

INFORME RIESGO PAÍS

BRASIL

Madrid: 10 de octubre de 2019



Por primera vez en la historia democrática brasileña gobierna la extrema derecha. La abrumadora victoria de Jair Bolsonaro, en las elecciones de octubre de 2018, ha supuesto una ruptura con el bipartidismo tradicional del centroizquierdista PT y del centrista PSDB. Tras nueve meses en el cargo, la economía no remonta el vuelo y la agenda reformista neoliberal del Ejecutivo avanza muy lentamente al enfrentarse a un Parlamento sumamente fraccionado. En el plano internacional, el mandatario ha adoptado un discurso beligerante y nacionalista al tiempo que ha apostado por un claro acercamiento a EEUU.

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.

Frágil recuperación de la grave crisis económica de 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.

Decepcionante crecimiento en el primer semestre de 2019 lastrado por la adversa coyuntura y el escaso avance del programa económico del Gobierno. Bolsonaro apuesta por reducir el peso del Estado vía privatizaciones de entes públicos y una mayor atracción de la inversión extranjera. **Revisión a la baja de las previsiones de este año** hasta un crecimiento del 0,8%.

Elevado déficit público (6,8% del PIB) y preocupante **aumento de la deuda pública** (superior al 87% del PIB), aunque predomina la emitida a largo plazo y en moneda local. Riesgo de insostenibilidad a largo plazo si no se aprueba la reforma de pensiones así como recortes adicionales de gasto público corriente. Calificación de la deuda soberana tres peldaños por debajo del grado de inversión.

Tradicional déficit por cuenta corriente que tras un notable ajuste en 2017 **vuelve a aumentar ligeramente (0,8% del PIB)**. La capacidad de atracción de la IDE permite financiar holgadamente este moderado déficit exterior al tiempo que el amplio colchón de reservas (más de 16 meses de importaciones) apuntala la solidez de las cuentas externas.

La deuda externa se encuentra en niveles manejables tras crecer durante la crisis. 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

- ➔ La abrumadora victoria del ultraderechista Bolsonaro en las elecciones de octubre de 2018 puso fin a trece años de gobierno del centroizquierdista Partido de los Trabajadores (PT), seguido por dos años de transición con el centrista Movimiento Democrático Brasileño (PMDB).
- ➔ El Partido Social Liberal (PSL) se enfrenta a uno de los parlamentos más fragmentados de la historia democrática del país, lo que está dificultando el avance de su agenda reformista. Sus recetas neoliberales aspiran a relanzar el crecimiento vía una reducción del peso del Estado y una mayor atracción de inversiones. Sin embargo, tras nueve meses en el poder, su popularidad se ha desplomado, lastrada por la decepcionante evolución económica.
- ➔ Bolsonaro ha adoptado un discurso nacionalista y beligerante en política exterior con una clara aproximación a EEUU. La crisis del Amazonas podría poner en peligro la ratificación del acuerdo EU-Mercosur, truncando sus aspiraciones de una mayor apertura de la economía. Dentro de la región, el mandatario ha reconocido a Guaidó como presidente interino de Venezuela y ha criticado duramente la represión de los valores democráticos por el régimen de Maduro.

BOLSONARO, LA LIBERACIÓN DEL SOCIALISMO

POBLACIÓN	209,5 mill. habs.
RENTA PER CÁPITA	9.140 \$
RENTA PER CÁPITA PPP	15.820 \$
EXTENSIÓN	8.515.770 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	PRESIDENCIAL
CORRUPCIÓN	105/176
DOING BUSINESS	109190

Por primera vez en la historia democrática brasileña gobierna un partido de extrema derecha. La contundente victoria del ultraderechista Jair Bolsonaro en los comicios celebrados en octubre de 2018, puso fin a trece años de gobierno del centroizquierdista Partido de los Trabajadores (PT), seguido por dos años de transición con el centrista Movimiento Democrático Brasileño (PMDB) de Michel

Temer, tras el impeachment de Dilma Rousseff⁽¹⁾. El exmilitar, líder del Partido Social Liberal (PSL), ganó con un 55% de los votos en segunda vuelta al candidato del PT, Fernando Haddad, en unas elecciones marcadas por la polarización ideológica entre dos extremos.

Para muchos brasileños el nuevo presidente representaba una necesaria ruptura con respecto a la política tradicional y con unos dirigentes salpicados por numerosos casos de corrupción cuya máxima expresión ha sido el caso Lava Jato, la mayor trama de corrupción de la historia del país.

(1) El 31 de agosto de 2016, fue apartada de su cargo por malversación de fondos, en concreto, por el uso continuado de las denominadas "pedaladas fiscales", que implican el uso de fondos de bancos públicos para cubrir programas de responsabilidad del gobierno.

Este escándalo, cuyo epicentro fue el gigante petrolero del país, Petrobras⁽²⁾, marcó el inicio de una prolongada crisis política que, por el camino, acabó con la presidencia de Rousseff. Entre los políticos condenados se encuentra el expresidente Lula (2003-2010), en la cárcel por los cargos de corrupción pasiva y lavado de dinero, lo que ha penalizado duramente al Partido de los Trabajadores. Es más, en muchos sentidos estas elecciones, más que una valoración de programas de gobierno, giraron en torno a la valoración de dos políticos, Bolsonaro y Lula da Silva. Tampoco favoreció al PT el hecho de que hasta un mes antes de la votación no estaba claro si Lula podría ser candidato. En septiembre, el Tribunal Superior Electoral concluyó que no podía presentarse a la reelección por estar en prisión por un delito de corrupción⁽³⁾, en aquel momento estaba liderando los sondeos. Haddad intentó, sin éxito, ocupar su puesto postulándose como el candidato de la renovación del PT.

