

### 3 Brasil: estanflación

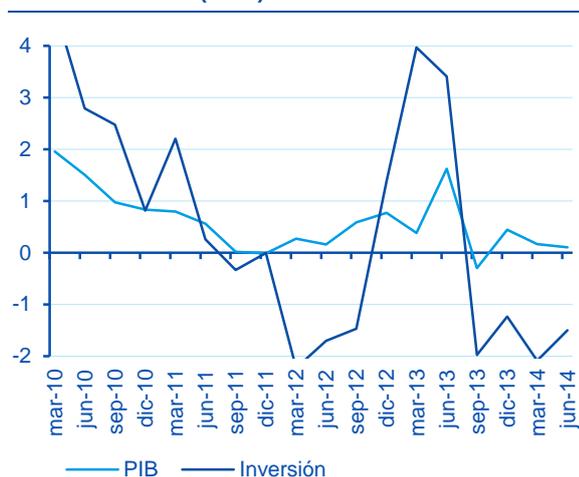
Tras las señales adicionales de debilitamiento, revisamos nuestra previsión de crecimiento a 1,3% en el 2014. No hay perspectivas de recuperación significativa en el 2015, cuando la economía debería crecer un 1,6%

En el primer trimestre del año el PIB de la economía brasileña creció tan sólo 0,2% t/t, significativamente por debajo de lo esperado. La evidencia disponible para el segundo trimestre sugiere una moderación adicional de la actividad económica en el período (Gráfico 3.1). En concreto, esperamos un crecimiento de tan sólo 0,1% t/t del PIB en el período, pero no sería sorpresiva una ligera contracción.

El debilitamiento de la actividad ha sido generalizado, pero especialmente fuerte en el componente de inversión en capital fijo, que cayó 2,1% t/t en el 1T14 y prevemos que caiga por cuarto trimestre consecutivo en el 2T14. Con respecto a la contribución al crecimiento del consumo y de las exportaciones netas, esperamos que sea más positiva en el 2T14 que en el 1T14; en el caso de las exportaciones netas, debido principalmente a una moderación de las importaciones.

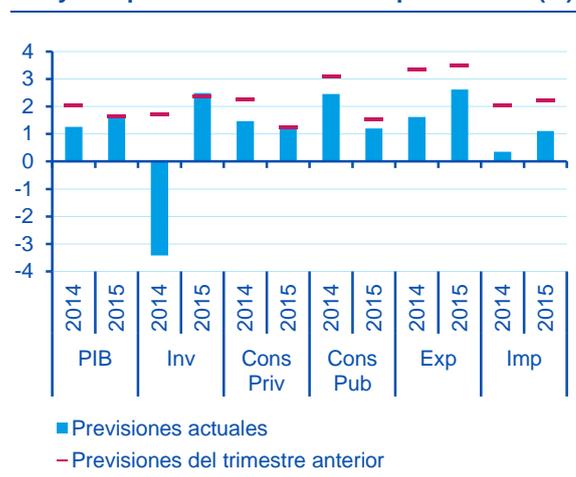
Teniendo en cuenta el muy bajo crecimiento en la primera mitad del año y la falta de buenos motivos para esperar un repunte significativo en lo que queda de año, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento para la economía brasileña en el 2014 desde el 2,0% hasta el 1,3%. La revisión a la baja de nuestra previsión ha sido especialmente significativa en el caso de la inversión, que ahora prevemos que se contraiga alrededor del 3% este año. Pese las revisiones a la baja, el consumo y las exportaciones contribuirán positivamente al crecimiento (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1  
PIB e inversión\* (% t/t)



\* Los datos para el 2T14 son las previsiones de BBVA Research.  
Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 3.2  
PIB y componentes de demanda: previsiones (%)



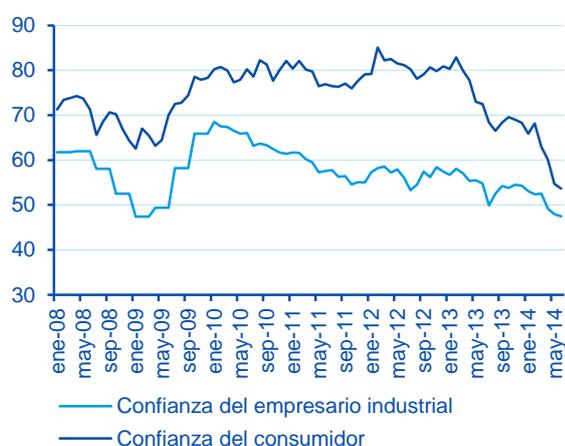
Fuente: BBVA Research

Además de una serie de problemas de carácter estructural, como por ejemplo la creciente pérdida de competitividad de la economía (Recuadro 3.3), la actividad —y en particular la inversión— sigue sufriendo el impacto negativo de la incertidumbre respecto a las políticas públicas internas y la evolución futura de la economía, en cierta medida debido a las elecciones generales de octubre de 2014 en las que serán elegidos los gobiernos nacional y regionales, así como sus respectivos congresos. Por otro lado, el aumento

de la incertidumbre está también relacionado con el empeoramiento de la economía en los últimos años, lo que crea un ciclo negativo, claramente desfavorable.

