

INFORME RIESGO PAÍS

BRASIL

Madrid: 22 de enero de 2018



Grave crisis política. Michel Temer, del centrista PMDB, ejerce la presidencia de forma oficial desde la destitución de Dilma Rousseff en agosto de 2016, si bien ocupaba el cargo de forma interina desde mayo. El escándalo de Petrobras, que desató una profunda crisis política, no parece tener fin y ha salpicado incluso al propio presidente, cuya popularidad está en mínimos históricos. Las elecciones presidenciales tendrán lugar en octubre de este año y el expresidente Lula figura como favorito, aunque su candidatura podría no llegar a materializarse si se ratifica la condena judicial que pesa sobre él.

Economía grande y diversificada, pero con una productividad baja y estancada. La compleja burocracia, la limitada calidad de las infraestructuras y la escasa competencia lastran la productividad y el potencial de crecimiento.

Grave crisis económica. Caída del PIB de un 3,6% en 2015 y 2016. Agotamiento del modelo de crecimiento basado en la exportación y el consumo, con insuficiente avance de la productividad y bajos niveles de inversión. **Incipiente recuperación en 2017** (crecimiento del 0,7%) favorecida por la mejora de la coyuntura global, que ha impulsado las exportaciones.

Elevado déficit público (superior al 9% del PIB). Se han impuesto límites al aumento del gasto público y se está tramitando la reforma del sistema de pensiones. Preocupante aumento de la deuda pública (superior al 80% del PIB), aunque predomina la emitida a largo plazo y en moneda local. Calificación de la deuda soberana tres peldaños por debajo del grado de inversión.

Notable ajuste del déficit por cuenta corriente en 2017, gracias a la recuperación de las exportaciones. La capacidad de atracción de IDE permitió financiar holgadamente el moderado déficit exterior de los últimos años, provocado por la caída de los ingresos tras el desplome del precio de las materias primas. El amplio colchón de reservas (16 meses de importaciones) apuntala la solidez de las cuentas externas.

Creciente peso de la deuda externa, aunque todavía se encuentra en niveles razonables. Además, la estructura de plazos es favorable y casi un tercio está contraída entre empresas, lo que mitiga el riesgo. En contraste, el servicio de la deuda es muy elevado a causa de los altos tipos que soporta Brasil, y por la escasa capacidad para aumentar los ingresos externos.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ Michel Temer, del centrista PMDB, ocupa la presidencia desde mayo de 2016 (inicialmente de forma interina y definitivamente a partir de agosto) tras la destitución de Dilma Rousseff, del Partido de los Trabajadores (PT), acusada de manipulación de las cuentas públicas. No obstante, la crisis política no ha terminado, al aumentar de manera continuada el número de acusados relacionados con el escándalo de corrupción, conocido como Lava Jato, que se extiende por casi toda la región y ha salpicado al propio presidente. La popularidad de Temer se ha desplomado, lo que está dificultando el avance de su ambiciosa agenda reformista.
- ➔ El clientelismo y los numerosos escándalos de corrupción han deteriorado gravemente la imagen de los principales dirigentes y partidos políticos, lo que posiblemente marque las elecciones presidenciales de octubre de este año. El ex presidente Lula figura como favorito, aunque su candidatura podría ponerse en cuestión en caso de que se ratifique la sentencia condenatoria que pesa sobre él.
- ➔ Temer ha dado un giro a la política exterior, promoviendo una política comercial más abierta, un acercamiento a sus socios occidentales y una postura muy crítica con el gobierno de Venezuela en defensa de los valores democráticos.

INCERTIDUMBRE Y CORRUPCIÓN DEFINEN EL ESCENARIO POLÍTICO

Han transcurrido más de tres años desde que estallara el mayor caso de corrupción de la historia de Brasil y el país sigue sumido en una severa crisis política. Lo que comenzó como una investigación para desmantelar una red de sobornos a políticos rápidamente se convirtió en una trama de dimensiones todavía desconocidas, descubriendo una vasta e intrincada red de crimen organizado político y corporativo que ha salpicado hasta al propio presidente Michel Temer.

POBLACIÓN	207,6 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	8.840 \$
EXTENSIÓN	8.515.770 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Presidencial
CORRUPCIÓN	79/176
DOING BUSINESS	125/190

El caso 'Lava Jato' (lavacoche, en portugués), cuyo epicentro es el gigante petrolero del país, Petrobras⁽¹⁾, marca el inicio de la actual crisis política que, por el camino, acabó con la presidencia de Rousseff. El escándalo parece no tener límites, afecta a empresas de varios sectores, incluida la mayor constructora de país, Odebrecht, y a varios países latinoamericanos (Colombia, Venezuela, Ecuador, Argentina, Perú, República Dominicana,

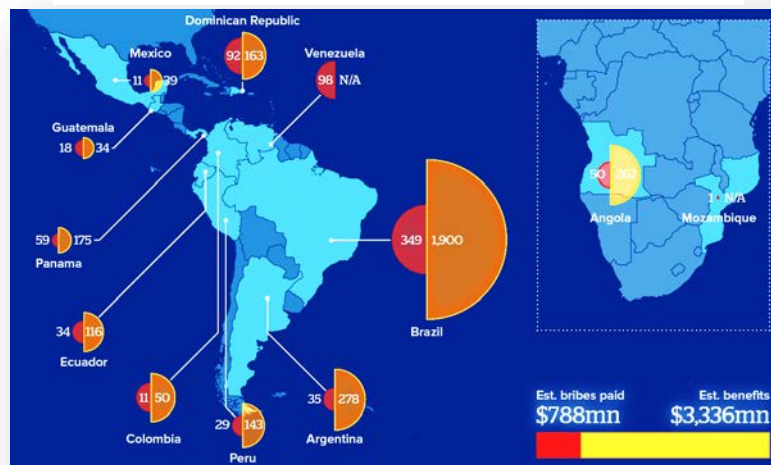
Guatemala, México y Panamá) e incluso a dos países africanos (Angola y Mozambique). La red de sobornos tenía especial relevancia para la financiación de las campañas electorales de políticos brasileños y de otros países de América Latina. Muchos políticos y figuras relevantes han sufrido

(1) El caso Lava Jato alcanzó una nueva dimensión a partir de marzo de 2014, cuando se detuvieron a dos decenas de personas gracias al testimonio de un acusado que pactó con la justicia para rebajar su pena. Las investigaciones fueron descubriendo amplias ramificaciones, hasta destapar una trama de corrupción transnacional, que implicaba a cinco de las mayores empresas de Brasil, entre ellas Odebrecht. Los delitos tuvieron lugar en torno a Petrobras, e incluyen el pago de sobornos, amaño de contratos y desvío masivo de fondos públicos, por un importe superior a los 2.400 mill.\$, entre 2004 y 2014. Hay un gran número de acusados e investigados, entre los que se incluyen personalidades políticas de todos los partidos principales, incluyendo a los expresidentes Lula y Collor de Mello, al expresidente de la Cámara de los Diputados Eduardo Cunha, a numerosos exministros, diputados, senadores etc. Igualmente, hay muchos grandes empresarios involucrados. De hecho, el presidente de Odebrecht, un gran conglomerado de construcción, ingeniería y otras actividades, fue condenado en marzo del 2016 a 19 años de prisión por pagar más de 30 mill.\$ en sobornos.

consecuencias judiciales, incluso cárcel, y, entre ellos, se hallan líderes de partidos antes aliados con Rousseff, quienes acusaron a la presidenta de dejarles desamparados.

La expresidenta no fue acusada formalmente de haber participado en los fraudes, aunque había sido presidenta del Consejo de Administración de Petrobras entre 2003 y 2010, cuando tenían lugar estas prácticas. La causa del impeachment ha sido otra: las famosas 'pedaladas'⁽²⁾ fiscales del Gobierno del Partido de los Trabajadores (PT). No obstante, muchos analistas consideran que la aceptación a trámite del impeachment en diciembre de 2015 por parte de Eduardo Cunha, entonces presidente de la Cámara de los Diputados, fue una maniobra política. Cunha, implicado en Lava Jato y compañero de partido de Michel Temer, descartó numerosas denuncias previas, hasta que decidió dejar de proteger a la presidenta para pasar a la ofensiva y promover el juicio político, quizás con la intención de no caer solo por el escándalo, o como represalia contra Rousseff por no defenderle, o tal vez con la esperanza de que Temer, una vez en la jefatura de Estado, le brindara mayor protección.

Los sobornos de Odebrecht



Fuente: Oxford Analytica

Después de varios meses de un polémico proceso de impeachment, el Senado, en el que Rousseff había perdido muchos apoyos, aprobó en agosto de 2016, por amplia mayoría, su destitución por manipulación de las cuentas públicas, lo que puso fin a 13 años de gobiernos del PT. En ese momento, Temer, que había sido vicepresidente durante el mandato de Rousseff, fue nombrado oficialmente presidente, cargo que ocupaba de forma interina desde mayo, cuando la mandataria fue apartada del cargo. Temer es el líder del Partido Movimento Democrático Brasileño (PMDB), una de las grandes formaciones políticas del país que se suele ubicar en el centro, aunque en realidad no tiene una ideología política definida, sino que se caracteriza por su flexibilidad, su aspiración de atraer a todo tipo de votantes y su vocación de poder. Numerosas figuras del PMDB también se han visto envueltas en el escándalo Lava Jato; tres ministros se han visto obligados a

(2) El Gobierno fue acusado de usar los bancos públicos para financiar determinados proyectos sociales, como la famosa Bolsa Familia, el proyecto estrella del Gobierno del Partido de los Trabajadores.

dimitir, e, incluso el propio Temer ha sido acusado en dos ocasiones de delito penal⁽³⁾. En ambas ha contado con el apoyo del parlamento y ha conseguido evitar ser juzgado durante el resto de su presidencia, aunque podrá ser acusado a finales de 2018, al término de su mandato. Por si esto fuera poco, posteriormente se han destapado dos escándalos más. La “Operación Greenfield”, a mediados de 2016, una investigación sobre los casos de corrupción de empresas estatales de pensiones, y el caso de “Carne Debil”, en marzo de 2017, en el que se demostró la comercialización de carne en mal estado por parte de varias empresas que sobornaban a inspectores de sanidad.