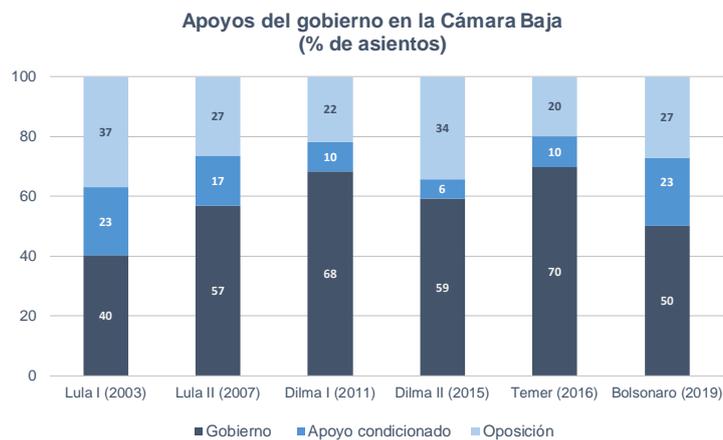
Además, Bolsonaro supo capitalizar el hartazgo de la población con la violencia y la inseguridad. Tan solo en 2017 fueron asesinadas alrededor de 64.000 personas. Su promesa de aplicar políticas de “mano dura” con los delincuentes le hizo ganar adeptos. También contaba con un mayor respaldo de los mercados internacionales que su contrincante gracias a su plan económico más liberal, que él mismo calificó como la llave para la “liberación del socialismo”. En materia económica, su brazo derecho es el ultraliberal Paulo Guedes, formado en Universidad de Chicago, templo intelectual del liberalismo económico. No obstante, la falta de concreción del programa del PSL despertó muchas inquietudes tras su victoria electoral, alimentadas también por las frases políticamente incorrectas del nuevo Presidente durante toda la campaña que le valieron el calificativo de “Trump del trópico”.

PILARES DEL PROGRAMA ECONOMICO DEL PSL

- Privatizar: Reducción del peso del Estado, a través de privatizaciones de empresas estatales, concesiones al sector privado y reducción del número de ministerios. En agosto de 2019 se anunció un total de 26 empresas que serán privatizadas a corto plazo, entre ellas Correos y el puerto de Santos, el mayor de América Latina, con la expectativa de recaudar 175.000 mil.\$.
- Consolidación presupuestaria: Reducción del déficit y de la deuda pública vía reforma impositiva y del sistema de las pensiones.
- Nuevo estatuto de autonomía del Banco Central para garantizar su independencia. Una ley a tal efecto ha sido remitida al Congreso en abril de este año.
- Atracción de inversiones extranjeras a través de una reducción de los impuestos a las importaciones y una mejora del entorno de negocios.

- (2) 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, un gran conglomerado de construcción, ingeniería y otras actividades. 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, fue condenado en marzo de 2016 a 19 años de prisión por pagar más de 30 mill.\$ en sobornos.
- (3) Lula fue condenado a 12 años por recibir sobornos. Algo poco edificante, a ojos del alto Tribunal, para poder convertirle en presidente de la nación.

Tras nueve meses en el cargo, su popularidad se ha desplomado y el prometido giro a la ultraderecha está lejos de realizarse. Conviene recordar que el dirigente se está enfrentando a uno de los Parlamentos más fragmentados en la historia democrática del país. En el Congreso, el PSL cuenta con tan solo 53 escaños, uno menos que el PT y en el Senado con 3 representantes frente a 6 del PT. Por tanto, ninguno de los dos partidos tiene fuerza suficiente para aprobar un proyecto de ley, que exige mayoría simple (257 de los 513 diputados y 41 de los 81 senadores), y mucho menos una enmienda constitucional, que requiere el respaldo de tres quintas partes (308 de 513 diputados y 49 de 81 senadores). A ello se suma la falta de pragmatismo del Presidente y su incapacidad para generar consensos y construir una coalición estable. Su estrategia de gobernar sin una base firme, buscando mayorías para cada nueva legislación está haciendo aguas. De hecho, incluso el Movimiento Brasil Libre, articulador esencial de la derecha, ha comenzado a dar la espalda al Presidente. El MBL cuenta con diputados y senadores que lo apoyan y actúan desde dentro de las Cámaras. No sorprende, por tanto, el escaso avance en la agenda reformista del Ejecutivo. El proyecto favorito de Bolsonaro, la liberalización de las leyes de armas, ha fracasado al igual que la ley de demarcación de tierras y un paquete de medidas contra la corrupción y la criminalidad.



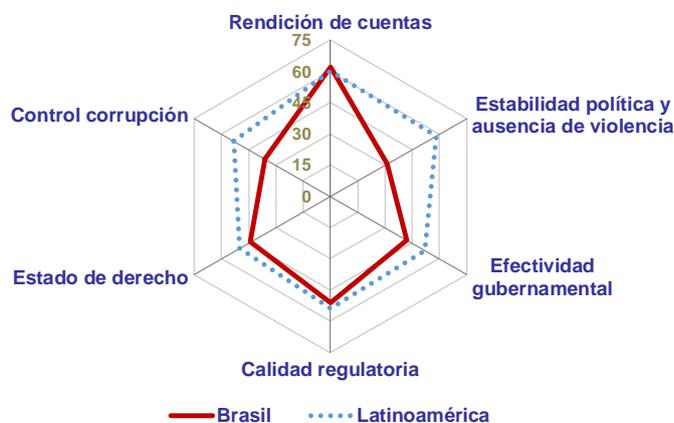
Fuente: Departamento Intersindical Ass Parlamentar

Además, existe una notable falta de cohesión dentro del propio Ejecutivo. La constante lucha de poder entre los antiglobalistas, los militares y los economistas liberales ha impedido tener una postura fuerte frente a la oposición. La renuncia de varios miembros es prueba evidente de esta crisis interna. Una de las más negativas para la imagen del Gobierno ha sido la de Joaquim Levy, economista de mucho prestigio y reconocida experiencia que ocupaba el puesto de jefe del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) y que dejó el cargo por desacuerdos con el Presidente.