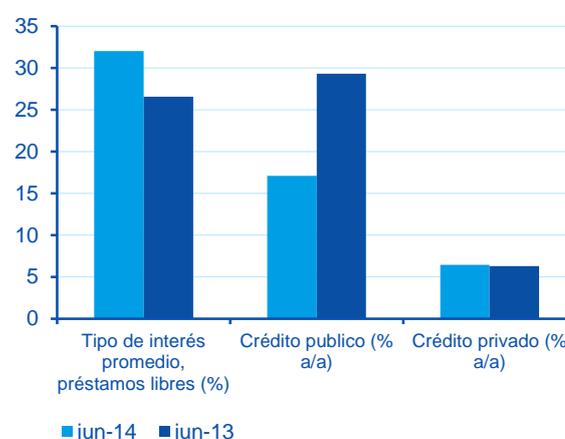
La reducción de la confianza empresarial y de las familias es un claro reflejo de los problemas actuales de la economía, en especial del referido aumento de la incertidumbre. El indicador de confianza del consumidor presenta una fuerte tendencia bajista desde el inicio del año pasado y actualmente se encuentra en niveles significativamente inferiores a los de la crisis del 2009. El indicador de confianza de los empresarios, cuya tendencia bajista empezó en el inicio del 2010, registra actualmente valores muy similares a los más bajos registrados en el 2009 (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3  
Confianza del consumidor y empresarial



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

Gráfico 3.4  
Mercados de crédito



Fuente: BCB y BBVA Research

La fragilidad reciente del crecimiento económico está también relacionada con el tono restrictivo de la política monetaria tras el ajuste de 375 puntos básicos en la tasa SELIC entre marzo de 2013 y abril de 2014. Este ajuste ha contribuido, entre otras cosas, a la apreciación reciente del tipo de cambio, con un impacto negativo sobre las exportaciones netas, y al aumento de los tipos de interés en los préstamos bancarios. Lo último ha favorecido una moderación adicional de los mercados de crédito, en un entorno marcado por un crecimiento del stock de crédito de tan sólo 13% a/a (aproximadamente 6% en términos reales), en comparación con alrededor de 32% a/a (25% en términos reales) en el 2008, consecuencia de la reciente ralentización de los préstamos públicos y del estancamiento de los préstamos concedidos por los bancos privados (Gráfico 3.4).

Adicionalmente, contribuyeron a la moderación de la actividad interna, especialmente a través de su impacto sobre las exportaciones, la caída de aproximadamente un 4% en los términos de intercambio en la primera mitad del año y la moderación de la demanda de Argentina, destino habitual de cerca del 8% de las exportaciones brasileñas (Gráfico 3.5). Con respecto a esto último, un factor de riesgo es que la demanda argentina de exportaciones brasileñas se modere aún más debido al impacto, a través del canal comercial, de la reciente suspensión de pagos (véase el [Recuadro 1 de nuestro Situación Brasil 1T14](#) para más detalles sobre el impacto en los países de América Latina de una situación de estrés en Argentina).

En línea con lo esperado, la evidencia preliminar sugiere que el impacto positivo del Mundial de Fútbol celebrado recientemente en el país ha sido pequeño y restringido a unos pocos sectores de servicios. Por el

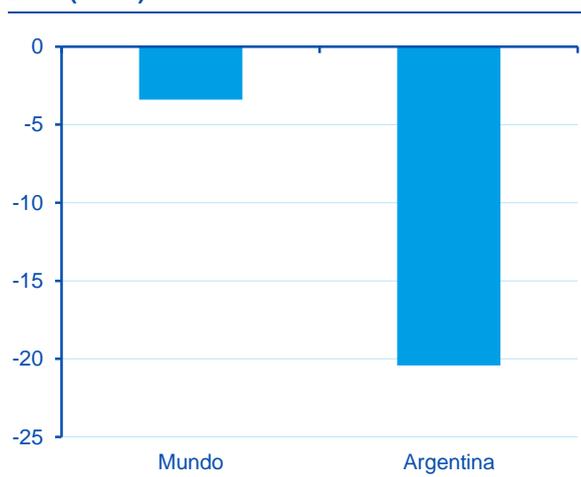
contrario, el menor número de días laborales debido a los feriados decretados durante el evento ha ayudado a reforzar la tendencia negativa de la industria y de otros segmentos.

Esperamos que, tras un primer semestre especialmente débil, la economía brasileña muestre algunas señales de recuperación. Esta perspectiva se basa en el mayor dinamismo esperado de la economía mundial en el período y en el impacto —aunque limitado— de algunas medidas de estímulo fiscales y macroprudenciales adoptadas recientemente tanto por el gobierno como por el Banco Central de Brasil, BCB (véase secciones abajo para más detalles). Estas medidas, entre las cuales destacamos las de carácter tributario para el sector del automóvil, las de apoyo al sector exportador y al mercado de capitales y, principalmente, la inyección de liquidez mediante la reducción de los encajes bancarios, muestran que el deterioro adicional de la actividad económica ha sesgado marginalmente a las autoridades económicas en la dirección de apoyar el crecimiento en lugar de priorizar el combate a la inflación.

Asimismo, si esta esperada recuperación parcial no se materializa, el crecimiento este año sería alrededor de 0,5 p.p. inferior a nuestra previsión oficial de 1,3% para este año.

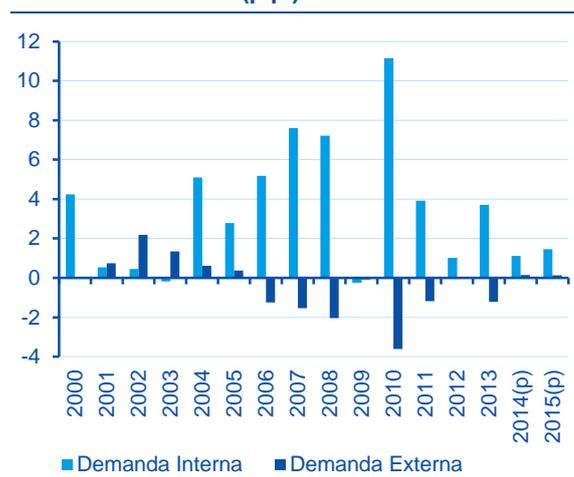
Las elecciones generales de octubre de 2014, que decidirán, entre otras cosas, al presidente de Brasil en el período 2015-2018, aumentan las incertidumbres con respecto al desempeño de la economía en los próximos años. Las encuestas recientes, realizadas tras el Mundial de Fútbol, muestran que, pese al crecimiento de los candidatos de la oposición, la presidenta Dilma Rousseff (del PT, el Partido de los Trabajadores) sigue siendo la favorita en la disputa con los candidatos Aécio Neves (del PSDB) y Eduardo Campos (PSB), ambos defensores de una gestión más ortodoxa de la política económica. En todo caso, a pesar del favoritismo de Dilma Rousseff, no puede descartarse la victoria de alguno de los candidatos opositores, en particular de Aécio Neves, sobre todo teniendo en cuenta el deseo de cambio revelado en las encuestas recientes y el posible impacto del actual entorno económico sobre las decisiones de los electores.

