacto de unas condiciones monetarias más restrictivas y de un mercado de trabajo menos robusto sobre la inflación de los bienes no transables. Los últimos valores de la inflación ya apoyaban esta visión (véase el Gráfico 3.6).

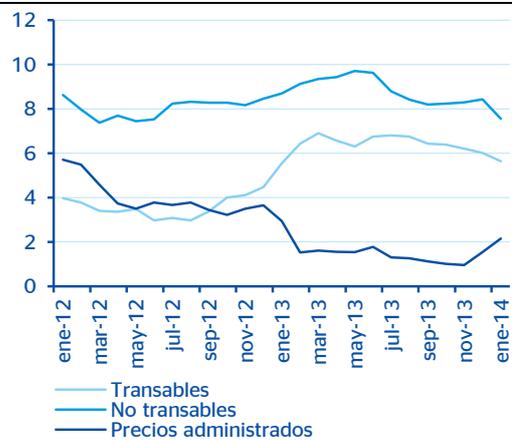
La inflación podría disminuir algo en 2015 (véase el Gráfico 3.5), cuando esperamos que el proceso de depreciación del tipo de cambio pierda un poco de fuerza, las políticas fiscales y monetarias se endurezcan más y la demanda interna se modere.

Gráfico 3.5  
Inflación (% a/a)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.6  
Inflación por componentes: bienes transables, bienes no transables y precios regulados (% a/a)



Fuentes: BCB y BBVA Research

**Recuadro 2. Traslación del tipo de cambio a precios en Latam**

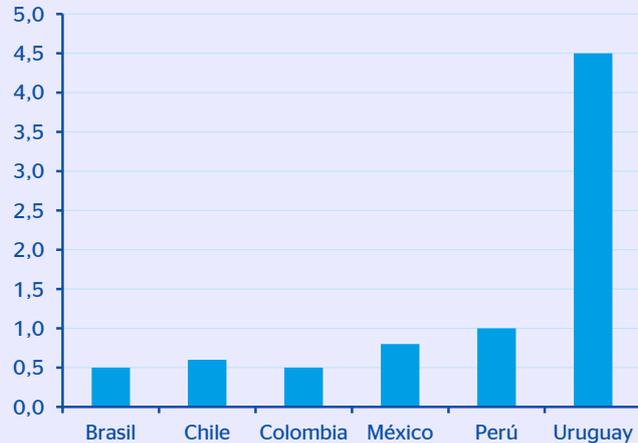
En parte debido a las tensiones recientes, las monedas de los países de América Latina acumulan depreciaciones importantes en los últimos 12 meses. En concreto, el tipo de cambio se ha debilitado aproximadamente un 15% en los países andinos y en Uruguay, algo menos (alrededor de 5%) en México y significativamente más en Brasil (22%).

Estas depreciaciones observadas en los países que mantienen un tipo de cambio flexible, así como las perspectivas de depreciación adicional (véase la sección sobre tipos de cambio y la tabla de previsiones al final del informe) pueden generar una cierta preocupación sobre la dinámica inflacionaria a lo largo de 2014.

Para evaluar el impacto sobre la inflación es necesario evaluar el coeficiente de traslación a la misma de los movimientos en los tipos de cambio, es decir, en qué proporción una determinada depreciación del tipo de cambio se traslada a los precios internos.

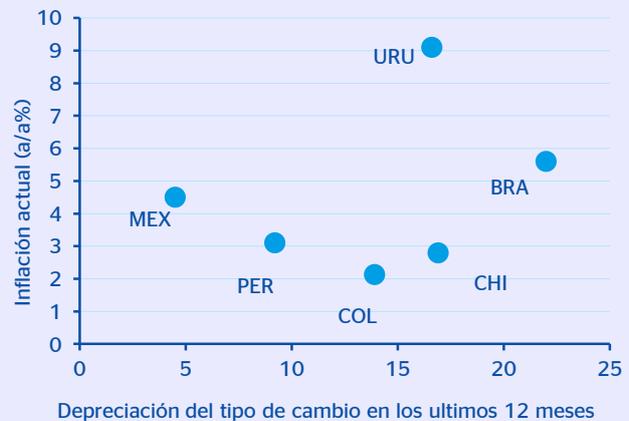
La literatura económica sugiere que el *pass-through* del cambio a la inflación ha estado disminuyendo en los últimos años en América Latina, como consecuencia, entre otros motivos, de la efectividad de las políticas monetarias bajo esquemas de objetivo de inflación (véase el [Situación Colombia de 12 de febrero de 2014](#) para una revisión de la literatura y más detalles sobre este tema). Nuestras estimaciones indican que el coeficiente de traslación del tipo de cambio a precios en los países de la región se encuentra principalmente en el rango de 5% a 10%. Es decir, una depreciación de 10% del tipo de cambio tiene un impacto sobre la inflación entre 0.50 y 1.0 punto porcentual en un período de 12 meses (véase el Gráfico R.2.1). La excepción es Uruguay, con un traslado de 4.5 puntos a la inflación en el caso de una depreciación cambiaria del 10%, como resultado de un nivel de inflación elevado, con expectativas de inflación que no están ancladas en el rango objetivo del Banco Central (entre 3% y 7% a partir de julio de este año), y de una fuerte dolarización de la economía. Asimismo, en Perú, donde el grado de dolarización de la economía es también relativamente elevado, el coeficiente de traslado es significativamente más bajo -aunque más alto que en otros países de la región- debido al éxito de la política monetaria en anclar las expectativas de inflación alrededor de un objetivo del 2%.