Otro varapalo al PSL han sido las acusaciones de irregularidades en la financiación de la campaña que condujeron a la destitución del ministro Gustavo Bebianno Rocha, presidente del partido en aquel momento. Tampoco ha ayudado la investigación por supuesta corrupción de Flávio Bolsonaro, hijo del Presidente, por dudosas transacciones de bienes inmuebles y contratación irregular de empleados en su gabinete. No olvidemos que su padre enarboló la bandera de la lucha

contra la corrupción a lo largo de toda la contienda electoral. Esta lacra es una de las principales preocupaciones de los brasileños, lo que no sorprende teniendo en cuenta que el Índice de Percepción de la Corrupción, elaborado por Transparencia Internacional, ha empeorado mucho en los últimos 4 años. En 2014 Brasil ocupaba el puesto 69 y el año pasado el 105. Los indicadores de Buen gobierno del Banco Mundial también reflejan este deterioro. En la categoría “control de la corrupción”, el país ha caído en más de 10 puntos hasta 36, muy por debajo de la media regional (53 puntos). De hecho, es la categoría en la que el país registra un peor resultado junto con la de estabilidad política. El singular sistema político brasileño explica estas cifras. El denominado “presidencialismo 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 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.

Indicadores de gobernabilidad



Fuente: Banco Mundial

Tampoco ha ayudado a la popularidad del Presidente su política medioambiental, en particular en relación a la selva del Amazonas. Desde que llegó al poder, se ha mostrado a favor de reducir la fiscalización medioambiental, de impulsar la explotación en la Amazonía y de legalizar la minería en las reservas indígenas, propuestas fuertemente criticadas por los ecologistas. El aumento de

(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.

los incendios forestales en la Amazonía, un problema que los expertos vinculan a su creciente deforestación ha agravado el rechazo de la comunidad internacional a su discurso que, como veremos, está haciendo mella en las relaciones exteriores.

No obstante, lo que más daño está haciendo al Presidente es la decepcionante evolución económica. Como veremos los resultados del primer semestre han estado muy por debajo de las expectativas. Además, el escaso avance de las reformas y la fuerte resistencia a la que se ha enfrentado en las calles no dan pie al optimismo. El gobierno ha hecho frente a varias huelgas: de los transportistas y estudiantes en mayo y una huelga general contra la reforma de las pensiones en junio. Dentro de los pilares de su programa, la reforma de las pensiones es, de lejos, la más urgente y una condición previa para restablecer la confianza de los inversores y, por lo tanto, el crecimiento. En el momento de redacción de estas líneas, una propuesta menos ambiciosa que la inicial del gobierno ha sido aprobada en el Senado, pero como veremos en la parte fiscal, todavía quedan varios obstáculos antes de que vea la luz. Bolsonaro se juega mucho en este envite y es por ello por lo que ha aceptado hacer ciertas concesiones.

RELACIONES EXTERIORES: UNA POSTURA MÁS COMBATIVA

La llegada de Bolsonaro al poder también ha supuesto un cambio en las relaciones exteriores. En su discurso de investidura señaló que su objetivo era "retirar el sesgo ideológico de las relaciones internacionales" de Brasil. Esta expresión era una clara referencia a las alianzas que el país construyó con otras naciones durante trece años de gobiernos del izquierdista Partido de los Trabajadores. Por el momento, su actitud beligerante respecto al Amazonas y su falta de diplomacia en algunos foros le está haciendo ganar enemigos en el tablero internacional.

Desde un principio, el Presidente ha apostado por un claro acercamiento a su homólogo derechista de Estados Unidos. Este vínculo ya fue promovido, pero de forma mucho más tímida, por su antecesor, Temer. Bolsonaro ha elegido como canciller a Ernesto Araújo, un "trumpista" convencido, partidario de la visión altamente nacionalista -y antiglobalista- que el presidente de EEUU representa. El acuerdo, todavía pendiente de aprobación por el Congreso brasileño, que permite a los gobiernos extranjeros el uso de la base de lanzamiento de Alcántara es otra muestra de esta apuesta por el socio americano. Su firma, en marzo de este año, implica una asociación para el desarrollo conjunto de tecnologías para el lanzamiento de satélites. Esta base es considerada estratégica por su posición geográfica cercana a la línea de Ecuador y más próxima a la órbita geoestacionaria, lo que garantiza un ahorro de cerca del 30 % en el combustible usado para los lanzamientos. Asimismo, el acceso a la base significa el cierre, desde el Atlántico, del arco de posiciones militares estadounidenses que rodea todo el gran Caribe y la cuenca amazónica. También ha prometido habilitar para los Estados Unidos una cuota anual de 750.000 toneladas de trigo sin aranceles para ingresar en su mercado. Las concesiones por parte de la primera potencia han sido puramente retóricas aparte de apoyar el ingreso de Brasil en la OCDE.

Otro eje de la política exterior del Ejecutivo es la apuesta por una mayor apertura comercial. Prueba de ello ha sido la firma del acuerdo entre Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay) y la UE

el pasado 28 de junio o el reciente anuncio de impulsar un acuerdo comercial con EEUU y Argentina. El ministro de economía Guedes, férreo defensor de la apertura al exterior, ha sido el gran precursor del acuerdo con la UE. Este supone la creación de un mercado de 800 millones de consumidores y afecta a 31 países que, de forma conjunta, representan alrededor de un 25% del PIB mundial. El Gobierno brasileño estima que inyectará en la economía del país suramericano alrededor de 87.500 mill.\$ en un plazo de 15 años. La eliminación de las tarifas de productos agrícolas de "gran interés" de Brasil, como zumo de naranja, frutas o café soluble y un mayor acceso, mediante cuotas, a carnes, azúcar y etanol, impulsarán las exportaciones del país. En 2018 Brasil exportó a los países europeos más de 42.000 mill.\$, aproximadamente el 18% del total exportado por el país. En el momento de redacción de estas líneas el acuerdo está pendiente de ratificación por los países que lo integran y no se descarta que haya cierta resistencia por parte de los agricultores europeos temerosos de ser invadidos por alimentos procedentes de Mercosur. Además, Francia e Irlanda han amenazado con bloquear el acuerdo si Brasil no cumple con sus obligaciones medioambientales, un punto de discordia que se ha acrecentado con la crisis del Amazonas.