Gráfico 3.5  
**Exportaciones de bienes, primer semestre de 2014 (% a/a)**



Fuente: ALICEWEB y BBVA Research

Gráfico 3.6  
**Contribución de la demanda externa e interna al crecimiento del PIB (p.p.)**



Fuente: BCB y BBVA Research

Independientemente del resultado de las elecciones generales, creemos que 2015 será un año de ajustes, marcado por la recomposición de los precios administrados y un tono más restrictivo de las políticas económicas (véanse las secciones subsecuentes para más detalles). Sin estos ajustes, las expectativas de inflación podrían deteriorarse aún más, la incertidumbre y la falta de confianza podrían seguir impidiendo un mayor dinamismo de la actividad económica y las dudas con respecto a las cuentas públicas podrían generar nuevos recortes en la calificación de crédito del país por parte de las agencias calificadoras de riesgo<sup>1</sup>.

En el corto plazo, i. e. en el 2015, estos ajustes dificultarían una sólida recuperación de la actividad económica pese al mayor crecimiento de la economía mundial. Más concretamente, estimamos que, tras crecer un 1,3% en el 2014, el PIB aumentaría al 1,6% en el 2015, el mismo dato que manejábamos hace tres meses. En cuanto a los componentes de la demanda, la inversión y las exportaciones contribuirían más al crecimiento en el próximo año que en este, por la reducción de la incertidumbre respecto a las políticas públicas y la esperada depreciación del real (Gráfico 3.2).

Cabe destacar la contribución más positiva al PIB de la demanda externa tanto en 2014 como en 2015, en comparación con los años anteriores, lo que refleja en parte un menor crecimiento de las importaciones, consecuencia de la moderación de la demanda interna (Gráfico 3.6). Asimismo, como [hemos venido destacando en nuestros informes](#), un sólido crecimiento de las exportaciones, así como de la inversión, es una condición necesaria para que el país vuelva a crecer a tasas alrededor del 3%, cercanas a los niveles de crecimiento potencial (Recuadro 3.1). Para que las exportaciones recuperen competitividad y presenten un mayor dinamismo, vemos fundamental una mayor depreciación del tipo de cambio, que sigue en niveles apreciados, debido en parte a la intervención del BCB en los mercados de cambio (ver secciones subsecuentes para más detalles).

---

1: En marzo de 2014, S&P recortó la calificación de la deuda soberana de Brasil de BBB a BBB-.

### Recuadro 1. El potencial de crecimiento de la economía brasileña

Hemos actualizados nuestras previsiones de PIB potencial para Brasil, incorporando a nuestro proceso de estimación los datos observados en los últimos trimestres y nuestras previsiones para las principales variables en los próximos años.

Estimamos que el crecimiento potencial de la economía se encuentra en estos momentos cerca de 2,8% y que se mantendrá en estos niveles en los próximos años (Gráfico R.1.1).

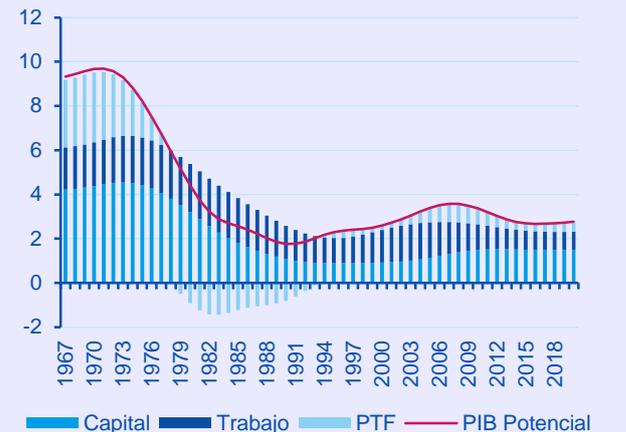
La principal contribución a este crecimiento de 2,8% viene —y seguirá viniendo— del factor capital, con una aportación prácticamente constante de 1,5 p.p. El factor trabajo y la productividad total de los factores (PTF) contribuyen actualmente con 0,9 p.p. y 0,3 p.p., respectivamente. Hacia 2020, la contribución del factor trabajo se suavizaría muy ligeramente, compensada por el repunte de la PTF. Lo anterior debido en parte a la gradual reducción de la población en edad de trabajar y lo último por un aumento de la PTF por avances marginales positivos en el entorno institucional.

Esta tasa de crecimiento es inferior a la de los años anteriores. En los años 2007-2008, la tasa de crecimiento potencial, según nuestras estimaciones actuales, se acercó al 3,6%, debido a mayores contribuciones del factor trabajo, favorecido en aquel momento por dinámicas demográficas más favorables, y de la PTF.

La tasa de crecimiento potencial actual, de 2,8%, es también inferior a la que estimamos hace un año, 3,8% (Gráfico R.1.2). Esta revisión a la baja se debe a la menor contribución del factor capital y, especialmente, de la TFP. Con respecto al factor capital, la revisión a la baja se explica por la decepción con respecto a la evolución reciente de las inversiones (han caído como proporción del PIB) y con la falta de perspectivas de un repunte en los próximos años. Por otro lado, hemos rebajado nuestras expectativas sobre los avances institucionales y el entorno de negocios, en parte por la falta de perspectivas sobre la adopción de una agenda de reformas que contribuya al aumento de la productividad. Es ilustrativo el

deterioro del debate económico, más centrado en políticas macroeconómicas que en reformas y productividad. Estos factores determinan una menor contribución de la PTF al crecimiento.