No es de extrañar que Brasil ocupe el puesto 79 de 176 en el Índice de Percepción de la Corrupción elaborado por Transparencia Internacional. Los Indicadores de Gobernabilidad del Banco Mundial también reflejan esta lacra: Brasil puntúa muy por debajo de la media regional en las categorías de control de la corrupción y estabilidad política y ausencia de violencia. La corrupción es un mal endémico que obedece, en gran parte, al singular sistema político brasileño. El denominado “sistema presidencialista de coalición” combina un presidente ejecutivo con amplísimos poderes y elegido directamente a doble vuelta, con un entorno político multipartidista, muy fragmentado, en donde se elige a los diputados de forma proporcional y con listas abiertas⁽⁴⁾. El resultado es un congreso atomizado (actualmente hay 35 partidos), con lo que la necesidad de lograr apoyos para gobernar fomenta la creación de redes clientelares y actividades de búsqueda de rentas. A ello se suma el hecho de que la financiación de la propaganda electoral es privada, sin muchos controles. Además, en cada elección se desvela la práctica de la compra de votos, especialmente en las zonas rurales y en las favelas de las grandes ciudades. Por si esto fuera poco, los políticos tienen libertad para contratar un gran número de cargos de confianza, hasta 90.000 sólo en el Gobierno federal. Por último, el sistema corroe la disciplina interna de los partidos, ya que cada dirigente procura crear un perfil propio con una base autónoma de votantes, y no son extrañas las escisiones ni el transfuguismo. Tampoco existe la disciplina de voto.

Además de fomentar la corrupción, la enorme fragmentación del parlamento dificulta mucho la gobernabilidad. Todos estos factores han motivado la aprobación de una serie de medidas. En primer lugar, en los presupuestos de 2018 se ha aprobado un "Fondo Especial de Financiación de Campaña" que costeará las campañas de los partidos. Además, se ha aprobado la llamada "cláusula de barrera", que exige a cada partido cumplir unas condiciones para tener acceso al fondo público de financiación y a disponer de espacios gratuitos en la televisión y la radio⁽⁵⁾. Esta medida, que se aplicará ya en las elecciones de octubre, ha sido criticada por algunos partidos porque perjudica a los de menor tamaño, y puede suponer “el fin del pluralismo democrático”. También se aprobó la prohibición de las coaliciones que permitían que partidos con ideología y posturas antagónicas se presentaran juntos a las elecciones con tal de sumar más votos y asegurarse escaños. No obstante, estos "matrimonios de conveniencia" seguirán siendo habituales en las elecciones de 2018, puesto que la medida se aplicará a partir del año 2020.

-
- (3) La primera por "corrupción pasiva" en junio de 2017 y la segunda por delitos de obstrucción a la Justicia y asociación ilícita, tres meses después.
 - (4) El objetivo de este sistema, establecido hace tres décadas, era impulsar la proporcionalidad y la pluralidad y romper con la tradicional tendencia al caciquismo y al clientelismo.
 - (5) Se debe cumplir una de las dos siguientes condiciones: obtener un mínimo de 1,5% de los votos en un tercio de los 26 estados o diputados electos en al menos 9 estados.

El tablero electoral de cara a las elecciones generales todavía está por definir. En ellas se elige al Presidente, al Parlamento y a las Gobernaciones de los estados brasileños. Será clave la resolución del juicio del expresidente Luiz Inácio Lula da Silva. Condenado a nueve años y medio de prisión por corrupción pasiva y lavado de dinero en julio de 2017, y con otros seis casos pendientes, su candidatura podría verse comprometida en caso de que la pena sea ratificada en segunda instancia⁽⁶⁾. El fallo de este juicio se conocerá, en principio, el próximo 24 de enero. Pero tanto si es absuelto como si se ratifica la condena caben nuevos recursos, por lo que el proceso judicial se prolongará previsiblemente durante todo el año. Mientras no sea condenado por el Tribunal Superior Electoral, puede registrar su candidatura y hacer campaña. Así pues, lo más probable es que siga adelante, y que su situación ante la justicia no se resuelva casi hasta las elecciones. Además, si su candidatura se impidiera, se produciría un aumento considerable de la inestabilidad. Por ejemplo, ya han sido anunciadas grandes movilizaciones en todo el país en vísperas de conocerse la sentencia del día 24. Las encuestas lo posicionan como el favorito con más de un 30% de intención de voto, seguido del ultraderecha Jair Bolsonaro (con un 17% de apoyos). La popularidad de Lula en los últimos meses no ha parado de crecer, pese al juicio en curso. Muchos brasileños consideran que todos los políticos son corruptos y al menos Lula, durante su presidencia entre 2003 y 2010, mejoró sus vidas. La alternativa a Lula despierta gran preocupación. Bolsonaro, exmilitar y alejado de la política tradicional, ha irrumpido como el líder más radical de la derecha en un país que busca candidatos libres de sospecha por corrupción. Calificado por los medios internacionales como el Donald Trump brasileño, se caracteriza por un discurso extremista, su afición a las armas y sus posiciones políticamente incorrectas. Entre la izquierda y la derecha, los socialdemócratas intentan encontrar su espacio, y han elegido como líder del partido al gobernador del Estado de Sao Paulo, Geraldo Alckmin, con lo que todo apunta a que posiblemente sea el candidato a las elecciones aunque también está siendo investigado por el Tribunal Superior de Justicia en relación con Lava Jato. El partido de Temer (PMDB) todavía no ha elegido a su candidato, y no se descarta que sea el propio presidente, aunque su popularidad está en mínimos históricos.

Todavía es pronto para hacer pronósticos, máxime teniendo en cuenta que aún se desconoce la lista definitiva de los competidores. El escenario más probable es una fragmentación del poder parlamentario, especialmente en el caso de que Lula no pudiera presentarse, puesto que sus votos serían repartidos entre muchos candidatos. En este caso Alckmin probablemente ganaría adeptos, aunque no se descarta que si la recuperación económica se afianza en el corto plazo el PMDB recupere posiciones. Lo que está claro es que se avecina un año de incertidumbre e intensa contienda electoral, en el que a Temer no le resultará fácil avanzar en su agenda reformista, especialmente teniendo en cuenta el desplome de su popularidad y las acusaciones de corrupción que le rodean. A esto se añade una creciente tensión social que se manifiesta, entre otras formas, en un aumento de los crímenes violentos. El año 2016 fue el más mortífero desde que se tienen registros⁽⁷⁾ lo que se explica, en parte, por los efectos sociales de la recesión económica, por la indignación por los sonados escándalos de corrupción y por la férrea competencia entre las organizaciones del narcotráfico.

-
- (6) La Ley de la Ficha Limpia prohíbe la candidatura durante 8 años a cualquier cargo de un ciudadano con sentencia firme en su contra refrendada por un tribunal de alzada.
- (7) En 2016 un total de 61.619 personas fueron asesinadas según los datos recopilados por el Foro Brasileño de Seguridad Pública.

GIRO EN LA POLÍTICA EXTERIOR

La importancia de Brasil en Latinoamérica es incuestionable. Su tamaño y población suponen un tercio del total de la región, mantiene acuerdos comerciales prácticamente con todos los países vecinos y es miembro fundador de un buen número de organizaciones regionales, como la Organización de Estados Americanos (OEA), la Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños (CELAC) y el Mercado Común del Sur (MERCOSUR), entre otras.

Brasil mantiene buenas relaciones con los países occidentales y con las instituciones financieras internacionales. En algunas ocasiones han surgido roces, en general ligados con cuestiones comerciales, ya que tiende al proteccionismo. Las disputas comerciales han afectado a sus relaciones con el resto de miembros de Mercosur, en particular con Argentina, y también con la UE y con EEUU. Con China, que es el principal socio comercial del país, también han surgido desencuentros comerciales, incluso a pesar del interés mutuo en consolidar unas relaciones favorables que puedan dar un buen rendimiento tanto a nivel político como económico.

La llegada del gobierno de Temer ha implicado un notorio cambio en la política exterior, especialmente respecto al mandato de Lula. Una de sus prioridades ha sido el desarrollo de una política comercial más abierta. Por una parte, se han reforzado las “alianzas tradicionales”, es decir, con Estados Unidos y los países europeos, en detrimento de la apuesta por el llamado Sur Global (a excepción de China). Ya Rousseff inició el acercamiento a EEUU tras el desencuentro que tuvieron por el caso Snowden, en el que se revelaron escuchas del espionaje estadounidense a mandatarios brasileños. Pero durante el mandato de Temer se han adoptado medidas que han sido bien recibidas por la primera potencia mundial. Un claro ejemplo ha sido la eliminación en febrero de 2017 de la participación obligatoria de Petrobras en la explotación petrolífera del “presal”⁽⁸⁾, lo que abre oportunidades de negocios a las petroleras extranjeras, entre ellas las estadounidenses como Exxon. Además, está en trámite de aprobación un proyecto que permite a los gobiernos extranjeros el uso de la base de lanzamiento de Alcántara, la cual es de gran interés para el Pentágono.