En cuanto a las relaciones con China, durante la campaña electoral Bolsonaro había sido muy crítico con el gigante asiático al que acusó de querer "comprar Brasil". Ello suponía una notable ruptura con Temer quien apostó por estrechar los vínculos con Pekín. No obstante, tras nueve meses en el puesto, los intereses económicos y comerciales se han impuesto. China superó hace casi dos décadas a Washington como principal socio comercial. El superávit de la balanza comercial con Pekín en 2018 fue de 29.500 mill.\$ mientras que con el socio americano hubo un déficit de 193 mill.\$. Además, la guerra comercial entre ambas superpotencias ha disparado las exportaciones de Brasil a China a los 64.000 millones; el grueso de lo que vende a Pekín son materias primas, especialmente soja, y compra productos manufacturados. China, por su parte, tiene 69.000 mill.\$ invertidos en Brasil, sobre todo en proyectos de energía e infraestructuras. Una postura antichina tendría un costo económico muy relevante que una aproximación a EEUU no podría compensar.

En el ámbito latinoamericano, la posición del ejecutivo de Bolsonaro es mucho más combativa contra el régimen de Nicolás Maduro y la inestabilidad en Venezuela que sus antecesores. La entrada de inmigrantes por la frontera de Roraima, es hoy por hoy el problema más importante para la política exterior brasileña. Brasil ha reconocido a Juan Guaidó como presidente Interino de Venezuela. No obstante, a diferencia de la postura estadounidense, Brasil se ha posicionado junto al bloque BRICS en julio de este año en defensa de una solución a la crisis en Venezuela impulsada por los propios venezolanos, de forma constitucional y pacífica, y sin intervenciones externas. Conviene recordar que Rusia, India, China y Sudáfrica siguen reconociendo al Gobierno de Maduro. Esta postura rompe con la posibilidad de que Brasil acompañase en un ataque militar de los Estados Unidos para derrocar a Nicolás Maduro, posibilidad que Bolsonaro había insinuado en alguna ocasión.

En cuanto al resto de la región, Brasil 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. En el plano

internacional, Brasil es miembro fundador de Naciones Unidas y de las principales organizaciones internacionales del ámbito financiero y comercial, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y la Organización Mundial del Comercio, así como del Banco Interamericano de Desarrollo. Brasil no es miembro de la OCDE pero en 2017 formalizó su solicitud de entrada. En mayo de este año, EEUU formalizó su apoyo a su ingreso en el llamado "club de los países ricos". Los principales obstáculos están el plano tributario, en el que deberá ser más transparente y ágil. De momento es observador en algunos de sus Comités.

2. ECONOMÍA

- ➔ 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.
- ➔ La recuperación de la crisis de 2015 y 2016 está siendo muy lenta. Bolsonaro ha apostado por una política económica liberal para reformar el patrón de crecimiento, excesivamente dependiente del consumo, con insuficientes niveles de inversión y escasos aumentos de la productividad. No obstante, el lento avance de su agenda reformista junto con una adversa coyuntura, han lastrado la actividad en el primer semestre. Las previsiones para este año han sido revisadas a la baja.

PIB (mill.\$)	1.868.000 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	1,1%
INFLACIÓN	3,7%
SALDO FISCAL	-6,8%
SALDO POR C/C	-0,8%

Datos a 2018

Brasil, con un PIB de 1,87 billones de dólares, es la octava economía mundial y representa un tercio del PIB de América Latina. 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 logaran salir de la pobreza, lo que redujo significativamente las desigualdades sociales y regionales. Esta expansión también vino acompañada del desarrollo de una fuerte base industrial lo que favoreció una mayor diversificación productiva en un país de gran tradición agrícola.

La agricultura ha ido perdiendo peso en los últimos años si bien todavía aporta en torno a un 5% del PIB, da trabajo a una quinta parte de la población y origina un tercio de las exportaciones. Se trata del primer productor mundial de café, caña de azúcar, naranjas, y uno de los primeros productores de soja. Además, el país atrae a un gran número de empresas multinacionales de la industria agroalimentaria y de bio-carburantes. Es indiscutible, por tanto, que Brasil continúa siendo una gran potencia agrícola.

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 gran

riqueza natural que posee Brasil convierte a la industria extractiva en un sector muy relevante. Destacan los 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 2,6 mill. de barriles al día (b/d). No obstante, el consumo en el país es similar a la producción, lo que minimiza la capacidad exportadora.

Las reservas probadas, a 31 de diciembre de 2018, eran de unos 12.700 millones de barriles, que durarían unos 15 años al ritmo de producción actual. El aumento de la producción, en lo que se conoce como el presal brasileño, el mayor grupo de descubrimientos costa afuera hechos este siglo, ha compensado la caída en picado de áreas situadas en la cuenca Campos, que está más cerca de la costa⁽⁵⁾. La Agencia Nacional del Petróleo (ANP) prevé que Brasil puede duplicar su producción de petróleo en la próxima década, alcanzando los 5,5 millones de barriles diarios en 2027. Conviene recordar que el escándalo de Petrobras y la caída de los precios del petróleo frenaron el desarrollo de las explotaciones petroleras durante un tiempo, pero las principales empresas petroleras transnacionales han vuelto a la zona del presal y para noviembre de este año está convocada la sexta licitación en la zona del presal. La quinta ronda, celebrada en septiembre del año pasado, fue adjudicada por completo y supuso una recaudación de 1.700 mill.\$.. Además, Bolsonaro ha manifestado su intención de privatizar una parte de Petrobras, una de las petroleras más grandes del mundo y que controla la producción y la distribución del oro negro⁽⁶⁾. Petrobras acumula cuatro años de resultados negativos (con un total de más de 19.380 millones de dólares en pérdidas) a raíz de la caída de los precios del petróleo, al tiempo que se enfrenta a una grave crisis institucional por el descubrimiento de una gigantesca red de corrupción que desvió miles de millones de dólares de la compañía entre 2004 y 2014.

El mayor sector es el de los servicios, que produce en torno a dos tercios del PIB y da trabajo a un porcentaje similar de la población activa. Destacan los servicios financieros y el turismo. En los últimos años los servicios con alto valor añadido han ganado protagonismo, especialmente en el ámbito de la aeronáutica y las telecomunicaciones.