Gráfico R.2.1  
**Coefficiente de traslación de tipo de cambio a precios o *pass-through* (impacto en inflación de una depreciación cambiaria de 10%, en puntos porcentuales)**



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico R.2.2  
**Riesgos inflacionarios: inflación actual y depreciación cambiaria en los últimos 12 meses (%)**



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Tomando en cuenta que, con la excepción de Uruguay, los coeficientes de traslación se encuentran en niveles relativamente bajos, el impacto de los movimientos en los mercados cambiarios dependerá primordialmente de la magnitud de la depreciación de cada moneda y del nivel de inflación actual. El gráfico R.2.2 muestra que en México, donde la inflación se encuentra ligeramente por encima del rango objetivo, la depreciación cambiaria ha sido pequeña. En los países andinos, donde la depreciación ha sido algo más fuerte, la inflación se encuentra en niveles bajos (tantos absolutos como en comparación con el objetivo). La situación claramente más desfavorable es

la de Brasil y Uruguay, donde la inflación sigue muy elevada y la depreciación ha sido muy fuerte.

Así, el efecto sobre la inflación de las depreciaciones cambiarias debería ser en general pequeño y fácilmente absorbible dentro de las bandas objetivo de los bancos centrales. La excepción es Brasil y Uruguay,

donde el tamaño de la depreciación y la ya elevada inflación hace que esto sea un shock añadido a una situación de presiones importantes sobre los precios internos pese al proceso de endurecimiento monetario en los últimos trimestres.

## El entorno actual requiere que el BCB mantenga una política monetaria más restrictiva

Después de reducir la tasa Selic hasta el 7,25% a finales de 2012, en una apuesta por que los tipos de interés pudieran mantenerse en niveles mucho más bajos que en el pasado reciente sin reformas adicionales y con independencia de la postura fiscal, la inflación comenzó su tendencia al alza y rompió el techo del rango meta (6,5% interanual) en marzo de 2013.

El BCB empezó entonces a endurecer las condiciones monetarias en abril de 2013 y reforzó la opción de un ajuste significativo en la tasa Selic a lo largo del año, en vista de que las expectativas de inflación no disminuían y ante las pruebas de que la inflación estaba perjudicando tanto al consumo privado como a los índices de aprobación del gobierno. Además, la decisión de ajustar las condiciones monetarias de forma más agresiva de lo que se esperaba inicialmente (el Selic se incrementó del 7,25% en abril de 2013 al 10,50% en enero de 2014) también es una medida dirigida a recuperar parte de la credibilidad perdida cuando los tipos de interés se redujeron, también de forma agresiva, hasta el 7,25%.

El reciente ajuste de las condiciones monetarias es un indicio de que la apuesta por unos tipos de interés más bajos no ha funcionado. Aunque el ajuste monetario actual es ya muy importante, las expectativas de inflación siguen elevadas y no hay perspectivas de que la inflación converja al objetivo del 4,5% en breve, lo que es un síntoma de credibilidad dañada.

En cualquier caso, no solo los factores internos requieren que el BCB mantenga ahora los tipos de interés más altos, sino que también el entorno externo es menos propicio para que las economías emergentes mantengan los tipos de interés bajos.

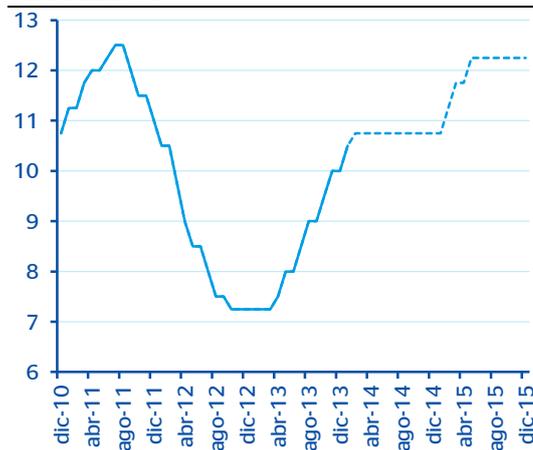
De cara al futuro, esperamos que la autoridad monetaria aumente la tasa Selic en 25 p.b. hasta el 10,75% a finales de febrero. Del mismo modo que la sorpresa al alza de diciembre obligó al BCB a justar la Selic en 50 p.b. (en vez de 25 p.b.) en enero, la sorpresa de la caída de la inflación en enero llevará a un ajuste de 25 p.b. (en vez de 50 p.b.) en febrero. Este ajuste de menor alcance también está en línea con el énfasis que la autoridad monetaria ha puesto recientemente en el impacto atrasado de la política monetaria sobre la inflación (lo que indica que considera que la mayor parte de su trabajo ya está hecho), y con las pruebas que apuntan a que la actividad económica del país sigue siendo muy débil.