También se ha apostado por potenciar los vínculos con Europa, tanto en el plano interregional (Mercosur-Unión Europea) como en el plano bilateral. Las negociaciones con Mercosur comenzaron hace más de 20 años, si bien se relanzaron en 2016, con los cambios de presidencia de Argentina y Brasil. Sin embargo, no ha sido posible firmar un acuerdo antes de que terminara 2017; por una parte, algunos miembros de la UE, Irlanda y Francia principalmente, exigen limitar el acceso de los productos agrícolas latinoamericanos (especialmente vacuno) al mercado único, y por otra, los miembros del bloque sur quieren restringir el acceso de las empresas comunitarias a los servicios y las contrataciones públicas en sus países.

(8) Los pozos del presal (yacimientos submarinos en aguas muy profundas y ubicados debajo de una capa de sal) están ubicados en el subsuelo marino, aproximadamente a una profundidad de siete kilómetros bajo el nivel de la superficie del mar, frente a las costas de los estados de Rio de Janeiro, Sao Paulo y Espirito Santo. Estas reservas, descubiertas en 2007, podrían alcanzar los 176.000 millones de barriles de petróleo.

En el ámbito regional, un cambio fundamental ha sido el distanciamiento del gobierno de Nicolás Maduro en Venezuela y el fortalecimiento relativo con los socios regionales del Pacífico (Chile, Colombia, México y Perú). Brasil ha apoyado primero la suspensión y, posteriormente, la expulsión definitiva en agosto de 2017 de Venezuela del Mercosur por incumplir las “obligaciones económicas, políticas, migratorias y de derechos humanos”. El año pasado la tensión entre ambos países aumentó notablemente, hasta que en diciembre el Gobierno declaró persona “non grata” al encargado de negocios y principal representante diplomático de Caracas en Brasil, Gerardo Antonio Delgado Maldonado, en represalia por la expulsión del embajador brasileño en Venezuela. Por otra parte, en plena renegociación del acuerdo NAFTA, Brasil se ha acercado a México, país con el que existe un gran potencial de apertura comercial. En marzo de 2017 firmaron un acuerdo de eliminación de aranceles para una proporción importante de productos automotrices y se están llevando a cabo rondas de negociación para ampliar el Acuerdo de Complementación Económica (ACE) con el fin de actualizarlo e incorporar temas como la propiedad intelectual, el comercio electrónico y los servicios en la agenda bilateral.

Por último, debe destacarse la importancia estratégica de su relación con el gigante asiático. China se ha convertido en un socio vital para Brasil en términos de comercio, inversión y financiación. Ambos países están muy interesados en mantener buenas relaciones, y en caso de necesidad, China podría ser también un importante apoyo financiero, como lo pone de manifiesto el reciente préstamo de 3.000 mill.\$ concedido a Petrobras justo en medio del escándalo de corrupción. Bajo el ejecutivo de Temer la relación se ha estrechado, lo que se ha traducido en la firma de catorce acuerdos bilaterales, entre los cuales destaca la aprobación de una nueva línea de crédito de 300 mill.\$ para el Banco do Brasil y la suscripción de una futura línea de crédito de 3.000 mill.\$ entre el Banco de Desarrollo de China y su homólogo brasileño, el BNDES.

2. ECONOMÍA

- ➔ **Novena economía mundial.** Brasil cuenta con una estructura productiva diversificada, abundantes recursos naturales y un muy potente sector agrícola. No obstante, las deficientes infraestructuras, la rígida y compleja burocracia, las limitaciones en la formación de capital humano y la baja competitividad lastran la productividad y el potencial de crecimiento.
- ➔ **El agotamiento del patrón de crecimiento,** excesivamente dependiente del consumo, con insuficientes niveles de inversión y escasos avances de la productividad, ha dado paso a una grave crisis económica. En 2011, la economía comenzó a desacelerarse notablemente hasta caer en una recesión en 2015 y 2016, con retrocesos del PIB superiores al 3,5%. Leve mejora en 2017 de la mano del consumo y las exportaciones, favorecidas por la recuperación de la coyuntura global.

UNA ECONOMÍA CON GRAN POTENCIAL

Brasil es la novena economía mundial y representa un tercio del PIB de América Latina. Sus 208 millones de habitantes, con una renta media alta (8.840 \$ de renta per cápita en 2016), lo convierten en el quinto país más poblado del mundo y en uno de los destinos más atractivos para la inversión

extranjera. Además, se trata de una economía diversificada, con abundantes recursos naturales y con algunos sectores competitivos a nivel internacional.

PIB (mill.\$)	1.800.000 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	-3,6 %
INFLACIÓN	6,3 %
SALDO FISCAL	-9,0 %
SALDO POR C/C	-1,3 %

Datos a 2016

El mayor sector es el de los servicios, que producen en torno a dos tercios del PIB y dan trabajo a un porcentaje similar de la población activa. Destacan los servicios financieros y el turismo. El sector secundario, por su parte, contribuye con un quinto del PIB y en torno a un sexto del empleo. Destacan ramas como la construcción, textil, químico, agroalimentario y automóvil. La agricultura merece especial mención, ya que Brasil es una potencia mundial en este ámbito. Aporta en torno a un 5% del PIB, da trabajo a una quinta parte de los brasileños y origina un tercio de las exportaciones. Sobresalen la soja, la carne, frutas, maíz, azúcar y café. Además, cabe destacar que este sector ha copado los escasos aumentos de la productividad registrados en el país durante los últimos tiempos, como resultado de la liberalización parcial en los años 90 y del impulso proporcionado por los elevados precios agrícolas durante la primera década del siglo XXI.

La industria extractiva es una actividad relevante, gracias a la gran riqueza natural que posee Brasil, y que incluye yacimientos de hierro, cobre, oro, plomo, bauxita y, por supuesto, petróleo. De hecho, es el 9º mayor productor de petróleo del mundo y el primero de Latinoamérica, por delante incluso de Venezuela, con una producción de unos 3,3 mill. de barriles al día (b/d). No obstante, su consumo es similar a la producción, lo que minimiza la capacidad exportadora. Las reservas probadas, a enero de 2016, eran de unos 16.000 millones de barriles, que durarían unos 15 años al ritmo de producción actual. No obstante, en 2007 se descubrió una gran reserva de petróleo, conocida como “pozos del presal”, cuyas reservas podrían alcanzar los 176.000 millones de barriles de petróleo, el mayor hallazgo en Latinoamérica en las últimas tres décadas. El escándalo de Petrobras y la caída de los precios del petróleo frenaron el desarrollo de estas explotaciones, que ahora se están retomando. De hecho, una de las primeras medidas que adoptó Temer fue eliminar la exclusividad que la empresa estatal Petrobras tenía sobre esa reserva. Las principales empresas petroleras trasnacionales ya han iniciado la actividad en esta zona y actualmente la producción del presal corresponde ya casi al 50% del total de petróleo y gas producidos en Brasil⁽⁹⁾. Las previsiones de la OPEC apuntan a que la producción podría alcanzar los 4 millones de barriles diarios para 2025.

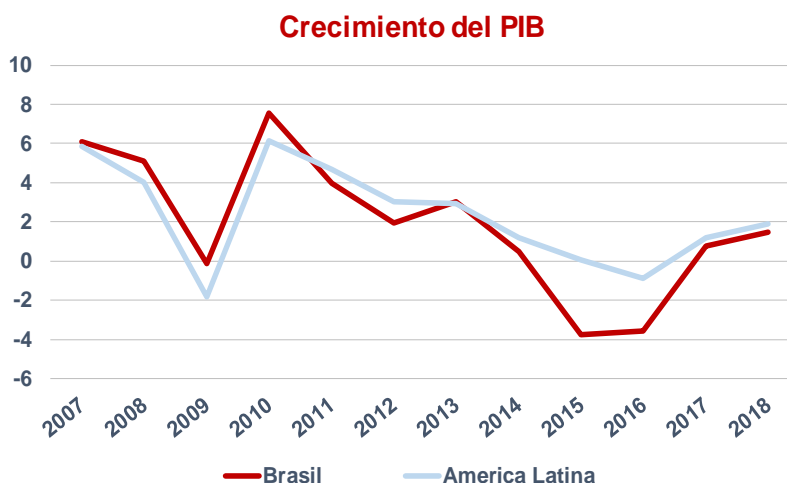
INSUFICIENTE INVERSIÓN Y ESCASO AVANCE DE LA PRODUCTIVIDAD

La década de extraordinario progreso social y económico que comenzó a principios de este siglo (el crecimiento promedio de 2003 a 2013 fue del 3,8%), permitió al país multiplicar la renta per cápita por cuatro, el PIB nominal por cinco y que unos 30 millones de personas lograran salir de la pobreza, lo que redujo significativamente las desigualdades sociales y regionales. En 2011 el PIB

(9) Quince empresas de diez países extranjeros participaron en la primera ronda de las licitaciones. Entre las ganadoras se encuentran gigantes del mercado mundial, como Shell, Exxon Mobile, Total, Repsol, Qatar Petroleum, British Petroleum, y tiene un papel destacado las empresas chinas, como Sinopec, Cnooc Petroleum y Cnoodc. Petrobras participó y ganó en tres de las áreas por las que ofertó. La segunda y tercera ronda se iniciaron en septiembre de 2017, con ocho y trece empresas inscritas, respectivamente.

brasileño llegó a superar el de Reino Unido y el gigante sudamericano se convirtió en la sexta economía mundial. Las perspectivas entonces no podían ser más prometedoras y Brasil pasó a integrar el bloque de países BRIC (Brasil, Rusia, India y China) como una de las cuatro economías con mayor crecimiento potencial.