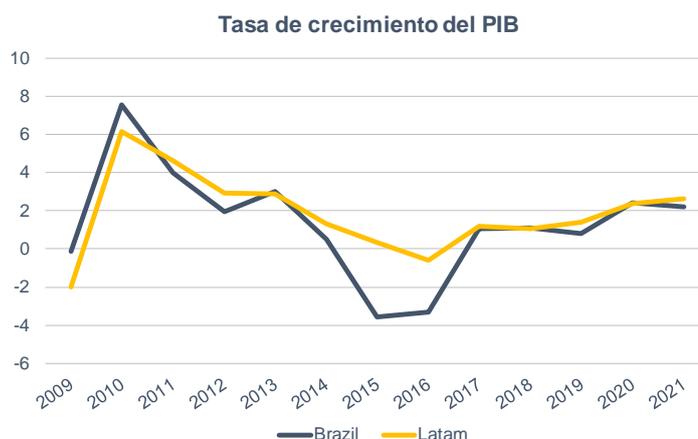
UN MODELO SESGADO HACIA EL CONSUMO

Las prometedoras perspectivas de Brasil, tras la década de extraordinario crecimiento de principios de siglo, se truncaron a partir de 2012 cuando la actividad comenzó a dar señales de debilidad. La caída constante de los precios internacionales de las materias primas desde 2010, la debilidad del crecimiento económico mundial y, posteriormente, el cambio en el tono de la política monetaria de EEUU explican parte de esta evolución. No obstante, Brasil registró una caída mucho más acentuada que la media regional, lo que obedece al agotamiento de su modelo de crecimiento, que

-
- (5) Los campos presal ubicados en aguas profundas han triplicado la producción en los últimos cuatro años, de 500.000 barriles por día en 2017 a 1,5 millones de barriles de petróleo por día en 2018.
- (6) En julio de este año Petrobras informó de la venta de 30% de BR Distribuidora, fundada en 1971 y con cerca de 7.000 puestos de distribución en todos los estados de Brasil. La compañía estatal reducirá así su participación en BR Distribuidora de 71,25% a 41,25%.

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.

La fuerte expansión del consumo obedece a varias causas. En primer lugar, la ambiciosa agenda social del gobierno de Lula da Silva (2003-2010), entre las que destaca la Bolsa Familia⁽⁷⁾, aumentó notablemente el poder adquisitivo de la población de clase media-baja con una alta propensión marginal a consumir. Con Rousseff (2011-2016), los programas sociales se intensificaron todavía más⁽⁸⁾ al tiempo que la drástica caída de las tasas de interés nominal y real entre 2002 y 2014 favoreció la concesión del crédito a los hogares, el cual prácticamente se duplicó como proporción del PIB. En cambio, la inversión se mantuvo muy baja, lo que se explica tanto por la reducida tasa de ahorro interno (la mitad que el promedio de las emergentes) como por el elevado volumen de gastos corrientes públicos que deja poco margen a la inversión del Estado. De hecho, el stock de capital público (y su calidad) es muy inferior a la media de los emergentes (en torno al 40% del PIB frente a cerca del 90%). Como resultado de lo anterior, los avances de la productividad han sido mínimos. Las deficiencias de la educación, la estricta regulación laboral, el predominio de la economía informal y la baja competitividad también explican esta baja productividad. Además, el complicado sistema fiscal, uno de los más farragosos del mundo, obliga a las empresas a dedicar mucho más tiempo que el promedio de la OCDE para satisfacer el pago de impuestos.



Fuente: Fondo Monetario Internacional

- (7) 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.
- (8) 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.

El Índice Doing Business del Banco Mundial recoge estos problemas; Brasil tradicionalmente ha estado clasificado en posiciones muy bajas. No obstante, la evolución reciente ha sido muy positiva: en el informe de 2019 ocupa la posición 109 a nivel mundial, catorce por encima de la clasificación del año pasado. Ha sido, por tanto, el país que más mejoró en Latinoamérica gracias a la simplificación de las exigencias para la creación de empresas que ha permitido reducir el tiempo empleado para iniciar una empresa de 82 a 20 días⁽⁹⁾. Además, también se favoreció el acceso al crédito y el comercio transfronterizo.

A partir de 2012 este modelo económico sesgado hacia el consumo empezó a dar signos de agotamiento conforme 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). En este contexto, estalló el escándalo de Lava Jato lo que paralizó muchos proyectos de inversión 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. Como consecuencia de todo lo anterior, Brasil sufrió la mayor caída del PIB desde los años treinta, con descensos del -3,5% y -3,3% 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%).

UNA RECUPERACIÓN MUY FRÁGIL

Tras dos años de crecimiento negativo, en 2017 y 2018 la economía creció a tasas de 1,1%. La modesta recuperación ha venido de la mano de factores cíclicos. Por una parte, la actividad se vio 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. El consumo privado y las exportaciones volvieron a ser los motores del crecimiento. Conviene recordar, además, que en 2018 el proceso electoral (que se prolongó hasta octubre) generó gran incertidumbre en un contexto de polarización de opciones de política económica, lo que también ha podido debilitar la actividad. Además, en mayo una huelga nacional de transporte de carga paralizó el flujo de mercancías durante más de dos semanas.

El primer semestre de 2019 tampoco ha visto la recuperación que se esperaba al hilo de las favorables expectativas generadas por el nuevo Gobierno tras su elección. Por el momento, el país ha esquivado la recesión técnica tras crecer el segundo trimestre un 0,4% respecto al trimestre anterior en que el PIB cayó cerca del 0,2%. La contracción de principios de año obedece, en gran parte, a factores coyunturales. El desastre en la mina de Bromadinho en enero fue el principal factor detrás de la disminución del 6,3% en la industria extractiva en los tres primeros meses. Además de ocasionar más de 230 muertes y una treintena de desapariciones, golpeó fuertemente al sector y provocó una subida del precio por tonelada de mineral de hierro de unos 20 o 30 dólares, lo que ha

(9) Se han introducido sistemas en línea para la inscripción de compañías, la obtención de licencias y las notificaciones de empleo.

encarecido los costes de producción⁽¹⁰⁾. En cuanto a la demanda, tras caer en el cuarto trimestre del 2018 (2,4%), volvió a retroceder (1,7%) como consecuencia de la contracción de la inversión y de las exportaciones.