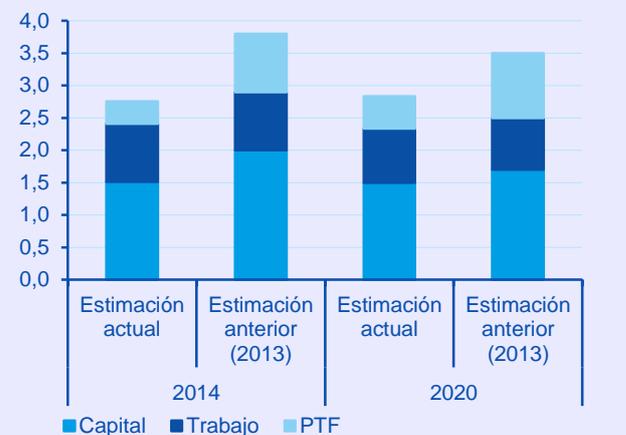
Gráfico R.1.1  
**Crecimiento potencial, por componentes, 1967-2020 (%)**



Fuente: BBVA Research

Finalmente, teniendo en cuenta nuestra estimación de crecimiento potencial de cerca de 2,8%, podemos concluir que la moderación reciente de la economía es temporal y que la actividad debería recuperarse en el medio plazo. En concreto, creemos que lo hará después de los ajustes que esperamos que se adopten tras las elecciones, en el 2015 (véanse las secciones anteriores).

Gráfico R.1.2  
**Crecimiento potencial, por componentes, 2014 y 2020, estimación actual y anterior (2013)**



Fuente: BBVA Research

## Inflación: por encima del rango objetivo y sin perspectivas de moderación significativa por las eventuales correcciones en los precios administrados y en el tipo de cambio

La inflación intermensual ha estado moderándose de forma ininterrumpida desde marzo, cuando alcanzó 0,92% m/m. El desvanecimiento del impacto de la sequía que afectó el país al inicio del año ha contribuido a esta tendencia a la baja. En todo caso, esta moderación de la inflación mensual se debe en gran parte a factores estacionales y se ha observado frecuentemente en el mismo período en los años anteriores (Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7  
**Inflación (% m/m)**



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 3.8  
**Inflación (% a/a)**



Fuente: IBGE y BBVA Research

Asimismo, a pesar de la desaceleración en términos mensuales, la inflación anual ha subido de manera continua desde el inicio del año (Gráfico 3.7). A la subida más reciente, hasta el 6,5% a/a en junio, ha contribuido el fuerte aumento del precio de algunos servicios cuya demanda creció en el periodo de manera significativa debido al Mundial de Fútbol (hoteles: 25% m/m, billetes de avión: 22% m/m).

Pese a que en julio y agosto la inflación se beneficiará de la caída de los precios de los mismos servicios cuyos precios aumentaron por el Mundial, prevemos que en términos anuales seguirá aumentando en los próximos meses y se mantendrá hasta noviembre por encima del techo objetivo de 6,5% a/a del BCB (Gráfico 3.8), antes de moderarse ligeramente en diciembre, favorecida por un efecto base positivo, y cerrar el año en 6,2% a/a, el mismo valor que esperábamos hace tres meses.

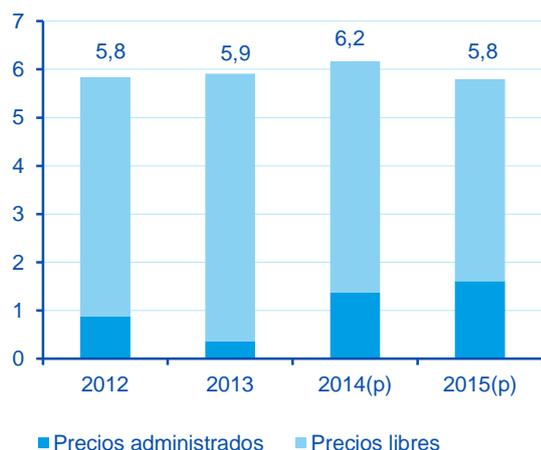
Además de factores más estructurales como la elevada indexación de la economía, el aún significativo aumento de los costes laborales y la aceleración de la inflación de los productos administrados impiden que el aumento reciente de los tipos de interés y la moderación de la actividad causen una reducción significativa de la inflación.

Con respecto a los costes laborales, estos crecen actualmente cerca del 3% a/a en términos nominales (9% a/a en términos reales), apoyados por el muy bajo nivel de desempleo (5,1%) y por la política de aumento del salario mínimo, y a pesar de la moderación de la creación de nuevos puestos de trabajo en la economía<sup>2</sup>.

2: Aunque la creación de nuevos puestos de trabajo en la economía se haya estado moderando en los últimos tiempos, la tasa de desempleo se mantiene en niveles particularmente bajos debido a la reducción de la fuerza de trabajo.

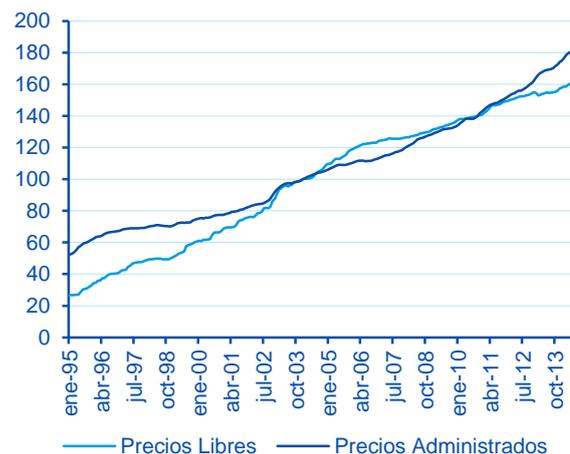
Por otro lado, la inflación de los productos administrados se está acelerando por la falta de margen para mantener los subsidios concedidos anteriormente. En concreto, la inflación de los productos supervisados por el gobierno, cuyo peso en la canasta del IPCA es de aproximadamente el 24%, ha subido desde el 1,5% a/a al final de 2013 al 4,0% a/a en junio de 2014.