No obstante, a partir de 2012 la actividad comenzó a dar señales de debilidad. Es indudable que la coyuntura internacional no ayudó precisamente. Las economías exportadoras de materias primas latinoamericanas se vieron muy afectadas por la caída constante de los precios internacionales a partir de 2010. A ello se sumó la debilidad del crecimiento económico mundial y posteriormente el cambio en el tono de la política monetaria de EEUU. Sin embargo, la caída de la economía brasileña ha sido mucho más intensa que la media regional. Ello obedece al agotamiento de su modelo de crecimiento, que había **reposado excesivamente en el aumento sostenido del consumo privado**, que no venía acompañado de un crecimiento de los niveles de inversión ni de avances significativos de la productividad.



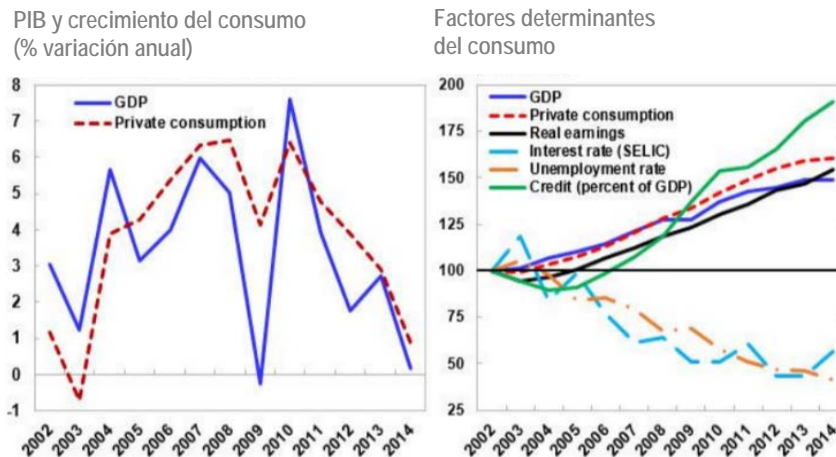
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI)

Varios factores explican el notable aumento del consumo de las familias en la etapa de expansión. En primer lugar, los mayores niveles de escolarización y alfabetización de la década de 1990 empezaron a dar frutos a comienzos de la década de 2000, a medida que los graduados se incorporaron al mercado laboral, lo que elevó los niveles de producción y renta. En segundo lugar, el gobierno de Lula da Silva (2003-2010) se caracterizó por la aplicación de una ambiciosa agenda social y de reducción de la pobreza. Las políticas económicas y sociales (un claro ejemplo es la



Bolsa Familia⁽¹⁰⁾ y los aumentos significativos del salario mínimo estimularon los ingresos, sobre todo en los tramos de población de renta más baja. Posteriormente, tras el estallido de la crisis financiera internacional, bajo la presidencia de Rousseff (2011-2016), los programas sociales se intensificaron todavía más⁽¹¹⁾. Por último, la drástica caída de las tasas de interés nominal y real entre 2002 y 2014 alimentó el aumento del crédito a los hogares, el cual prácticamente se duplicó como proporción del PIB.

Crecimiento del consumo



Fuente: FMI

En contraste, a pesar del buen desempeño macroeconómico en esos años, **la inversión se mantuvo muy baja**⁽¹²⁾. Brasil adolece de una baja tasa de ahorro, que oscila entre el 15% y el 20% del PIB, casi la mitad que el promedio de las naciones emergentes. Ello obliga a recurrir a la financiación exterior para cubrir niveles de inversión incluso moderados, lo que provoca la aparición de desequilibrios externos. En cuanto a la inversión pública, una parte significativa de los recursos presupuestarios están comprometidos en gastos corrientes. Además, la rigidez presupuestaria implica que los recortes de gastos afectan normalmente a la inversión en infraestructuras.

- (10) Bolsa Familia es un programa de transferencia de ingresos que proporciona ayuda financiera a familias pobres. A cambio, las familias deben asegurarse de que los niños asistan a la escuela y cumplan los calendarios de vacunación. Establecido en 2003 y convertido en ley en 2004 por el gobierno de Lula da Silva y el Partido de los Trabajadores (PT), constituyó en sus inicios una unificación y ampliación de programas sociales anteriores. A la salida de Lula de la presidencia, 52 millones de personas (el 27% de la población) se beneficiaban de Bolsa Familia.
- (11) Iniciativas como la adopción formal de una regla que garantizaba aumentos del salario mínimo superiores a los aumentos de la productividad, reducciones del impuesto sobre la renta, préstamos subsidiados para la adquisición de automóviles y otros bienes de consumo duraderos, así como una rápida expansión del crédito ofrecido por bancos públicos alimentaron el citado patrón de crecimiento.
- (12) Tan solo Petrobras ha recortado su inversión anual en más de 35.000 mill.\$ entre 2013 y 2015. Sus planes para invertir más de 200.000 mill.\$ en nuevos proyectos desde 2015 al 2019 han ido menguando hasta una previsión actual de 98.000 mill.\$. A todo esto habría que añadir los problemas o incluso la quiebra de numerosas empresas próximas al gigante petrolero, que se han visto envueltas en los escándalos.

Esta baja inversión, tanto pública como privada, **lastra el aumento de la productividad**. Un informe reciente del Banco Mundial⁽¹³⁾ revela que la productividad de Brasil apenas avanzó a un ritmo de 1,6% por año entre 2001 y 2013. En comparación, China y Rusia lograron que aumentase un 9,6% y 3,5%, respectivamente. Otros factores que explican esta baja productividad son las deficiencias de la educación, la estricta regulación laboral, el predominio de la economía informal y la baja competitividad. Además, el complicado sistema fiscal, uno de los más farragosos del mundo, obliga a las empresas a dedicar 15 veces más tiempo que el promedio de la OCDE para satisfacer el pago de impuestos. Comenzar un negocio en Brasil toma más de tres veces el tiempo que lleva en países como China; mientras que las exigencias normativas y fiscales se encuentran entre las más altas del mundo. El Índice Doing Business del Banco Mundial recoge estos problemas: Brasil está clasificado en el puesto 125 de 190 economías.

Este modelo económico sesgado hacia el consumo empezó a dar signos de agotamiento conforme los incrementos de fuerza laboral se agotaban, el deterioro de las finanzas públicas dificultaba el sostenimiento de los programas sociales y los tipos de interés comenzaban a aumentar (con el cambio del tono de la política monetaria de la Fed). A raíz del descenso en el precio de las materias primas, la tendencia ascendente de los salarios sin un aumento correspondiente de la productividad se volvió insostenible⁽¹⁴⁾, afectando a la inflación y al empleo. El consumo privado se contrajo a causa del aumento del desempleo, del descenso de los salarios reales y del deterioro de las expectativas. Por su parte, la inversión descendió de forma significativa como consecuencia de la subida de tipos aplicada para combatir la inflación, del aumento de los costes (de energía y laborales) y de la mayor incertidumbre y peores expectativas. Además, el escándalo Lava Jato hizo temblar a numerosas grandes empresas, paralizó proyectos y sumió al país en una severa crisis política a su vez seguida de una crisis de confianza. Únicamente, el sector exterior amortiguó la caída del PIB, pero lo hizo principalmente gracias a una notable reducción de las importaciones.

Todos estos problemas afectaron a la banca, cuyo nivel de morosidad creció desde el 2% de los créditos en 2013 hasta el 3,8% a finales de mayo del 2016, una cifra todavía reducida. No obstante, la elevada presencia de bancos públicos supone una fuente de riesgo para el soberano, máxime teniendo en cuenta su actuación en los últimos años. En Brasil los bancos públicos aglutinan cerca del 55% de todos los préstamos, lo que fue una ventaja a la hora de aplicar políticas anti cíclicas en los últimos años, y permitió registrar altas tasas de expansión del crédito incluso durante la crisis. Los tres grandes bancos públicos fueron mucho más generosos dando créditos que los privados, y otorgaron un gran volumen de préstamos bonificados con tipos de interés por debajo de mercado, con el objetivo de apoyar el crédito a empresas y particulares, pero con el coste y riesgo que ello conlleva.

Como consecuencia de todo lo anterior, Brasil sufrió la mayor caída del PIB desde los años treinta, con descensos del -3,7% y -3,6% en 2015 y 2016. El desempleo aumentó desde valores en torno al 5% a principios de 2015 hasta el máximo alcanzado en abril de 2017 (13,7%) y el número de desempleados ascendió a cerca de 14 millones de personas. Reflejo del bajo dinamismo de la economía ha sido la drástica caída de la inflación desde niveles por encima del 10% a finales de 2015 hasta un 2,5% en septiembre de este año, un nivel históricamente bajo para Brasil y alcanzado por última vez en 1998.

(13) Diagnóstico Sistemático de País (SCD, por sus siglas en inglés).

(14) Entre 2003 y 2014, mientras que el salario mínimo en Brasil aumentó en promedio un 68%, la productividad por trabajador creció un 21%.