En nuestra opinión, el movimiento alcista de los tipos de febrero será el último, y la tasa Selic se mantendrá sin cambios en el 10,75% (el mismo tipo de interés que había cuando la presidenta Dilma Rousseff y el presidente del BCB, Alexandre Tombini, juraron su cargo a comienzos de 2011) durante el resto de 2014. Sin embargo, como la inflación seguirá bajo presión, prevemos que el BCB y el gobierno tratarán durante el año de utilizar otras herramientas (como las políticas macroprudenciales o fiscales) para impedir que la inflación se descontrole.

En 2015, esperamos que se adopte un nuevo ciclo de ajuste monetario como parte de un ajuste más general para hacer frente a la inflación, tratar de eliminar parte de la desconfianza de las políticas internas y allanar el camino para el crecimiento en los años siguientes. El comienzo de un ciclo de ajuste monetario por parte de la Fed también apoya la visión de que será necesario ajustar la Selic en 2015.

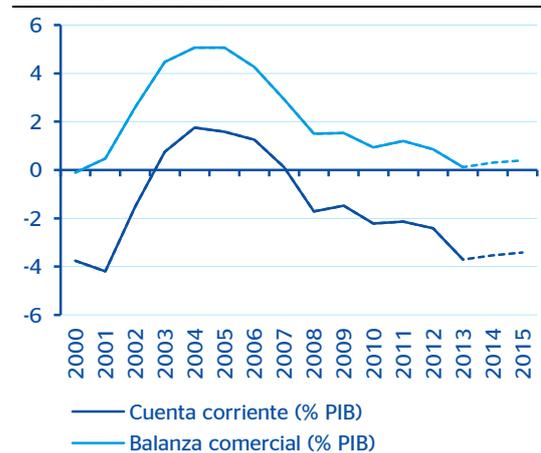
El riesgo actual es que sea necesario adelantar el ajuste de 2015 y efectuarlo en 2014. Por tanto, no descartamos un escenario en el que el BCB siga endureciendo las condiciones monetarias tras la reunión de política monetaria que se celebrará en febrero.

Gráfico 3.7  
Tasa SELIC (%)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.8  
Cuentas externas: balanza comercial y cuenta corriente (% del PIB)



Fuentes: BCB y BBVA Research

## Las cuentas externas y fiscales empeoraron considerablemente en 2013. Aunque las cuentas externas mejorarán algo, es probable que el deterioro fiscal continúe en 2014

El déficit por cuenta corriente alcanzó el 3,7% del PIB en 2013 y el superávit primario del sector público llegó al 1,9% del PIB, en ambos casos la peor cifra desde 2001.

El deterioro de la cuenta corriente se debe sobre todo a la reducción de la balanza comercial. En concreto, el superávit comercial cayó del 0,9% del PIB en 2012 al 0,1% en 2013 (la cifra más baja desde 2000), lo que fue debido a los problemas de competitividad del sector manufacturero (véase el Recuadro 1). Además, se produjo una caída del 3% en el precio de las exportaciones domésticas y la balanza comercial del petróleo también empeoró, pues pasó del 0,1% del PIB en 2012 al -0,5% en 2013 debido a los problemas de oferta y al registro tardío de las importaciones de petróleo en la segunda mitad de 2012 (esto último fue un asunto puntual y por lo tanto no debería repercutir en la balanza comercial del sector a partir de 2014).

En lo que respecta a las cuentas fiscales, la caída del superávit primario del sector público se produjo tras la decisión del gobierno de sustentar la actividad económica en el gasto público y los recortes de impuestos. Tanto la caída del superávit primario como los mayores pagos de intereses hicieron aumentar el total del déficit fiscal hasta el 3,2% del PIB, el peor resultado desde 2009, cuando el país se vio afectado por la crisis de Lehman Brothers.

El deterioro de las cuentas externa y fiscal ha contribuido a alimentar la reciente ola de pesimismo sobre la economía brasileña, con los riesgos ya comentados anteriormente. En particular, ha apoyado las decisiones de las principales agencias de calificación de bajar las perspectivas de la calificación soberana de Brasil.

A pesar del innegable deterioro, creemos que la situación en el ámbito fiscal, y especialmente en el ámbito externo, no es tan débil en Brasil como en otras economías emergentes que en la actualidad están en el ojo del huracán. Por un lado, Brasil sigue siendo un acreedor externo neto debido a sus abultadas reservas internacionales (17% del PIB), y la deuda externa a corto plazo es relativamente pequeña (11% del total de la deuda externa). Por otro lado, la deuda

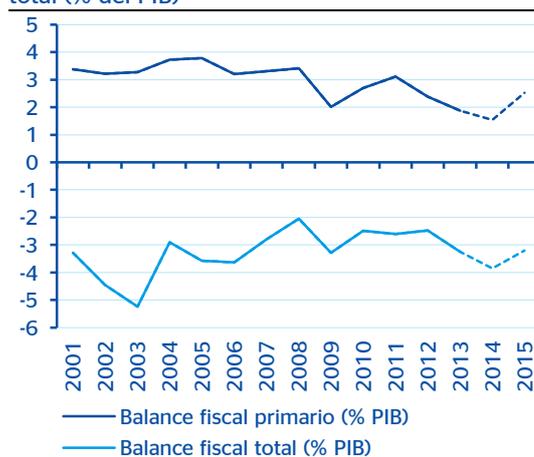
neta del sector público sigue reduciéndose (aunque no al mismo ritmo que hace unos años) gracias a la generación de un superávit primario, a un crecimiento positivo del PIB y a la depreciación de la moneda (lo que aumenta el valor de las reservas internacionales en BRL), y la deuda bruta del país se mantiene prácticamente sin cambios (véase el Gráfico 3.10). Consideramos que lo que hace que Brasil sea más vulnerable no son las debilidades estructurales externas ni fiscales, sino sus políticas económicas.