La tendencia era tan negativa que el dato del segundo trimestre ha sorprendido por ser más positivo de lo esperado, aunque se trata de un crecimiento muy débil. Por sectores, el crecimiento fue impulsado por la industria, cuya producción aumentó un 0,7% en comparación con el primer trimestre. Desde el punto de vista de la demanda, el consumo, que ha sido el principal responsable de la recuperación de la economía tras la recesión de hace tres años, creció un 1,2% con lo que acumula ya nueve trimestres consecutivos de expansión. Especialmente positivo es el aumento de la formación bruta de capital en el segundo trimestre (5,2% interanual) lo que refleja cierta mejora de la confianza de los empresarios. La recuperación de la inversión es una prioridad del Gobierno, para atajar una tasa de desempleo que aún se sitúa en un alto 12,4%, que representa más de 13 millones de personas en el paro, en un escenario en el que crece el trabajo informal. Conviene recordar que la inversión se encuentra en niveles históricamente bajos (15,4% del PIB en 2018 frente a valores por encima del 20% la década anterior), lastrada por la incertidumbre en torno al avance de las reformas y la sostenibilidad de la deuda pública.

Bolsonaro ha anunciado en julio de 2019, con el fin de apuntalar la recuperación, un paquete de medidas que suponen una inyección cercana a 11.200 mill.\$ hasta 2020, una cantidad que muchos expertos califican de insuficiente. Entre ellas destaca la que permite que los brasileños hagan uso de parte de los recursos depositados en fondos de garantía laboral⁽¹¹⁾. A partir del año que viene podrán retirar anualmente cierta cantidad de estos fondos a los que, hasta ahora, solo tenían acceso en caso de despido o de necesidad para compra de vivienda⁽¹²⁾. En este caso, las medidas se dirigen principalmente a estimular el consumo, algo novedoso porque hasta entonces el ejecutivo sólo había anunciado medidas estructurales para intentar impulsar la economía, como la reforma de las jubilaciones, un ajuste fiscal y un ambicioso plan de privatizaciones y concesiones.

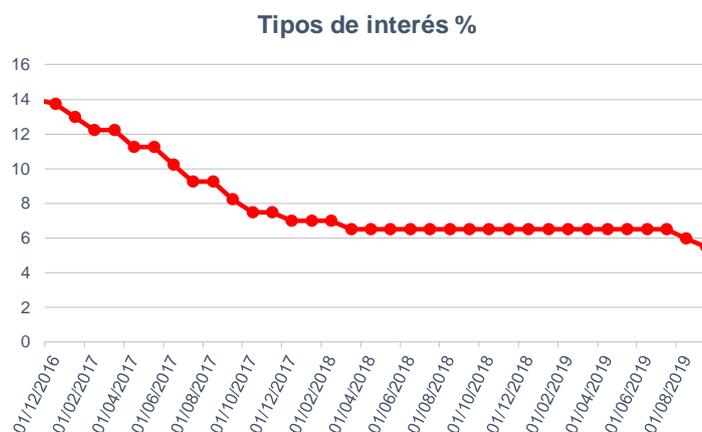
Las previsiones del conjunto del año han sido revisadas a la baja de forma generalizada. El FMI, en su visita de julio al país, las recortó hasta el 0,8% para este año (frente al 2,1% anterior). Para 2020 es mucho más optimista, al prever una aceleración de la actividad hasta el 2,4%. Otras fuentes son más cautas en este último dato⁽¹³⁾. Los principales riesgos se encuentran en el frente fiscal, como analizaremos. Si el gobierno no es capaz de sacar adelante una reforma de pensiones que convenza a los mercados, puede producirse una pérdida de confianza sobre la capacidad de Bolsonaro de aplicar su agenda reformista. Ello podría desencadenar un aumento de la prima de

-
- (10) La empresa Vale, propietaria de la mina, ha paralizado 92 millones de toneladas de producción de mineral de hierro tras el cierre decretado por la Justicia de varias de sus minas debido a problemas de seguridad.
 - (11) Entre ellos el Fondo de Garantía de Tiempo de Servicio (FGTS) que tiene el fin de proteger a los trabajadores en el caso de que sean despedidos. Para ello se abre una cuenta vinculada al contrato de trabajo y al inicio de cada mes, las empresas depositan un valor equivalente al 8% del salario de cada empleado.
 - (12) Cada brasileño puede retirar anualmente, en la fecha de su cumpleaños, un porcentaje de sus recursos que variará desde el 50% para quienes tienen saldos de hasta 500 reales y del 5% para quienes tienen saldos superiores a 20.000 reales (unos 5.333,3 \$).
 - (13) Las principales instituciones financieras del país han ido recortando sus previsiones para el año que viene hasta el 2% de acuerdo a los datos difundidos por el Banco Central.

riesgo y presiones depreciatorias sobre el real, lo que deterioraría notablemente las previsiones de crecimiento. Incluso aunque se apruebe una reforma de pensiones de gran calado, no es suficiente para cumplir con el techo de gasto que establece la Constitución. Otros riesgos, externos en este caso, están asociados a un aumento de las tensiones comerciales, una desaceleración más profunda de los esperado en China, un agravamiento de la situación económica de Argentina o una mayor aversión al riesgo hacia los mercados emergentes. No obstante, el limitado grado de apertura exterior, un sistema financiero saneado y una sólida posición exterior (adecuado nivel de reservas, reducido déficit exterior y notable entrada de IDE) lo hacen menos vulnerable a shocks externos.