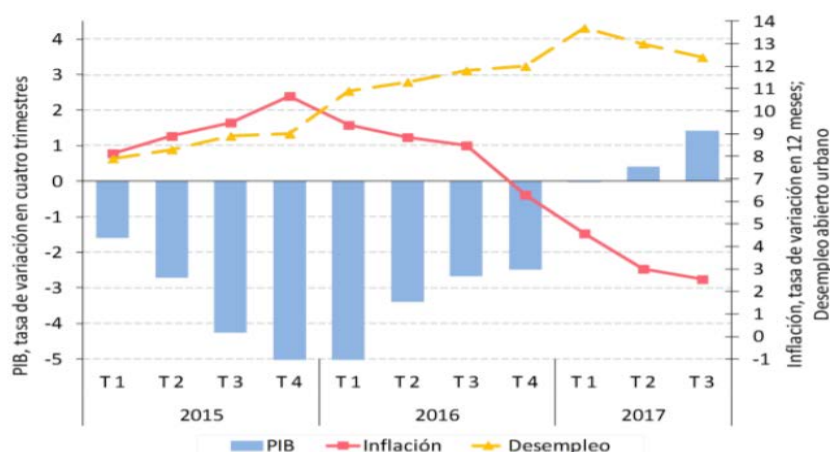
UNA RECUPERACIÓN CÍCLICA

La recesión llegó a su fin en 2017; a falta de datos definitivos, se estima que se ha registrado un modesto crecimiento (0,7%) que aumentará ligeramente en 2018 (1,5%). No obstante, gran parte de esta recuperación obedece a factores cíclicos. Por una parte, la actividad se ve favorecida por la mejora de la coyuntura global y, por otra, por la amplia capacidad ociosa acumulada durante la mayor recesión de la que se tiene registro en el país.

Los motores de la expansión están siendo, nuevamente, el consumo privado y las exportaciones. La baja inflación, la política monetaria más laxa y la mejora gradual del mercado laboral están impulsando el consumo privado. Por otro lado, los términos de intercambio más elevados, un tipo de cambio más favorable y la mayor demanda global estimulan las exportaciones. Lo más preocupante es que la inversión, que desde 2013 acumula una caída del -30%, continúa contrayéndose, si bien lo hace a un menor ritmo.

Esta débil mejora económica se enfrenta a muchos desafíos. Por una parte, las investigaciones sacan a la luz constantemente nuevos casos de corrupción, lo que alimenta una crisis política que parece no tener fin y desalienta la confianza y la inversión. Por otra, el deterioro de la situación fiscal, debido a la baja recaudación, limita su capacidad de estímulo de la inversión pública y del crecimiento. Además, la caída del desempleo está más asociada al aumento del empleo informal y de los trabajadores por cuenta propia que a una mejora del empleo asalariado formal. A ello se añade que 2018 es año electoral, lo que ralentizará la aplicación de la ambiciosa agenda reformista del ejecutivo, que incluye necesarias pero impopulares reformas estructurales.

PIB, inflación y desempleo, 2015-2017



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

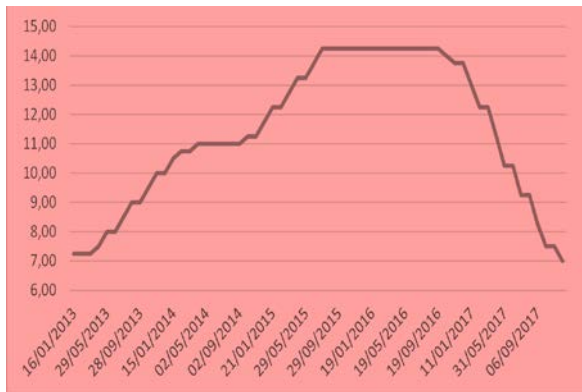
Desde la llegada de Temer al poder, en mayo de 2016, se está aplicando una política económica más ortodoxa y mejor valorada por el mercado. El ejecutivo ha dado una mayor prioridad a contener la expansión de la deuda pública y a recuperar las posibilidades de crecimiento a partir de un conjunto de reformas (fiscales, laborales, comerciales y de desregulación). No obstante, la

incertidumbre política está postergando las votaciones de algunas de estas reformas. Entre las iniciativas destacan la aprobación de la ley de la tercerización⁽¹⁵⁾, en marzo de 2017, y de la reforma laboral, en julio de 2017, cuyo objetivo es flexibilizar la contratación y reducir la informalidad⁽¹⁶⁾. También se está trabajando en simplificar el complejo sistema fiscal y en la reforma de la ley de quiebras⁽¹⁷⁾. Otra de las principales medidas es la reforma de las pensiones, que analizaremos con más detalle en la parte fiscal. Además, en agosto de 2017 se anunció el mayor programa de privatizaciones desde hace dos décadas, con el propósito de sanear las cuentas fiscales. Más de cincuenta activos estatales se pondrán a la venta o su gestión será cedida al sector privado, entre ellos, una docena de aeropuertos, la Casa de la Moneda y Eletrobras, la mayor empresa eléctrica de Latinoamérica. Las subastas para la explotación de los yacimientos petrolíferos del presal también han favorecido la entrada de más inversión extranjera.

En cuanto a la política monetaria, la reducción de la inflación hasta un 2,8% en noviembre de 2017 (por debajo de la banda objetivo del 4,5% +/- 1,5%) ha permitido una rebaja del tipo de interés oficial (la tasa SELIC), que se redujo del 13,75% en diciembre de 2016 al 7% en diciembre de 2017. Sin embargo, desde el punto de vista del estímulo económico, la rebaja de la tasa de interés en términos reales no ha sido tan intensa: en el mismo periodo, la tasa real de interés (descontando la inflación de los últimos 12 meses) pasó del 6,93% al 4,7%. El Banco Central ha revisado a la baja las previsiones de inflación, que se situarían por debajo del objetivo, con lo que es previsible que haya nuevos recortes en los tipos durante 2018. Además, en agosto de 2017 se aprobó la creación de una tasa referencial basada en el mercado para préstamos del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES). El objetivo es reducir el papel del BNDES, que llegó a desembolsar más préstamos que el Banco Mundial a tipos de interés varios puntos porcentuales por debajo de la tasa del mercado. La reducción de estos subsidios está en línea con los esfuerzos para reequilibrar las cuentas públicas y aumentar la efectividad de la política monetaria.

-
- (15) Esta ley amplía la tercerización del empleo a todas las actividades de las empresas. Antes tan solo se podía subcontratar actividades no específicas del objeto de negocio de las empresas, como limpieza, transporte y seguridad, pero el nuevo proyecto autoriza a las compañías a subcontratar incluso para la actividad final que ejecutan.
- (16) Entre los cambios se encuentra la ampliación de la variedad de tipos de contrato y horarios laborales, la eliminación de la contribución obligatoria a los sindicatos y la determinación de que el acuerdo directo entre la empresa y sus trabajadores sea jurídicamente superior a las decisiones de la justicia laboral, siempre y cuando se cumpla con las normas constitucionales sobre vacaciones, licencias o pensiones.
- (17) Se pretende reducir el plazo promedio de la protección por quiebra a dos años, que en la actualidad es de siete a ocho años. El proyecto de ley pretende facilitar a las empresas bajo protección crediticia mantener sus operaciones y tomar fondos prestados.

Tasa Selic (%)



Fuente: Datasmacro

Tipo de cambio Reales por Dólar



Fuente: XE

Por lo que respecta a la política cambiaria, con la llegada del nuevo ejecutivo se han reducido las intervenciones en los mercados de divisas, con el fin último de consolidar el marco de política monetaria de objetivo de precios y dejar flotar la divisa. Las operaciones de canje (swaps) o derivados en el mercado ha caído desde valores de más de 100.000 mill.\$ en algunos meses de 2016 hasta menos de 20.000 mill.\$ en la actualidad. El real se depreció un 50% frente al dólar entre mediados del 2013 y principios de 2016, ubicándose cerca de los 4 reales/dólar; lo que se justifica por el abaratamiento de las materias primas que produce Brasil y el consecuente incremento del déficit corriente, junto con el deterioro de la economía y la incertidumbre política (que se acrecentó a principios del año). A partir de entonces, la divisa se apreció en 2016 en torno al 18,5% y en 2017 ha registrado un significativo grado de volatilidad en respuesta a los eventos políticos y a la consecuente incertidumbre acerca de la política económica. La reducción de la tasa de interés no ha tenido un gran impacto sobre el tipo de cambio, pues todavía se mantienen diferenciales importantes de tasa de interés entre Brasil y otros centros financieros. No obstante, no se descarta que el ruido político, el riesgo fiscal, la perspectiva de estabilidad de los precios de las materias primas, y la gradual reducción del diferencial entre los tipos de interés locales y los externos conduzcan a una depreciación en 2018.

La situación del sector bancario ha mejorado en el último año. A pesar de la intensa recesión, los beneficios antes de impuestos de la banca brasileña aumentaron gracias a los amplios márgenes obtenidos del diferencial entre los elevados tipos de préstamo y los bajos costes de financiación en el exterior. Por otra parte, para limitar el aumento en la morosidad, los bancos han continuado renegociando los términos de las deudas y cancelando los préstamos fallidos. Los niveles de liquidez también se han incrementado conforme la retirada de los depósitos se redujo y la proporción de activos líquidos en los balances aumentó. Actualmente se está tramitando en el Congreso una ley para regular la resolución de entidades financieras, lo que reduciría la exposición del soberano. Esta nueva normativa va en la misma línea de la aprobada recientemente en Europa, ya que establece un mecanismo de “bail in”, en definitiva, que sean los accionistas y deudores los que asuman las pérdidas, en función de una determinada jerarquía, en caso de quiebra de la entidad. En cualquier caso, el Fondo de garantía de depósitos seguirá cubriendo hasta un valor máximo de 250.000 reales por inversor (78.000 dólares).