De cara al futuro, no prevemos ningún cambio significativo en las políticas monetarias y fiscales durante el resto de 2014, pues las elecciones generales que se celebrarán en octubre hacen que cualquier ajuste sea potencialmente más doloroso desde la perspectiva política. Pero sí prevemos más ajustes significativos en 2015, no solo en el ámbito fiscal sino también en el monetario.

El gobierno ha anunciado recientemente que congelará el gasto presupuestado con el objetivo de conseguir un superávit primario del 1,9% del PIB este año. Sin embargo, seguimos escépticos sobre la consecución de este objetivo, ya que no vemos ningún margen fiscal significativo ni grandes incentivos para que el gobierno lo lleve a cabo. Por consiguiente, nuestras previsiones siguen siendo que el superávit primario alcanzará el 1,6% en 2014, lo que aumentará los pagos de intereses y llevará el déficit fiscal total al 3,8%, lo que de concretarse sería el peor resultado desde 2003 (véase el Gráfico 3.9). Asimismo, esperamos que no sea hasta 2015 cuando se adopte un ajuste más importante en la política fiscal, aunque probablemente será demasiado tarde para evitar una rebaja de la calificación del crédito soberano.

En lo que respecta a las cuentas externas, esperamos que este año comience alguna mejora debido al impacto de una moneda más débil, a la aceleración del crecimiento mundial y a un resultado menos negativo de la balanza comercial del petróleo (a medida que se recupere la producción de petróleo nacional). En nuestra opinión, esta mejora se producirá a pesar de que habrá otra ligera corrección a la baja en los términos de intercambio de Brasil y a pesar del impacto de la depreciación en Argentina (véase el Recuadro 3). En definitiva, prevemos que el déficit por cuenta corriente caerá al 3,5% y al 3,4% del PIB en 2014 y 2015 respectivamente.

Gráfico 3.9  
Cuentas del sector público: balances primario y total (% del PIB)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.10  
Deuda pública bruta y neta (% del PIB)



Fuente: BCB

## El crecimiento se mantendrá en torno al 2,0% en 2014 y 2015

Los últimos indicadores apuntan a que el crecimiento podría sorprender a la baja, una vez más, en el 4T13. El IBC-Br, el índice de actividad económica del BCB que funciona como un proxy mensual del PIB, cayó un 0,6% m/m y un 1,4% m/m en noviembre y diciembre respectivamente, lo que baja el crecimiento intertrimestral al 0,2% (véase el Gráfico 3.11).

En el 3T13, el IBC-Br también cayó un 0,2% y el PIB se contrajo un 0,5% t/t. Por tanto, la actividad podría contraerse por segundo trimestre consecutivo en el 4T13, lo que implica que la economía podría haber entrado en recesión técnica a finales de 2013.

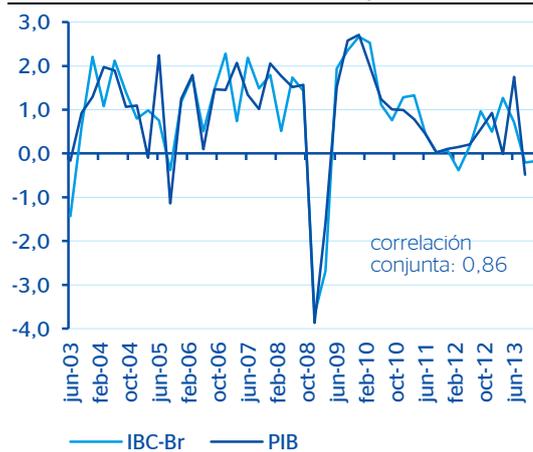
Como muestra el Gráfico 3.11, la correlación entre el IBC-Br y el PIB es alta, pero no perfecta. En algunos trimestres, la diferencia entre los dos indicadores de crecimiento fue más de 1,0 p.p. Es decir, que aunque el IBC-Br añade un sesgo bajista a nuestras previsiones, mantenemos la opinión de que el resultado del 4T13 está en terreno positivo, un 0,4% intertrimestral, para ser más precisos.

Si nuestras previsiones acerca del 4T13 son correctas, el crecimiento del PIB se situará en torno al 2,2% en 2013, una cifra superior a la de 2012 (1,0%) pero por debajo del crecimiento de la última década (3,6% de promedio) y del crecimiento potencial (véase la sección siguiente para obtener información adicional sobre este punto).

La demanda interna aportará probablemente 3,5 p.p. al crecimiento de 2013, en comparación con la exigua aportación de 1,0 p.p. en 2012 (véase el Gráfico 3.12). La moderación del consumo, que ha pasado del 3,3% en 2012 a aproximadamente un 2,1% en 2013, se compensó con un repunte de la inversión, que pasó de -4,0% en 2012 a aproximadamente un 6,5% en 2013 gracias al comportamiento favorable del segmento en la primera mitad del año. A comienzos de 2013, la inversión se benefició de las políticas fiscales y monetarias expansivas, de algunos incentivos específicos para el segmento (de los tipos de interés reales negativos en el BNDES, el banco de desarrollo nacional, por ejemplo) y de algunos factores atípicos, como el fuerte crecimiento del número de camiones tras la pronunciada corrección a la baja en 2012 como consecuencia de la adopción de una nueva tecnología anticontaminación.