Gráfico 3.9  
**Contribución de los precios administrados y libres a la inflación anual\***



\* El peso de los productos administrados por el gobierno en la canasta del IPCA es de aproximadamente 24% en el período analizado.  
Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 3.10  
**Precios libres y administrados, índice ene-04=100**



Fuente: BCB y BBVA Research

La aceleración de la inflación de los productos administrados por el gobierno continuará en los próximos meses. Esperamos que al final del año alcance el 6,0% a/a, contribuyendo por tanto de forma mucho más significativa a la inflación de 2014 que en los años anteriores (Gráfico 3.9).

La esperada presión adicional de los precios administrados en el próximo año, cuando prevemos alcancen el 7% a/a, así como el impacto de la esperada depreciación del tipo de cambio, no dejarán espacio para una reducción significativa de la inflación, aunque la moderación de la demanda interna contenga las presiones alcistas sobre los precios libres. La falta de anclaje de las expectativas de largo plazo, actualmente alrededor del 6% a/a, también es una barrera a una moderación más fuerte de la inflación. Considerando todo esto, estimamos que la inflación sea en promedio del 6,1% a/a en 2015 (6,3% a/a en 2014) y cierre dicho año en el 5,8% a/a.

Los procesos de convergencia que están ahora en marcha, del nivel de los precios administrados al de los libres y del tipo de cambio con respecto a su valor de equilibrio, y que el BCB ha destacado en su comunicación reciente deben continuar no solo en lo queda de 2014 y en el 2015, sino incluso más allá de este período (véase la sección sobre tipo de cambio para más detalles sobre la evolución futura del real).

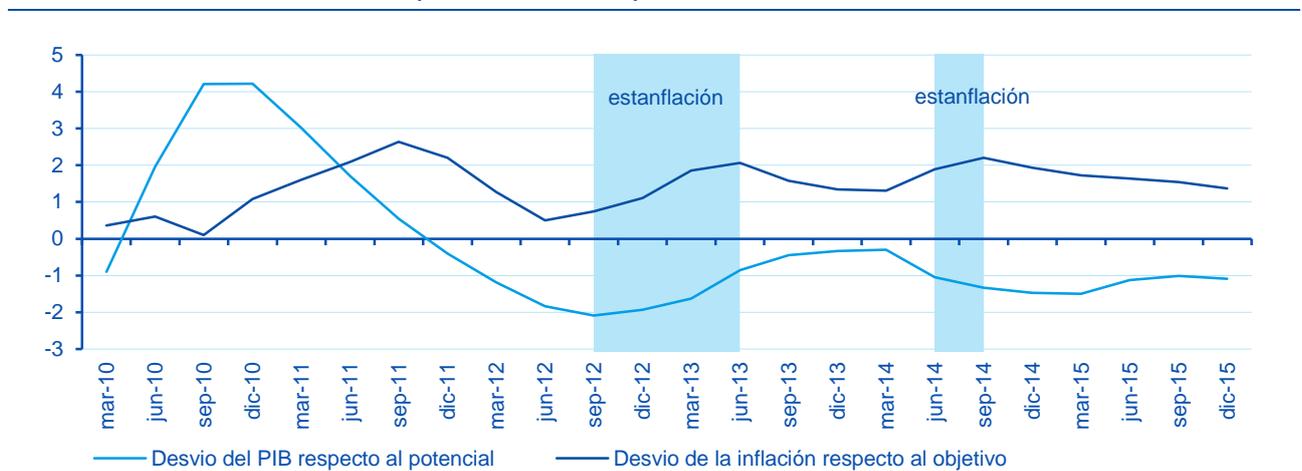
La brecha entre el nivel de los precios administrados y libres es de aproximadamente 13% (Gráfico 3.10). Tomando como dadas nuestras previsiones para este año (inflación de libres y administrados de 6,2% a/a y 6,0% a/a, respectivamente) y la de precios libres para el 2015 (5,5% a/a), el cierre de la brecha requeriría una inflación de 19% de los productos administrados en el 2015. Sin embargo, lo más probable en nuestra opinión es que este ajuste se haga gradualmente a lo largo de los próximos años. En línea con esta visión, nuestra estimación es de un crecimiento de 7,0% de los precios administrados en el 2015.

Por otro lado, estimamos que el real se encuentra aproximadamente un 10%-15% apreciado con respecto a su nivel de equilibrio. La convergencia a ese equilibrio supondría un impacto aproximado de 0,60 p.p.-0,80p.p. en la inflación.

### El fuerte y persistente deterioro de la actividad económica y la inflación al alza y por encima del objetivo implican que la economía atraviesa en estos momentos una situación de estanflación

Los datos observados recientemente y nuestras previsiones para la actividad económica e inflación implican que la economía brasileña está atravesando un período de estanflación durante el segundo y el tercer trimestre de este año, de acuerdo con la metodología de identificación que hemos desarrollado siguiendo la literatura sobre la materia (véase el Recuadro 3.2).

Gráfico 3.11  
**Períodos de estanflación recientes (áreas sombreadas)\***



\* Véase el Recuadro 3.2 para la definición precisa de períodos de estanflación.  
Fuente: BBVA Research

De forma simplificada, nuestra definición de estanflación es la de una situación en la que el crecimiento se mantiene persistentemente y significativamente por debajo del PIB potencial y al mismo tiempo la inflación se mueve al alza, por encima del objetivo de inflación.

Tomando como dadas esta metodología y nuestras previsiones, el país saldría de esta situación de estanflación en el cuarto trimestre del año y se alejaría gradualmente de ella en el 2015 por la desaceleración de la inflación, pese a que seguiría por encima del objetivo de 4,5% del BCB y el crecimiento continuaría significativamente por debajo del potencial (Gráfico 3.11).