3. SECTOR PÚBLICO

- El déficit público se disparó en 2015 hasta alcanzar un 10,3% del PIB. Desde entonces, se ha corregido levemente (9,2% del PIB en 2017), ya que la rigidez de gran parte de los gastos y la adversa situación económica dificultan una mayor consolidación presupuestaria.
- Temer ha aprobado una nueva regla que limita el aumento del gasto total primario del gobierno federal y está negociando una controvertida reforma del sistema de pensiones con el fin de reducir una de las partidas que más pesa sobre las cuentas públicas. Las elecciones presidenciales suponen un factor de riesgo para la corrección del déficit, al igual que la frágil situación financiera de los estados brasileños y de las empresas públicas.
- La deuda pública ha crecido de forma notable en los tres últimos ejercicios. Aunque en su mayoría está denominada en moneda local y no presenta riesgo de insostenibilidad inmediata, supone una carga importante a medio y largo plazo.
- El deterioro de la situación ha acarreado dos degradaciones de la clasificación por parte de las tres principales agencias de calificación, llevándola dos peldaños por debajo del grado de inversión.

LA NECESARIA CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA REQUIERE REFORMAS DE CALADO

El impacto de la crisis económica en las finanzas públicas se ha visto agravado por problemas fiscales estructurales de larga data. En la década anterior al 2013 el sector público incurrió en déficits moderados, en torno al 2%-3% del PIB. Sin embargo, a partir de 2014 la situación fiscal se ha deteriorado drásticamente. El saldo fiscal primario (excluye el pago de intereses) ha registrado un déficit de -2,5% del PIB en 2016, lo que no se producía, al menos, en los últimos diez años, y no se contempla que salga de números rojos hasta 2020, según las últimas previsiones del FMI. Este notable deterioro de los saldos primarios ha impulsado el déficit fiscal total hasta el 9% del PIB en 2016, frente a menos del 3% en el periodo 2010-2013.

El sector público brasileño es uno de los mayores de América Latina. El peso del gasto público se acerca al 40% del PIB y su crecimiento en las últimas dos décadas ha estado por encima del ritmo de expansión de la economía. Una de las principales partidas es el pago de intereses, que promedió un 4,5% del PIB en los años previos al 2013 y que ha escalado hasta el 7,5% del PIB en 2016. El resto es gasto corriente en su inmensa mayoría, como salarios, subsidios y prestaciones. En cambio, la inversión pública apenas asciende al 2,5% del PIB, algo preocupante dada la limitada calidad de las infraestructuras y la necesidad de aumentar la productividad. Además, la rigidez de las partidas de gasto corriente (algunas incluso gozan de protección constitucional) dificulta la necesaria consolidación presupuestaria. Se estima que hasta un 90% del gasto público está protegido por alguna normativa.

Con el fin de restaurar la salud de las cuentas públicas y fomentar la credibilidad de la política fiscal, el gobierno brasileño ha llevado a cabo importantes reformas. La principal es una nueva regla de gasto, que fue incluida en la Constitución en diciembre de 2016. Esta norma impone un límite al aumento del gasto total primario del gobierno federal, que no podrá superar la tasa de inflación del

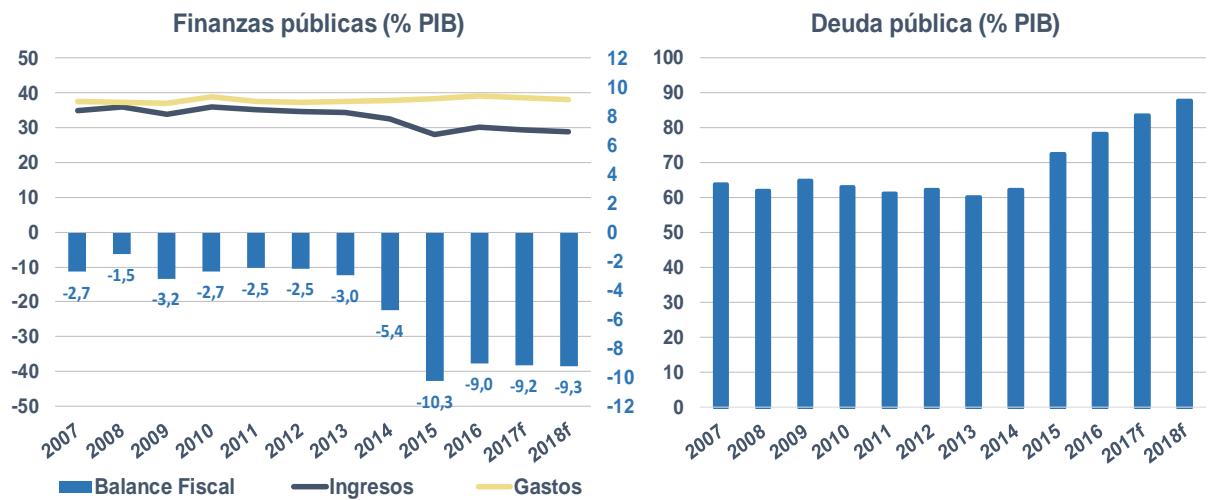
año anterior. Se establecieron algunas excepciones, como el caso de gastos derivados de elecciones, empresas estatales y situaciones de emergencia, y normas de transición durante un período de dos años en los sectores de salud y enseñanza. La norma del aumento del gasto primario federal podrá revisarse transcurridos diez años. Su aprobación ya supone una buena noticia, si bien su aplicación práctica requiere de reformas estructurales y modificaciones institucionales y de procedimientos de la gestión de las finanzas públicas. Entre otras cosas, será necesario revisar los gastos obligatorios crecientes y las prácticas de indexación.

Una de las partidas que más penaliza las cuentas públicas es el gasto de la seguridad social, que asciende a más del 11% del PIB, lo que lo sitúa entre los mayores del mundo. Así pues, una de las prioridades del ejecutivo ha sido impulsar la reforma del sistema de pensiones, dado que este gasto se ha duplicado con relación al PIB entre 1995 y 2016 (8,2% del PIB), a pesar de que la población es aún relativamente joven. Entre los puntos principales de la reforma está alargar la edad mínima de jubilación hasta los 65 años para los hombres y los 62 para las mujeres, además de exigir al menos 25 años de cotización. Esto ha sido muy impopular entre los brasileños que, de media, se jubilan a los 55 años⁽¹⁸⁾. La propuesta de reforma también incluye el cambio de la fórmula de cálculo de los beneficios, un mayor control en el acceso a las jubilaciones de los campesinos y la nivelación de beneficios entre los sectores público y privado. La votación se ha aplazado hasta el año 2018, debido a que el gobierno no tiene los 308 votos necesarios en la Cámara de Diputados para sacarla adelante (se necesita mayoría reforzada porque es necesario modificar la Constitución). De hecho, el ejecutivo ha suavizado el proyecto inicial para contar con más apoyos. La versión actual del proyecto de ley ahorraría unos 480.000 millones de reales (146.000 mill.\$) en 10 años, según las estimaciones oficiales, la mitad que el plan original.

Por el lado de los ingresos, el ejecutivo ha renegociado diversas deudas tributarias y no tributarias, ha incrementado las contribuciones sobre los combustibles y ha propuesto llevar a cabo concesiones y privatizaciones como forma de compensar el incremento de la deuda. No obstante, estos ingresos no recurrentes no son suficientes para compensar la magnitud del déficit primario, con lo que parte del ajuste recayó en las inversiones⁽¹⁹⁾. Se estima que el déficit público de 2017 ha aumentado dos décimas con respecto a 2016 (9,2% del PIB). Las previsiones para 2018 es que el déficit continúe en aumento (9,3% del PIB), máxime teniendo en cuenta que es año electoral. A esto se añade la incertidumbre sobre la política fiscal del futuro gobierno.

(18) Las mujeres pueden jubilarse con 30 años de cotización y los hombres con 35 y no existe para ello ningún límite de edad, con lo que hay quienes llegan a acogerse al sistema de protección social con apenas 50 años.

(19) El Programa de Aceleración del Crecimiento, que incluye obras públicas y viviendas populares, sufrió una disminución del 28%, en términos reales, entre diciembre de 2016 y septiembre de 2017.



Fuente: FMI

LOS ESTADOS Y LAS EMPRESAS PÚBLICAS, FUENTES DE RIESGO

El apoyo implícito del gobierno a las empresas parcialmente públicas, tales como Petrobras, Electrobras y Banco de Desarrollo de Brasil (BNDES), supone un preocupante pasivo contingente fuera de balance para el soberano. Petrobras tiene una deuda total que supera los 100.000 mill.\$, tres cuartos de la misma denominada en dólares. Electrobras tiene una deuda muy inferior, pero más del 90% está denominada en dólares. En cuanto al BNDES, históricamente ha tenido un ratio de siniestros en su cartera muy bajo, pero el banco está muy expuesto a los sectores del gas, el petróleo y las infraestructuras, que se han visto muy afectados por el escándalo de Petrobras.

Otro motivo de preocupación es la frágil situación financiera de algunos de los principales estados brasileños, provocada en gran parte por la reducción notable de la recaudación de impuestos en las administraciones regionales por la recesión que ha sufrido el país. En el caso de Río de Janeiro, Rio Grande do Sul y Minas Gerais se vieron obligados en 2016 a declarar el estado de "calamidad pública financiera" que permite a los gobiernos regionales suspender los pagos mientras ponen en marcha duros programas de ajuste para intentar sanear sus cuentas públicas. Con el fin de solventar esta situación, el Congreso ha aprobado un programa de refinanciación de deudas y nuevos préstamos por parte del gobierno federal a los estados que se comprometan a un ajuste estructural de sus finanzas que incluye cambios en los sistemas de pensiones de sus funcionarios, restricciones a los gastos de personal y reducción de la concesión de subsidios y otros incentivos. En el momento de redacción de estas líneas, las asambleas de los estados aún no han concluido la aprobación de las leyes y reglamentos necesarios para realizar estos ajustes.