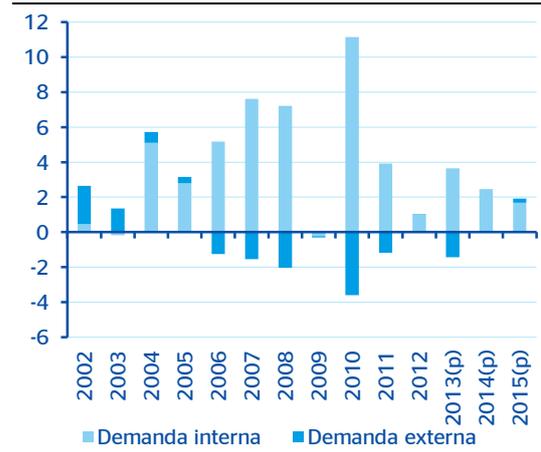
No es de extrañar que el crecimiento de la inversión durante la primera mitad del año impulsara las importaciones notablemente, lo que redujo la aportación de la demanda externa neta al PIB a -1,4 p.p. en el año, en un entorno marcado por la debilidad de las exportaciones, cuyo crecimiento prevemos que será tan solo un 1,9% en 2013.

Gráfico 3.11  
Medición del crecimiento: IBC-Br y PIB (% t/t)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.12  
Crecimiento del PIB (% a/a)



Fuentes: BCB y BBVA Research

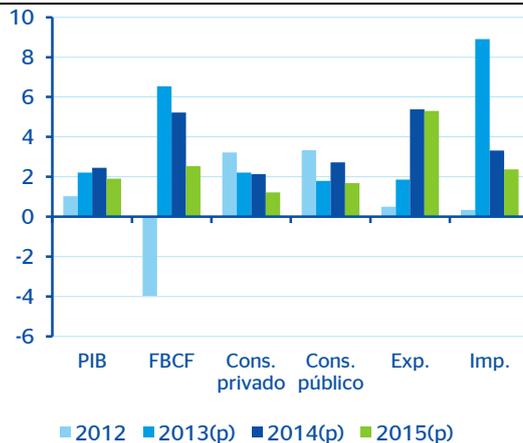
Esperamos que el crecimiento del PIB llegue al 2,5% en 2014. Un mejor rendimiento de las exportaciones, apoyadas por una moneda más débil y una demanda más fuerte en los países desarrollados, unido a unas importaciones menos boyantes harán que la aportación de la demanda externa neta al PIB se aproxime a cero, lo que supone una importante mejora en comparación con 2013, cuando la aportación fue negativa (véase el Gráfico 3.10). La reducción de las importaciones está relacionada con la moderación de la demanda interna, cuya aportación al PIB caerá a 2,4 p.p. en 2014. Prevemos que tanto la

inversión como el consumo perderán impulso en 2014, afectados por la incertidumbre con respecto al entorno doméstico, por una política monetaria menos propicia y por la desaceleración de los mercados de trabajo.

El sesgo de nuestra previsión para 2014 es a la baja, debido a las recientes turbulencias de los mercados financieros, al impacto de la depreciación del peso argentino en las exportaciones brasileñas (véase el Recuadro 3) y al riesgo de que el crecimiento del 4T13 sea inferior al previsto, lo que reduciría el efecto arrastre estadístico para el crecimiento en 2014.

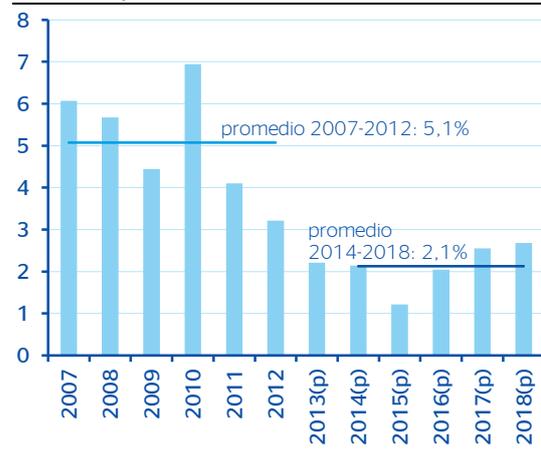
Si miramos más hacia delante, esperamos que el crecimiento del PIB se desacelere y se sitúe en torno al 1,9% en 2015 tras el impacto que tendrá la aplicación de unas políticas fiscales y monetarias más restrictivas. El cambio de tono de las políticas económicas será necesario para recuperar algo de la credibilidad perdida en los últimos años y para reducir la vulnerabilidad de la economía en un escenario en el que la Fed comenzará a ajustar al alza los tipos de interés.