Si nos mantenemos fieles a la metodología utilizada pero dejamos de lado nuestras previsiones y nos fijamos en las del consenso del mercado, que prevén que la inflación alcance el 6,4% a/a al final del año (nuestra previsión es de 6,2% a/a), o si pensamos en los riesgos derivados de un cierre menos gradual a lo esperado de la brecha entre los precios administrados y libres y del tipo de cambio con respecto a su nivel de equilibrio, no resulta difícil identificar un riesgo de que la inflación no se desacelere y que, por tanto, la economía siga en estanflación más allá del tercer trimestre del año.

Finalmente, la alta frecuencia de trimestres en estanflación desde el inicio de 2012 ilustra la debilidad actual de la economía (Gráfico 3.11). Además, refuerza el análisis anterior de que no podemos descartar ni que el período de estanflación actual se extienda más allá del tercer trimestre y ni que otros períodos como este se repitan en el futuro, aunque en este momento este no sea nuestro escenario base.

## Recuadro 2. Identificando episodios de estanflación en Brasil

La preocupación simultánea por el bajo crecimiento y la elevada inflación en Brasil, y las discusiones recientes sobre si el país se encuentra o no en una situación de estanflación, nos han llevado a buscar en la literatura económica una metodología de identificación de tales situaciones.

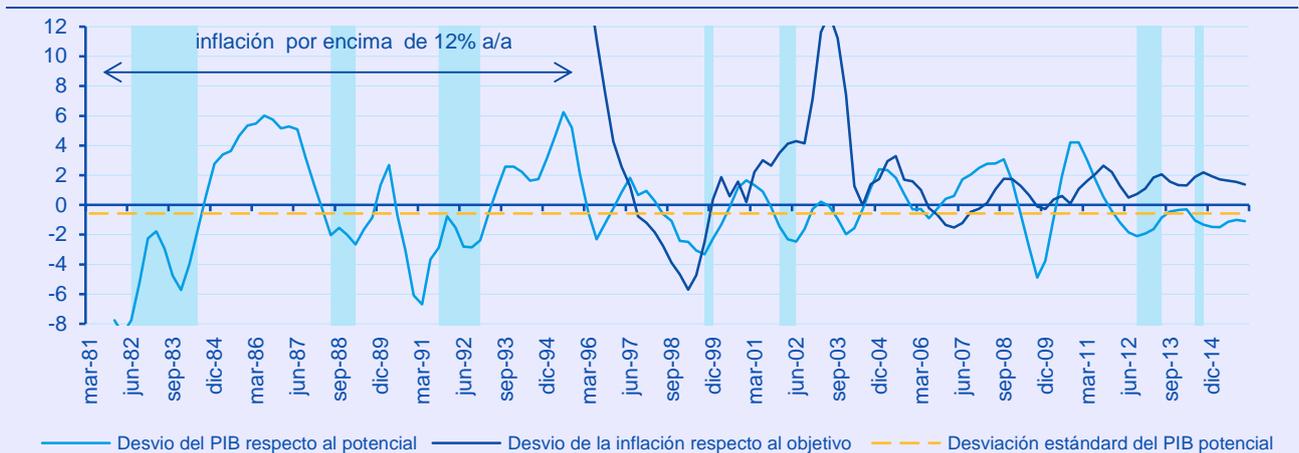
Partiendo de la metodología propuesta por Berthold y Grundler (2012)<sup>3</sup> y de una aplicación reciente hecha para la economía chilena<sup>4</sup>, hemos definido estanflación como un periodo persistente de crecimiento por debajo del potencial, en al menos una desviación estándar de este último, y una inflación a consumidores creciente y por encima del objetivo de inflación explícito (o de promedios históricos en momentos anteriores a la adopción del sistema de objetivos).

En nuestro ejercicio de identificación hemos utilizado datos trimestrales desde el 1981 hasta el 2015, utilizando nuestras previsiones de crecimiento a partir del 2T14 y de inflación a partir del 3T14.

Los datos de crecimiento de PIB son la variación anual del promedio móvil de los últimos cuatro trimestres, lo que nos ayuda a hacernos cargo del término “persistente” de nuestra definición de estanflación. Para el PIB potencial hemos utilizado nuestras estimaciones (PIB potencial promedio del periodo considerado: 2,72 p.p.; desviación estándar: 0,57 p.p). Finalmente, para la inflación hemos tomado el promedio trimestral de la tasa de inflación interanual medida por el IPCA.

El Gráfico R.2.1 nos muestra los períodos de estanflación por los cuales el país ha atravesado desde el inicio de los años 80 y los que va a atravesar, de acuerdo con nuestras previsiones para inflación y crecimiento, hasta el 2015. Son los siguientes: 2T82-2T84 (la recesión más larga del periodo analizado), 2T88-1T89, 3T89, 3T91-4T92, 3T99-4T99, 4T01-2T02, 3T12-2T13 y 2T14-3T14.

Gráfico R.2.1  
Períodos de estanflación en Brasil (áreas sombreadas)



Fuente: BBVA Research

3: Berthold, N. y Gründler, K. (2012): “Stagflation in the World Economy: A Revival?” Bayerische Julius-Maximilians-Universität, Würzburg (Alemania), Abril 2012.  
4: BBVA Research (2014): “Estanflación en Chile: Más un mito que realidad”, Observatorio Económico Chile.

Además de la confirmación de que Brasil está pasando actualmente por una estanflación (corta), estos resultados nos muestran que otra situación de este tipo ocurrió recientemente, durante el segundo semestre de 2012 y el primero de 2013 y que, anteriormente, entre el segundo semestre de 2002 y el segundo de 2012 el país pasó por el período más largo sin episodios de estanflación desde el inicio de los años 80.