La situación de Rio de Janeiro, sede de la empresa Petrobras, se agravó por la caída de regalías petroleras y por los millonarios desvíos de recursos públicos que tienen en la cárcel desde hace varios meses al anterior gobernador regional, Sergio Cabral. En el último año se ha desatado una preocupante ola de violencia que obedece al aumento de la delincuencia y el narcotráfico alimentados por la recesión y por la menor presencia policial en las calles por los recortes de gastos.

Como resultado del desequilibrio fiscal, la deuda pública mantiene la trayectoria de expansión que empezó en 2014. La deuda bruta subió del 78,3% del PIB a fines de 2016 al 83,4% en 2017 y se prevé que mantenga la tendencia alcista. En el lado positivo, la gran mayoría de la deuda se encuentra denominada en reales, y tiene un horizonte temporal de largo plazo. Esta estructura minimiza la sensibilidad del sector público frente a la depreciación de la moneda, y mitiga de forma significativa el riesgo de impago o de crisis de deuda. No obstante, aunque dichos riesgos de

momento sean reducidos, el aumento de la deuda pública acarrea consecuencias que pueden ser muy perjudiciales para la economía, como el incremento del peso de los pagos en concepto de intereses y la presión al alza de los tipos de interés en los mercados de renta fija.

La debilidad de las finanzas públicas, la alta deuda gubernamental, el débil panorama de crecimiento y el historial reciente de inestabilidad política pesan sobre la calificación de riesgos de Brasil, que perdió el grado de inversión hace dos años. De hecho, Standard & Poors acaba de degradar nuevamente la calificación de la deuda brasileña por el retraso en la aprobación de la reforma de las pensiones. No se descarta que el resto de las agencias haga lo mismo si dicha reforma no se aprueba en febrero de 2018, ya que se considera crucial para reducir el déficit.

	Moody's	S&P	Fitch
Brasil	Ba2	BB-	BB
Chile	Aa3	A+	A
Mexico	A3	BBB+	BBB
Colombia	Baa2	BBB-	BBB

4. SECTOR EXTERIOR

- ➔ Economía cerrada, con una base exportadora diversificada aunque con predominio de las materias primas. De hecho, la drástica caída del precio de estos bienes estuvo detrás de la crisis debido al desplome de los ingresos por exportación. En 2017 la corrección del déficit comercial ha permitido un notable ajuste del desequilibrio por cuenta corriente (hasta un -0,7% del PIB).
- ➔ El déficit corriente se ha financiado de forma holgada gracias a la fuerte capacidad de atracción de capitales, especialmente de IDE, que no se ha visto afectada por la crisis económica.
- ➔ Nivel muy elevado de reservas de divisas, lo que apuntala la solidez de las cuentas externas.

NOTABLE CORRECCIÓN DEL DÉFICIT EN 2017

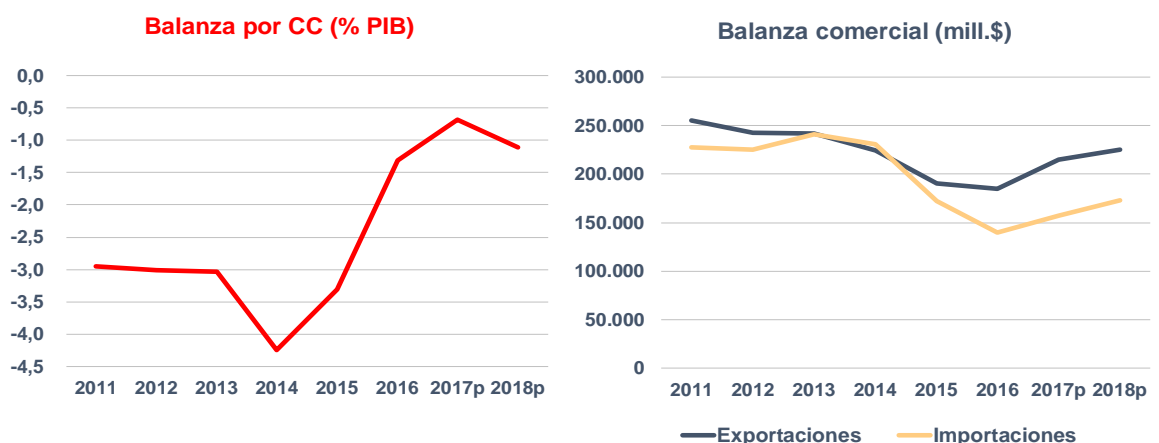
El gran tamaño del mercado interno y una marcada tradición proteccionista están detrás del reducido grado de apertura comercial, de apenas el 20%, frente al promedio del 40% de los países emergentes. Por otra parte, el sector exterior de Brasil se distingue por su tendencia a incurrir en moderados déficits por cuenta corriente, por una alta capacidad de atracción de capitales, y por gozar de una base exportadora moderadamente diversificada, aunque con claro predominio de las materias primas y, en particular, de los productos agrícolas.

La drástica caída de las exportaciones entre 2011 y 2016 (de un 28%) fue uno de los factores que explican la profunda crisis. En apenas cuatro años los ingresos externos cayeron más de 70.000 mill.\$. El abaratamiento de las materias primas hizo especial daño a la economía brasileña, ya que suponen en torno a la mitad de sus exportaciones. Sobresalen la soja, el café, el maíz, el azúcar, y también el hierro y el cobre. La otra mitad de las ventas al exterior incluye una amplia variedad de productos, como químicos, vehículos de transporte, productos metálicos y maquinaria. China, en los últimos años, se ha convertido en el principal cliente, con casi un quinto de las compras al país, seguido de EEUU (12%) y Argentina (6%).

Las importaciones se diversifican entre un gran número de bienes, entre los que destacan electrónica y maquinaria, vehículos, químico, textil y plásticos. Los mayores proveedores son EEUU, y China (en torno al 17% de las importaciones de bienes), seguidos, ya de lejos, por Argentina y Alemania, con un 6% cada uno. La crisis económica provocó también un profundo descenso de las compras al exterior (cerca del 40% entre 2011 y 2016), como resultado de la contracción de la demanda y de la notable depreciación del real. De esta forma se compensó parte del efecto negativo de la caída de las exportaciones. El saldo de la balanza comercial (tradicionalmente superavitario) cerró en números rojos en 2014 por primera vez en 14 años y con un reducido saldo superavitario en 2015 y 2016.

El año 2017 ha traído un cambio de tendencia. Tanto las exportaciones como las importaciones, después de tres años de caídas, han aumentado (un 18,5% y un 8%, entre enero y noviembre, respecto al mismo periodo del año anterior), ascendiendo a unos 200.000 mill.\$ y 140.000 mill.\$, respectivamente. Las ventas al exterior se vieron impulsadas por un shock positivo de precios de los productos básicos (en particular los metálicos) y un incremento sustantivo en la producción agrícola. Se estima que para el año en su conjunto podría haberse registrado un superávit comercial en torno a los 60.000 mill.\$, lo que permitiría casi compensar el déficit de la balanza de servicios y rentas, tradicionalmente deficitarias, principalmente a causa de los elevados pagos al exterior de intereses y dividendos. Respecto a la balanza de transferencias, registra un ligero superávit que apenas tiene impacto en las cuentas exteriores.

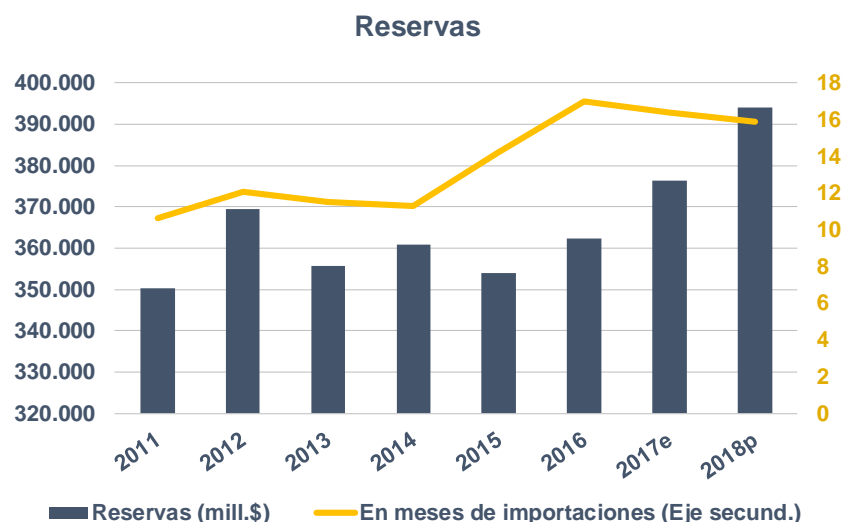
Así pues, en 2017 se estima que el déficit por cuenta corriente se ha corregido notablemente, situándose, a falta de datos definitivos, en tan solo un 0,7% del PIB, frente al año 2014, cuando superó el 4% del PIB. Conforme se recupere la economía se espera que el déficit aumente ligeramente, aunque manteniéndose por debajo del 2% del PIB.