Gráfico 3.13  
Crecimiento del PIB por componentes de demanda (% a/a)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.14  
Consumo privado (% a/a)



Fuentes: BCB y BBVA Research

### Recuadro 3. Escaso contagio desde Argentina al resto de América Latina, concentrado en Brasil y Uruguay

Uno de los eventos a finales de enero que contribuyeron a aumentar las dudas sobre la marcha de las economías emergentes fue el incremento del ritmo de devaluación del tipo de cambio en Argentina. En particular, entre el 21 y 23 de enero, el tipo de cambio se depreció un 14%, al pasar de 6.88 pesos por dólar a estabilizarse en los días posteriores al 23 de enero en alrededor de 8 pesos por dólar.

La depreciación del tipo de cambio en Argentina coincidió con una fuerte depreciación de otras monedas emergentes, como la lira turca y el rublo ruso. El resto de monedas de América Latina también se ha debilitado frente al dólar desde fines de enero. Todo ello ha llevado a algunas dudas sobre la

posibilidad de una crisis generalizada en las economías emergentes. Nuestra visión es que la turbulencia en los mercados financieros en enero y febrero ha tenido algún elemento de índole global (como un posible adelanto del aumento de tipos de interés en EEUU o dudas temporales sobre el ritmo de crecimiento en China, ver texto principal), pero también condicionantes de índole idiosincrática en las economías más afectadas (Argentina, Turquía, Brasil, India, Indonesia y Sudáfrica, entre otros).

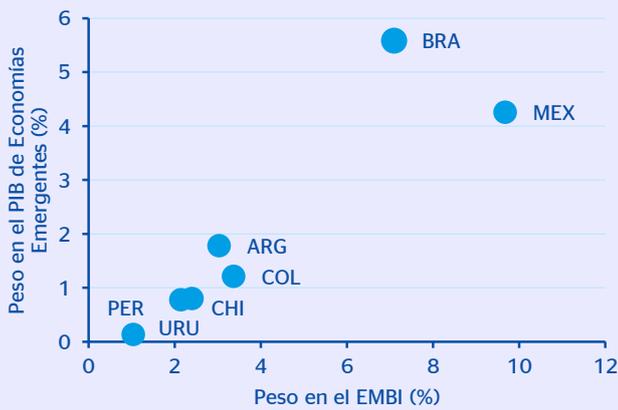
En particular, existe una serie de razones por las cuales una fuerte depreciación del tipo de cambio en Argentina y una desaceleración de su actividad económica que podría derivarse del aumento de los tipos de interés de mercado, tendría un efecto muy

reducido en el resto de países de la región, con la excepción de Brasil y Uruguay. Pero incluso en esos dos casos el efecto sería, en todo caso, acotado.

El primer canal a través del cual las turbulencias en Argentina podrían afectar al resto de países de la región es a través de su efecto en los mercados financieros internacionales y el sentimiento de los inversores en la región. Sin embargo, la integración de Argentina con los mercados financieros internacionales es mucho menor que su peso económico en la región. Argentina no ha regresado a los mercados financieros internacionales desde la suspensión de pagos de 2001, lo que ha reducido su nivel de deuda externa desde el 130% del PIB en 2002 a 70% en 2005 y 31% en 2013. Además, los flujos de entrada de capitales por parte de no residentes también han sido limitados en los últimos años. Todo esto ha llevado a que el peso de Argentina en los principales índices de la región sea muy reducido (véase, por ejemplo, el Gráfico R.1.1 para el caso del índice EMBI).

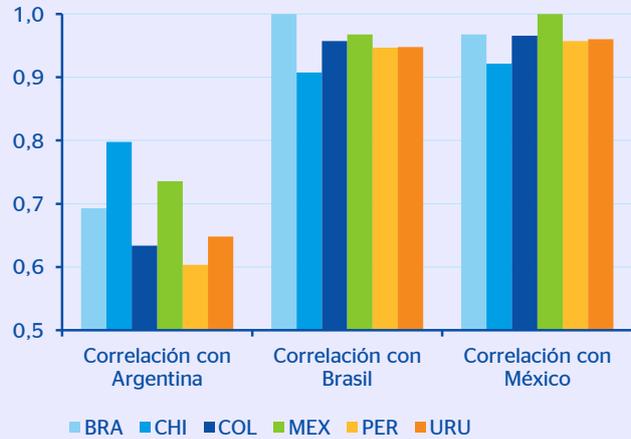
De esta forma es muy poco probable que pueda gatillar una salida de fondos centrados en la región. Asimismo, la correlación entre los cambios en los diferenciales soberanos en Argentina y el resto de países de la región es mucho menor que la correlación que tienen México o Brasil, en gran medida porque la evolución del diferencial en el caso de Argentina se ha debido, sobre todo, a factores idiosincráticos.