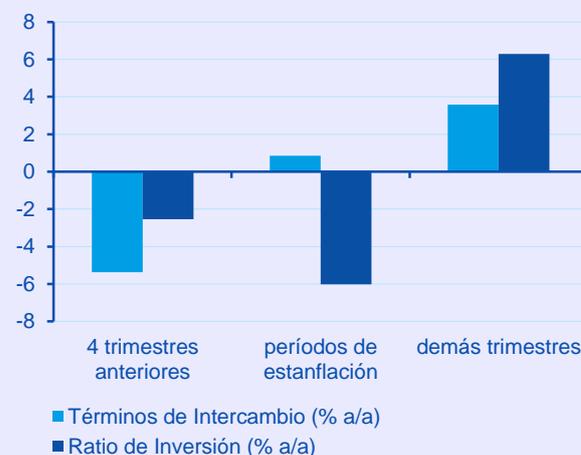
Aunque los resultados varíen ligeramente de acuerdo con la definición precisa de estanflación, incluso si tomáramos el techo del rango (6,5% a/a) en lugar del objetivo central (4,5% a/a) como parámetro para definir si la inflación es elevada, o si tomáramos dos desviaciones estándares, en lugar de una, para determinar si la desviación del PIB con respecto al potencial es significativa, seguiríamos identificando el segundo y el tercer trimestre del 2014 como períodos de estanflación.

En general se relacionan los episodios de estanflación a problemas de oferta, pero se consideran también interpretaciones alternativas, como por ejemplo el manejo de la política económica<sup>5</sup>.

En el caso brasileño, entre las variables potencialmente correlacionadas con períodos de estanflación, destacamos los términos de intercambio y las inversiones en capital fijo (Gráfico R.2.2). En particular, una caída de los términos de intercambio tiende a anteceder un período de estanflación<sup>6</sup> y una fuerte caída de la inversión tiende a coincidir con los períodos de estanflación<sup>7</sup>.

Gráfico R.2.2

**Evolución de los términos de intercambio e inversiones en capital fijo (% a/a): durante los períodos de estanflación, en los cuatro trimestres anteriores y en los demás trimestres**



Fuente: IPEADATA, IBGE y BBVA Research

El episodio de estanflación por el cual pasa actualmente la economía brasileña en el segundo y tercer trimestre no huye del caso general: estimamos una caída promedio de 5,5% a/a de la inversión en dicho período y observamos una caída promedio de 2,8% a/a de los términos de intercambio en los cuatro trimestres anteriores.

De cara al futuro, esperamos una caída de aproximadamente 3% a/a de los términos de intercambio y una recuperación de la inversión en el año 2015. El análisis anterior sugiere cautela por la reducción de los términos de intercambio. Además, sugiere que, si por algún motivo el repunte esperado de la inversión se frustrara, aumentaría el riesgo de que el país enfrentase otro período de estanflación en el próximo año.

5: Para más sobre el tema véase: BBVA Research (2014): "Estanflación en Chile: Más un mito que realidad", Observatorio Económico Chile.

6: En muy pocos casos en el período analizado una fuerte y persistente caída de los términos de cambios no fue seguida de un período de estanflación. Además, no es común que haya una estanflación sin una caída de los términos de intercambio.

7: Las inversiones pueden estar cayendo durante las estanflaciones por una consecuencia de estas. No necesariamente son un indicador adelantado como parece ser el caso de los términos de intercambio.

### Recuadro 3. Más sobre la competitividad de la economía brasileña

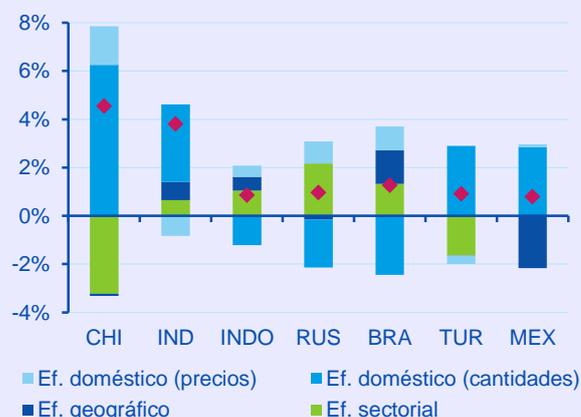
Hace algunos meses divulgamos varios estudios mostrando, entre otras cosas, la pérdida de competitividad del sector manufacturero en Brasil en la última década (véase el Documento de Trabajo N°14/10 “Competitividad del sector manufacturero en América Latina: tendencias y determinantes” y el Observatorio Económico Brasil “El sector manufacturero brasileño pierde competitividad”).

Retomamos el tema por su importancia para la economía brasileña y aprovechando la existencia de una nueva base de datos de competitividad de las exportaciones, desarrollada conjuntamente por el Banco Mundial y el Banco de Francia, que de manera novedosa descompone el crecimiento de las exportaciones de un país en tres efectos diferentes: sectorial, geográfico y doméstico<sup>8</sup>.

Los dos primeros capturan el efecto de la composición de la cartera de exportaciones de un país en términos de especialización sectorial y geográfica, mientras que el tercer efecto aísla los determinantes específicos del país<sup>9</sup>. Este efecto doméstico puede utilizarse como *proxy* de competitividad si consideramos que un país experimenta una ganancia de competitividad cuando sus exportaciones evolucionan de forma más favorable que las de aquellos países con la misma orientación geográfica y sectorial de sus exportaciones. Es decir, interesantemente y de manera novedosa, podemos aislar los factores sectorial y geográfico para analizar el desempeño de las exportaciones y, por tanto, de la competitividad.

Gráfico R.3.1

**EAGLEs: Diferencial entre el crecimiento de las exportaciones en el país y en el mundo (promedio anual 1T2006-1T2014, en valores)**



Fuente: Banco Mundial, Banco de Francia y BBVA Research

Las exportaciones brasileñas crecieron a un ritmo del 7,4% anual entre 1T06 y 1T14, frente a un crecimiento promedio de las exportaciones mundiales del 6,1%, lo que supone un diferencial a favor de Brasil de +1,3 p.p., que, comparado con el de otros EAGLEs<sup>10</sup>, es ligeramente superior al de Rusia, Turquía, Indonesia o México, pero muy inferior al de China e India (Gráfico R.3.1).