Ante este escenario, el Banco Central ha recortado en dos ocasiones (abril y septiembre) los tipos de interés este año hasta el 5,5%. La relativa estabilidad cambiaria y la ausencia de presiones de demanda contribuyen a que la inflación se mantenga bajo control. El IPC aumentó un 3,43% en los 12 meses hasta agosto, muy por debajo del objetivo oficial del Banco Central para finales de este año (4,25%) y no parece que vaya a aumentar en el corto plazo dado el débil crecimiento y el alto desempleo. Además, la institución monetaria ha preparado el terreno para un ciclo de flexibilización monetaria más largo y profundo tras señalar que la inflación seguirá por debajo del objetivo el próximo año (5%), incluso si los costes de los préstamos caen más. Con este cambio de política, se une a la tendencia de los bancos centrales de casi todas las principales economías desarrolladas y de los mercados emergentes, desde la Reserva Federal al Banco Central Europeo.

En cuanto al mercado cambiario, éste se vio afectado por la incertidumbre generada por las elecciones y por las perspectivas de cambios en la política económica del futuro Gobierno. El real se depreció frente al dólar hasta alcanzar un valor de 4,13 reales por dólar en el mes de septiembre previo a los comicios. Tras conocerse los resultados, el tipo de cambio se redujo ligeramente hasta valores próximos a R\$3,80 a finales del año. Desde entonces, la divisa se ha mantenido relativamente estable, lo que también ha permitido mantener la inflación bajo control. En momentos puntuales (relacionados con expectativas sobre la reforma de las pensiones) el Banco Central ha intervenido con líneas de venta y operaciones de permuta (swaps). La flexibilidad del tipo de cambio y las amplias reservas permiten al país absorber los shocks externos.



Fuente: Datosmacro

En el sector bancario la morosidad ha continuado descendiendo este año, siguiendo la tendencia del año pasado. Durante la recesión de 2014-2016, la calidad de activos del sistema financiero se deterioró y el volumen de créditos renegociados aumentó. Además, la aplicación gradual de los estándares de Basilea III ha aumentado las necesidades de capital. A pesar de estos desafíos, los bancos más grandes del país han subido sus índices de capital fundamental, han mejorado su posición de liquidez y han aumentado sus ganancias en lo que va de año. Esta favorable evolución obedece a los elevados “spread” crediticios del sector. Las diferencias entre la tasa de depósito y la tasa cobrada en los créditos, son las más altas del mundo después de Madagascar. Los bancos también han reducido los costos al cerrar casi el 10% de sus sucursales físicas desde 2014 y reducir los gastos en préstamos incobrables. Conviene recordar que el proceso de consolidación que vivió el sector en la última década se ha traducido en que el 73% de los activos esté dominado por 5 instituciones. El gobierno brasileño tiene una importante presencia en el accionariado del sector (en torno al 45% de los activos) pero posee una capacidad limitada para rescatar entidades con problemas, dados los elevados niveles de deuda pública. El gobierno de Bolsonaro ha insistido en la necesidad de reducir las distorsiones de competencia de los bancos públicos, disminuyendo su participación de mercado y vendiendo sus activos no relacionados con sus funciones públicas clave. También es de destacar la escasa presencia de entidades pertenecientes a grupos internacionales (15% del total de activos).

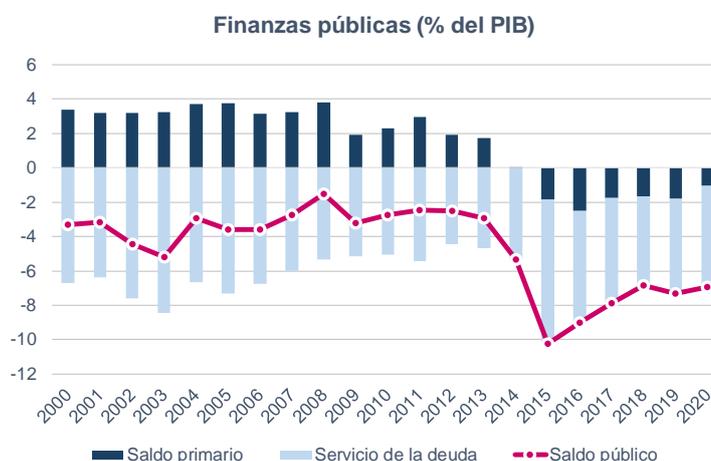
3. SECTOR PÚBLICO

- ➔ Preocupante aumento del déficit y de la deuda pública en los últimos años (6,8% y 87,9% del PIB, respectivamente en 2018). Origen estructural derivado de un gasto excesivo, de carácter corriente y con una fuerte rigidez a la baja. La adversa coyuntura económica y el fuerte coste del servicio de la deuda no han ayudado tampoco.
- ➔ La polémica reforma de las pensiones aspira a reducir la carga que supone un sistema excesivamente generoso. Alargar la edad de jubilación y cambios en el cálculo de los beneficios son algunas de las propuestas que se espera que se aprueben antes de que termine el año.
- ➔ El hecho de que la mayoría de la deuda pública esté denominada en moneda local y a largo plazo mitiga el riesgo que supone su elevado valor. No obstante, las agencias de calificación han recortado en varias ocasiones la clasificación de la deuda soberana, que actualmente se encuentra tres peldaños por debajo del grado de inversión.

FINANZAS PÚBLICAS: EL TALÓN DE AQUILES DE LA ECONOMÍA

El desequilibrio de las cuentas públicas es el mayor riesgo al que se enfrenta la economía brasileña. La deuda pública es la más alta de todos los países emergentes y la que crece a mayor ritmo. Las agencias de “rating” y los mercados han señalado, cada vez con más ímpetu, los peligros asociados a una posible insostenibilidad de la misma.

2018 cerró con un déficit y una deuda del 6,8% y 87,9% del PIB respectivamente, niveles muy altos a los que se ha llegado de una forma relativamente rápida, ya que en 2013 estas cifras eran del 3,0% del PIB y el 51,5% del PIB. Esta preocupante evolución obedece a varios factores. En primer lugar, la adversa coyuntura económica. El crecimiento promedio de los últimos 4 años ha sido del -0,8% lo que ha penalizado fuertemente a los ingresos públicos. No obstante, según el FMI, el déficit cíclicamente ajustado (que excluye la parte del déficit resultado del ciclo económico), no difiere mucho del déficit total, lo que implica que gran parte del deterioro del saldo público es ajeno a la crisis de 2015 y 2016. Otra causa es el coste del servicio de la deuda. En 2018 el déficit primario (que excluye los gastos de intereses y amortización de la deuda) fue del 1,7% del PIB, más de cinco puntos porcentuales por debajo del déficit total. No obstante, un análisis de la evolución de las finanzas públicas permiten ver que el coste del servicio de la deuda ha sido tradicionalmente muy elevado. En los últimos diez años el promedio ha sido de 5,6 puntos del PIB sin que se aprecie un aumento significativo en los últimos años.