Gráfico R.3.1  
**Peso de los países de Latam en el índice EMBI y porcentaje del PIB de las economías emergentes**



Fuente: BBVA Research y JP Morgan

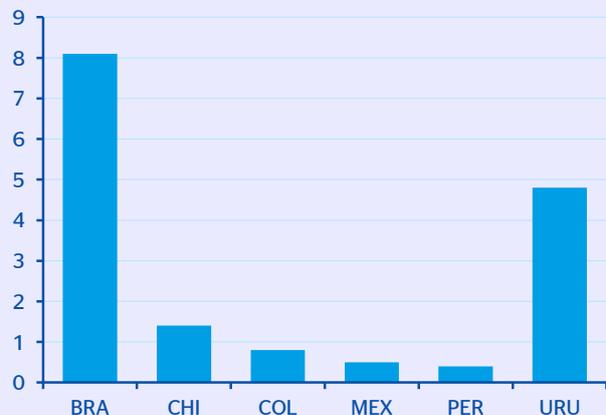
Gráfico R.3.2  
**Correlación de los diferenciales soberanos de cada país con los de Argentina, Brasil y México (Enero 2009 - Febrero 2014)**



Fuente: BBVA Research y Haver

El segundo canal a través del cual podría existir contagio desde Argentina al resto de la región es a través del canal comercial y de inversión directa. Sin embargo, los vínculos comerciales de Argentina con el resto de países de la región son relativamente reducidos (Gráfico R.3.3). Las exportaciones del resto de la región a Argentina solamente representan el 2.2% de su comercio total, si bien este porcentaje es mayor en el caso de Brasil (8.1% de sus exportaciones, especialmente del sector automotriz y químico) y Uruguay (4.8% del total, especialmente centrada en el sector turístico).

Gráfico R.3.3  
**Exportaciones a Argentina como porcentaje del total de cada país**



Fuente: BBVA Research y Haver

En el caso de Brasil, el impacto en el crecimiento de 2014 podría ser de aproximadamente -0.2 p.p., aunque podría ser menor si Argentina flexibiliza algunas de las restricciones en vigor a las importaciones desde Brasil, algo más probable ahora que el peso se encuentra en un nivel más competitivo. Este impacto se derivaría especialmente de una caída de 10% de las exportaciones brasileñas al país vecino (en enero de 2014 la caída de las exportaciones fue de 14%a/a). En todo caso, este impacto negativo sobre Brasil de la depreciación del peso y de la moderación de la actividad en Argentina no está totalmente incorporado en nuestra previsión de crecimiento de 2.5% del PIB en Brasil en 2014, lo que refuerza el sesgo a la baja de dicha previsión.

En el caso de Uruguay, el efecto sobre el crecimiento sería menor que en el caso de Brasil, no sólo porque el nivel de exposición es menor, el crecimiento actual es más robusto y los márgenes de política económica algo mayores, sino también porque la relativa mayor facilidad de acceso a moneda extranjera por parte de las personas físicas decretado por el gobierno en Argentina podría tener un efecto positivo sobre el

turismo en Uruguay, que compense de forma parcial el efecto precio y el de una posible desaceleración de la actividad económica en Argentina.

En conclusión, la reciente depreciación del tipo de cambio en Argentina y una posible desaceleración de su actividad económica derivada del incremento del coste de financiamiento interno tendría efectos muy reducidos en la mayoría de países de América Latina. Incluso en el caso de Brasil y Uruguay, los más expuestos por el canal comercial, el efecto sería muy acotado. Como ya hemos apuntado en ediciones anteriores del Situación Latinoamérica, el riesgo principal para la región proviene de una posible desaceleración fuerte en China (con efectos sobre la demanda de materias primas e impacto sobre su precio) o de una retirada desordenada del estímulo monetario en EEUU, que cause fuertes turbulencias en los mercados financieros internacionales. Por fortuna, ambos eventos de riesgo han reducido su probabilidad de ocurrencia notablemente respecto a mediados de 2013.

## **La aportación del consumo privado al crecimiento será menor a largo plazo. La dinámica de las exportaciones, y en especial de la inversión, no será lo suficientemente buena como para evitar una desaceleración en el crecimiento del PIB**

El consumo privado se ha ido desacelerando en los últimos años, y prevemos que seguirá haciéndolo en los próximos años (véase el Gráfico 3.14). Detrás de esta moderación hay importantes factores estructurales.

En primer lugar, el mercado de trabajo está ya muy ajustado, lo que reduce el margen de crecimiento en los próximos años. La tasa de desempleo se situó en una media de 5.4% en 2013, prácticamente la mitad que en 2006 y el nivel más bajo en más de diez años. Además, en los últimos años los salarios han aumentado más que la productividad. Para controlar la inflación y abordar los problemas de competitividad será necesaria la moderación de los salarios en los próximos años.

En segundo lugar, el crédito de los hogares se incrementó desde menos del 15% en 2006 hasta el 26% del PIB en 2013 y el nivel de la deuda familiar aumentó del 23% al 46% del ingreso anual durante el mismo periodo. Un crecimiento similar en los próximos años ni se prevé ni es deseable.

Por último, los datos demográficos son cada vez menos favorables. El envejecimiento de la población y la menor fertilidad implican que la población activa no crecerá con tanta rapidez como en el pasado. Además, la reducción de la tasa de participación (una característica común en los países que están en transición hacia el desarrollo) también limita el margen de crecimiento del consumo privado en el futuro.