Fuente: Institute of International Finance (IIF)

Una vez más, se ha demostrado la gran capacidad de atracción de inversión directa extranjera (IDE) de Brasil. Pese a la doble crisis, política y económica, las entradas de IDE en 2016 aumentaron un 5,7% hasta alcanzar los 78.929 mill.\$, lo que representa un 4% del PIB y cubre holgadamente el déficit por cuenta corriente. De hecho, en 2014 y 2015 las entradas de IDE se redujeron, pero el país, aún así, se mantuvo como el principal receptor de la región (47% del total). En los once primeros meses de 2017 las entradas de IDE han ascendido a 65.000 mill.\$ y se prevé que superen los 70.000 mill.\$, predominando las operaciones intraempresa. Muchas empresas nacionales están vendiendo sus activos como consecuencia de la grave recesión, y los extranjeros están aprovechando estas oportunidades. En cambio, la inversión en cartera (IC), se ha visto mucho más afectada por la adversa coyuntura económica. En 2015 se desplomó y en 2016 incluso se registró una salida neta de capitales (en algunos meses con salidas muy voluminosas, como noviembre, cuando ascendió a 20.000 mill.\$). En 2017 los flujos de salida se han ido moderando (2.000 mill.\$). Los diferenciales de interés, todavía altos a pesar de la flexibilización monetaria, deberían contribuir a atraer capitales, si bien en el caso de que la agenda reformista del ejecutivo no avance, muy especialmente la reforma de pensiones, posiblemente se reduzca el apetito de inversores.

Esta volatilidad de la IC no supone un riesgo para la financiación del déficit, gracias a la estabilidad de la IDE y al amplio colchón de reservas. Brasil cuenta con reservas por valor de más de 380.000 mill.\$ en noviembre de 2017, lo que cubre más de dieciséis meses de importaciones. Además, a pesar de la crisis, en los últimos años no solo no se han reducido, sino que han aumentado ligeramente gracias a la decisión de dejar que el real se depreciara y también por la capacidad de atracción de capitales, que ha evitado la necesidad de recurrir a las reservas como fuente de financiación. Se trata, evidentemente, de uno de los principales pilares de la solvencia de Brasil.



Fuente: IIF

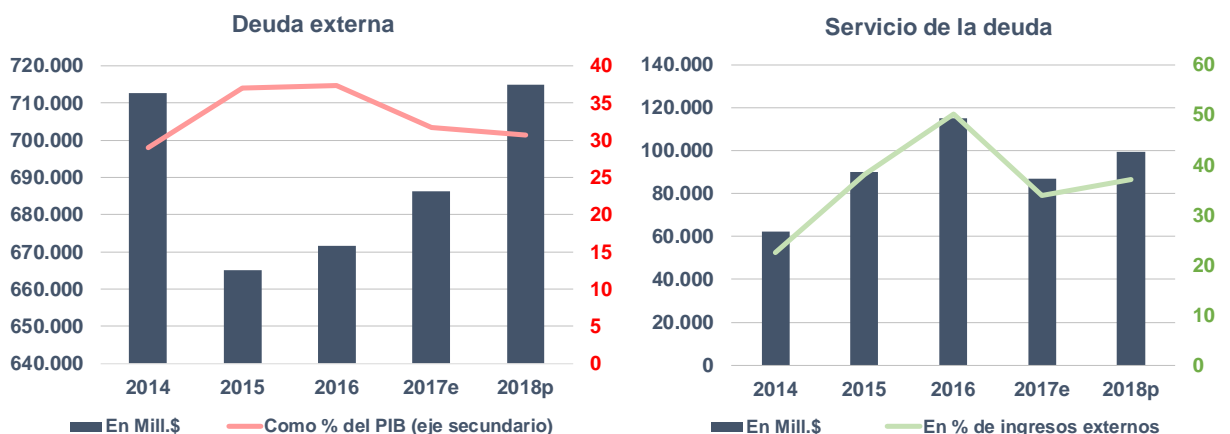
5. DEUDA EXTERNA

- La deuda externa se mantiene en niveles manejables aunque registra una tendencia alcista. Además, su estructura de plazos y el peso de la deuda intraempresa y en mano de residentes matiza el riesgo.
- Pese a ello, el peso del servicio de la deuda es muy elevado, y ha crecido en los últimos tiempos. Aunque se espera una ligera reducción en 2017 y posterior estabilización, esta carga expone el alto nivel de intereses que paga Brasil y su escasa capacidad para generar ingresos externos.

CRECIENTE PESO DE LA DEUDA

La deuda externa alcanzó los 671.647 mill.\$ a finales del 2016. En términos relativos, este importe es moderado con relación al PIB (37,3%), pero elevado en relación a los ingresos exteriores (293% de los ingresos corrientes externos). En los últimos años el peso de la deuda ha tendido al alza como consecuencia de la depreciación del real, ya que la deuda se encuentra denominada en dólares en un 75%, y también por la recesión y los déficits por cuenta corriente. Se espera que su tamaño siga aumentando, pero que se reduzca su peso conforme se asiente la recuperación. Es importante señalar dos rasgos que matizan el riesgo: más de un 30% de la deuda externa es deuda intraempresa y casi un 20% corresponde a títulos de renta fija en manos de no residentes denominados en reales.

Por acreedores, tres quintas partes de la deuda están contraídas con agentes privados no financieros; otro quinto se debe a bancos comerciales y el resto se divide entre préstamos bilaterales y de instituciones multilaterales. En cuanto a los deudores, el grueso de la deuda corresponde al sector privado.



Fuente: IIF

El servicio de la deuda alcanzó los 115.109 mill.\$ en 2016, equivalente a un elevado 50% de los ingresos externos corrientes. Hay que destacar que ha experimentado recientemente un incremento notable, ya que en 2011 no llegaba al 20%. La tendencia alcista se debe, por una parte,

a la depreciación del real y al consecuente incremento del peso de la deuda y su servicio. Por otra parte, al alza de los tipos en Brasil entre enero de 2013 y mediados de 2015. Por último, también ha contribuido la importante caída del valor de las exportaciones. No obstante, aunque la ratio del servicio haya aumentado, no destaca especialmente desde una perspectiva temporal más amplia. De hecho, en Brasil esta cifra ha bajado del 50% en apenas unos pocos ejercicios en los últimos 45 años, y en algunos momentos ha superado el 80% o, incluso el 100% de los ingresos corrientes externos. En 2017 el servicio de la deuda se estima en unos 87.022 mill.\$, equivalentes al 33,8% de los ingresos corrientes externos, un porcentaje todavía considerable que, de nuevo, expone la necesidad de reducir los tipos de interés que Brasil paga por endeudarse, y la urgencia de ampliar la capacidad de obtención de ingresos externos.

El historial de pagos brasileño fue irregular hasta mediados de los años 90, cuando se logró estabilizar la economía gracias, entre otras cosas, a la introducción del real. Hasta entonces, el descontrol macroeconómico y la acumulación de deudas causaron numerosas moratorias en los pagos exteriores. Brasil ha acudido en seis ocasiones al Club de París, la última en 1992, refinanciando siempre en términos clásicos. Ya ha satisfecho todos los pagos derivados de estos acuerdos.

La evolución del perfil de riesgo de Brasil se ha visto reflejado en la clasificación de la OCDE. De pertenecer al grupo 6 en 2004, fue subiendo escalones hasta alcanzar el grupo 3 en 2007, en el que permaneció hasta octubre de 2015. Actualmente, tras dos degradaciones, se encuentra clasificada en grupo 5.

6. CONCLUSIONES

- La confirmación de la destitución de Dilma Rousseff y la consecuente llegada de Michel Temer a la jefatura del Estado en 2016 cerraron 13 años de gobierno del Partido de los Trabajadores (PT). También dio tregua a una larga crisis política que, no obstante, no podrá darse por concluida mientras siga avanzando el escándalo Petrobras, que salpica a la mayoría de la clase dirigente brasileña. El grave deterioro de la imagen de los principales dirigentes y partidos políticos, incluyendo a Temer y su gobierno, hace muy difícil prever qué va a suceder en las presidenciales que tendrán lugar en octubre del 2018. Hoy por hoy, el expresidente Lula da Silva encabeza los sondeos; pero también tiene causas pendientes en los tribunales, y, aunque esto no parece afectar a su popularidad, sí puede llegar a impedir que se presente.
- La crisis política se ha mezclado con una coyuntura económica muy desfavorable. De hecho, en 2015 y 2016 Brasil ha atravesado la peor crisis económica de la que se tiene constancia a nivel histórico. El gobierno de Temer ha acometido un programa de reformas encaminado a corregir los numerosos desequilibrios que sufre el país, en particular el presupuestario. Las medidas incluyen un proyecto de reforma de la seguridad social y las pensiones, que son muy onerosas para las cuentas públicas, y que está resultando muy difícil sacar adelante. La recuperación de la economía ha comenzado, lentamente, en 2017, pero la corrección de los desequilibrios fiscales podría llevar muchos años.

- En cambio, la situación de las cuentas exteriores es razonable. Al ser una economía bastante cerrada Brasil no tiene una gran capacidad de aumentar sus ingresos exteriores, pero la tendencia actual de aumento de los precios de las materias primas y reactivación de la demanda mundial le favorece. El desequilibrio por cuenta corriente se ha corregido en 2017 y el servicio de la deuda se está moderando. Por último, la gran capacidad de atracción de inversión extranjera, incluso en momentos de crisis, y el elevado volumen de reservas, que supera el año de importaciones, constituyen los puntales de la solvencia del país.