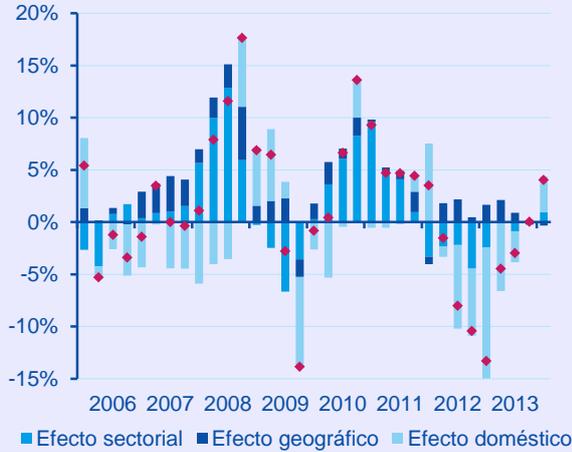
Si descomponemos ese diferencial positivo para Brasil y aislamos los efectos geográfico y sectorial derivados de la composición de sus exportaciones (+1,4 p.p. y +1,3 p.p., respectivamente), el efecto doméstico restante es negativo (-1,5 p.p.), lo que significa que Brasil hubiera perdido cuota en las exportaciones mundiales de no haberse visto favorecido por la composición de sus exportaciones. De hecho, una vez eliminados los efectos sectorial y geográfico, Brasil es el miembro de los EAGLEs que presenta un peor comportamiento relativo de sus exportaciones; y si el efecto doméstico lo descomponemos a su vez en los componentes precio (1,0 p.p.) y cantidad (-2,5 p.p.), vemos que el comportamiento exportador de Brasil es aún peor.

8: La base de datos, junto a distintas infografías, está disponible en la página web <http://ecd.bluetundra.com/>.

9: Para los detalles metodológicos, véase el Documento de Trabajo “Market Shares In the Wake of the Global Crisis: The Quarterly Export Competitiveness Database” publicado por el Banco de Francia y el Banco Mundial en diciembre de 2013.

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

Gráfico R.3.2  
**Diferencial entre el crecimiento de las exportaciones en Brasil y en el mundo (1T'06-1T'14, en valores)**



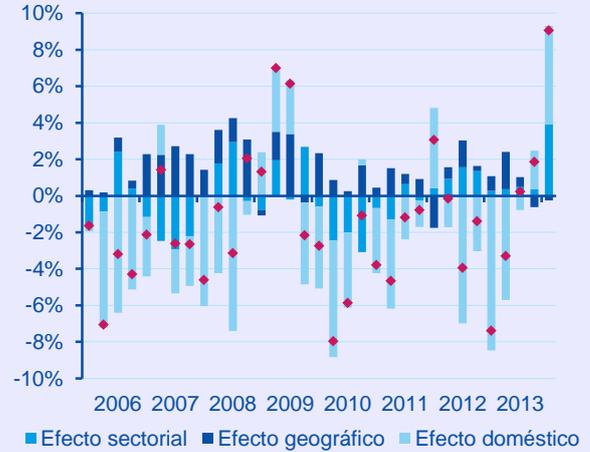
Fuente: Banco Mundial, Banco de Francia y BBVA Research

Las exportaciones brasileñas evolucionaron mejor que el promedio mundial entre los años 2008-2011 (a excepción de la segunda mitad de 2009) y tuvieron un peor comportamiento relativo durante los años 2012 y 2013 (Gráfico R.3.2). En cualquier caso, el efecto doméstico (la *proxy* de competitividad) fue en general negativo a lo largo de los ocho años analizados y el impulso vino por los efectos composición (geográfico y sectorial) y por el efecto precio (Gráfico R.3.3).

El deterioro de la competitividad de Brasil entre 2006 y 2013 fue mayor en las manufacturas (independientemente del contenido tecnológico). Tan sólo se produjo una ganancia en el segmento de productos primarios (Gráfico R.3.4).

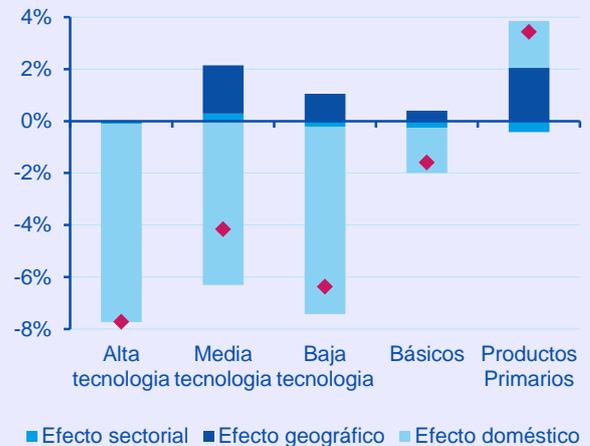
Estos resultados desvelan nuevas características del proceso de pérdida de competitividad de la economía brasileña en los últimos años, muy concentrado en el sector manufacturero, y refuerzan las conclusiones de nuestros estudios anteriores sobre el tema.

Gráfico R.3.3  
**Diferencial entre el crecimiento de las exportaciones en Brasil y en el mundo (1T'06-1T'14, en cantidades)**



Fuente: Banco Mundial, Banco de Francia y BBVA Research

Gráfico R.3.4  
**Diferencial entre el crecimiento de las exportaciones en el país y en el mundo por categorías tecnológicas (promedio anual 1T2006-1T2014, en cantidades)**



Fuente: Banco Mundial, Banco de Francia y 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

Con la colaboración de:

Cecilia Posadas  
c.posadas@bbva.com

Pablo Urbiola  
pablo.urbiola@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](http://www.bbvaresearch.com)