Un crecimiento más pronunciado de la productividad laboral, una reducción significativa de los tipos de interés para préstamos, que todavía son elevados, la reducción del empleo informal y la modificación del sistema de pensiones de Brasil, entre otras cosas, podrían

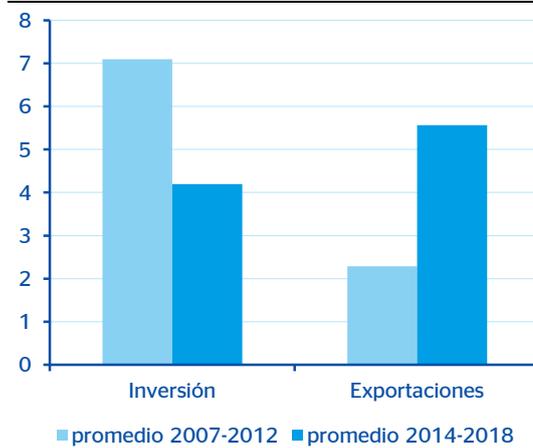
moderar algunas de estas limitaciones. Sin embargo, consideramos que todos estos cambios son improbables, dada la parálisis (actual y prevista) de la agenda de reformas económicas.

El principal problema relacionado con la moderación del consumo privado es que este componente representa más del 60% del PIB. Para compensar esta desaceleración, otros componentes de la demanda, como las exportaciones y la inversión, que actualmente representan en torno al 11% y al 20% del PIB respectivamente, tendrían que crecer a un ritmo inusualmente rápido en los próximos años para mantener un crecimiento económico en torno al 3,5% - 4,0%.

Lo que sí esperamos es que las exportaciones reaccionen a la depreciación del tipo de cambio y a una demanda más robusta de los países desarrollados en los próximos años, de forma que su aportación al crecimiento del PIB sea mayor que en el pasado reciente. No obstante, la expansión prevista está lejos de ser algo excepcional. Además, somos menos optimistas con respecto a la evolución de la inversión. Un crecimiento más pronunciado de este segmento requeriría reformas y cambios en las políticas, lo que creemos que es también improbable. Teniendo esto en cuenta, esperamos que la inversión pierda fuerza en los próximos años a pesar de que el país va a ser anfitrión de dos de los principales eventos deportivos del mundo<sup>2</sup> (véase el Gráfico 3.14).

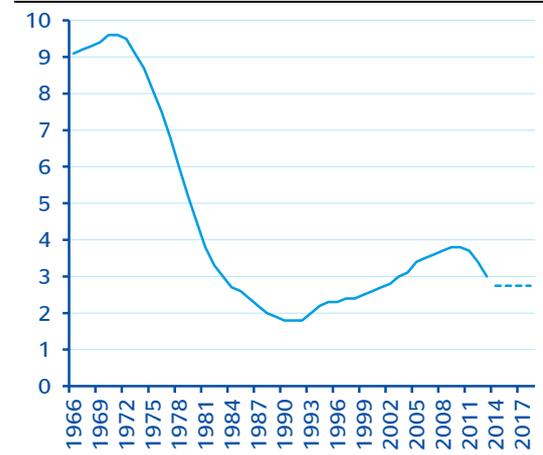
Es probable que en los próximos años se produzca gradualmente una transición desde un modelo de crecimiento centrado en el consumo privado a otro modelo más dependiente de las exportaciones. De hecho, este reequilibrio ya ha comenzado y está en línea con el cambio actual de los precios relativos. Sin embargo, como las perspectivas de inversión no son especialmente halagüeñas, es probable que la transición tenga fallos. No vemos muchas razones de peso para esperar que la actividad económica crezca de forma sostenible en torno al 3,5% - 4,0% en los próximos años, y nuestras previsiones son que el crecimiento potencial se situará con más probabilidad en torno al 2,5% - 3,0%.

Gráfico 3.15  
**Exportaciones y crecimiento de la inversión (% a/a)**



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.16  
**PIB potencial (% a/a)**



Fuentes: BCB y BBVA Research

2: Esperamos que tengan un impacto marginal en la actividad económica, en particular en la inversión.

## 4. Tablas

Tabla 4.1  
Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015
PIB (% interanual)	1,0	2,2	2,5	1,9
Inflación (% a/a, fdp)	5,8	5,9	5,9	5,4
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	2,04	2,36	2,51	2,60
Tipos de interés (% fdp)	7,25	10,00	10,75	12,25
Consumo privado (% a/a)	3,2	2,2	2,1	1,2
Gasto público (% a/a)	3,3	1,8	2,7	1,7
Inversión fija (% a/a)	-4,0	6,5	5,2	2,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-3,2	-3,8	-3,2
Cuenta corriente (% PIB)	-2,4	-3,7	-3,5	-3,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.2  
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (%, interanual)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	Tipo de interés (%, fdp)
1T 12	0,8	5,3	1,83	9,75
2T 12	0,5	4,9	2,02	8,50
3T 12	0,9	5,3	2,03	7,25
4T 12	1,4	5,8	2,04	7,25
1T 13	1,9	6,6	2,02	7,25
2T 13	3,3	6,7	2,26	8,00
3T 13	2,8	5,9	2,26	9,00
4T 13	2,4	5,8	2,32	10,00
1T 14	2,7	5,8	2,32	10,25
2T 14	2,1	6,0	2,35	10,25
3T 14	3,0	6,2	2,36	10,25
4T 14	3,2	5,8	2,41	10,25

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 Economías Emergentes:

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

## BBVA Research

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

*Economías Emergentes:*

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

Análisis transversal de Economías Emergentes

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

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

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serranoh@bbva.com

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

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

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

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.com

*Economías Desarrolladas:*

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

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

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

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

*Áreas Globales:*

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

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

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

*Sistemas Financieros y Regulación:*

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

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones  
**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

## 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