Fuente: FMI

De los dos análisis anteriores se concluye que gran parte del aumento reciente del desequilibrio es de tipo estructural. En el caso de Brasil no podemos achacar el déficit crónico a una insuficiencia recaudatoria. Los ingresos en proporción del PIB se sitúan en torno al 30% del PIB, muy en línea con el promedio de la OCDE (35%). La tendencia ascendente del déficit en los últimos años obedece, por tanto, al aumento del gasto público. Entre 2013 y 2018 se incrementó un 30%, una cifra sin precedentes. 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. Además, en torno al 80% de los gastos primarios del gobierno son no discrecionales. Por último, otro factor muy preocupante es que la mayoría del gasto es corriente, lo que impide la inversión pública tan necesaria en un país con una limitada calidad de las infraestructuras y la necesidad de aumentar la productividad.

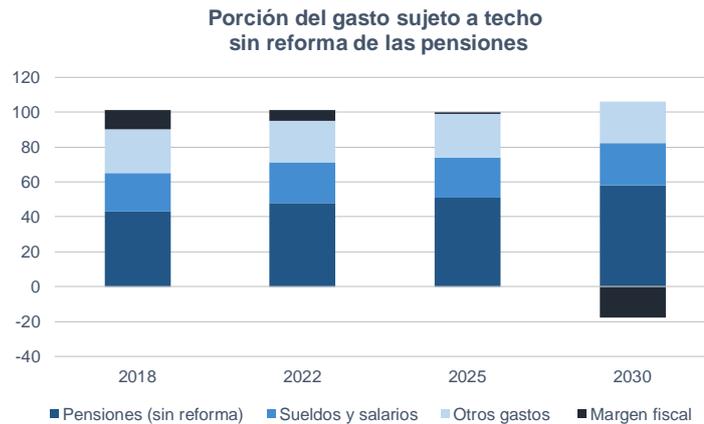
Con el fin de restaurar la salud de las cuentas públicas y fomentar la credibilidad de la política fiscal, el gobierno brasileño ha llevado a cabo importantes reformas. La principal fue la inclusión por parte del gobierno anterior de Temer, en diciembre de 2016, de una nueva regla de gasto que impone un

límite al aumento del gasto total primario del gobierno federal, que no podrá superar la tasa de inflación del año anterior⁽¹⁴⁾. Esta iniciativa ha permitido estabilizar el gasto pero a un nivel ya elevado. Su reducción exige un recorte del gasto corriente y en particular en una de las partidas que más penaliza las cuentas públicas: el gasto de la seguridad social. Más del 40% de los gastos primarios se destinan a este fin y lo que es peor, la proyección apunta a que el problema se agravará. Según estimaciones del FMI, el gasto en pensiones aumentará del 14% del PIB en 2021 al 18% en 2030 y al 26% en 2050. La causa de ello no es un envejecimiento de la población, sino un problema de base del sistema, que es excesivamente generoso. En Brasil los hombres se retiran en promedio a los 56 años y las mujeres a los 53⁽¹⁵⁾. Los jubilados reciben un promedio del 70% de su salario previo al retiro, y la cantidad se indexa de acuerdo a un salario mínimo constantemente en ascenso. Cuando los pensionados mueren, sus viudos o viudas pueden heredar la pensión completa de su cónyuge y sumarla a la propia.

La reforma ha sido objeto de intensas y prolongadas negociaciones con la oposición. En el momento de redacción de estas líneas ha recibido el voto favorable del Congreso en las dos votaciones que exige la ley (en julio y agosto de este año) por tratarse de una enmienda constitucional. En la primera votación Bolsonaro aceptó modificaciones sustanciales a su propuesta inicial con el fin de lograr el visto bueno de la Cámara. La más relevante es la exclusión del régimen de capitalización. El mandatario defendía establecer un sistema similar al chileno y en el que la jubilación de cada trabajador dependerá de su capacidad de ahorro a lo largo de su vida laboral. Esa propuesta, no prosperó por el firme rechazo de vastos sectores de centro y derecha que, si bien apoyan a Bolsonaro, coincidieron en que el país no está en condiciones de imponer la capitalización, debido a la escasa capacidad de ahorro de sus trabajadores. La enmienda constitucional ahora requiere la aprobación de tres quintos del Senado en dos votaciones distintas para convertirse en ley. Todo apunta a que la reforma se aprobará en el último trimestre de este año. El Ejecutivo cuenta con el respaldo de pesos fuertes en las cámaras, especialmente del Presidente del Senado y del Congreso, quienes a pesar de estar en desacuerdo en muchos temas con el Presidente, le apoyan en este aspecto, conscientes de la preocupante trayectoria del desequilibrio de las finanzas públicas.

(14) 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.

(15) 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.



Fuente: Instituto Fiscal Independiente

No obstante, los retos a los que se enfrenta la reforma no son pocos. Por una parte, existe un fuerte rechazo social. Según una encuesta hecha en agosto el 60% de los ciudadanos cree que la reforma de las pensiones no tendrá beneficios para la población. Por otra parte, aún hay aspectos que consensuar como es la situación en que quedarán algunos sectores específicos. El oficialismo insiste en que la reforma alcance los ámbitos municipales y regionales, que han sido excluidos en la versión aprobada en el Congreso, pese a que estaban en el proyecto original. Conviene recordar que los funcionarios públicos municipales representan el 57% del total en el país, mientras que los regionales equivalen al 33% y los federales apenas al 10%, aunque poseen los sueldos y las pensiones más elevadas.

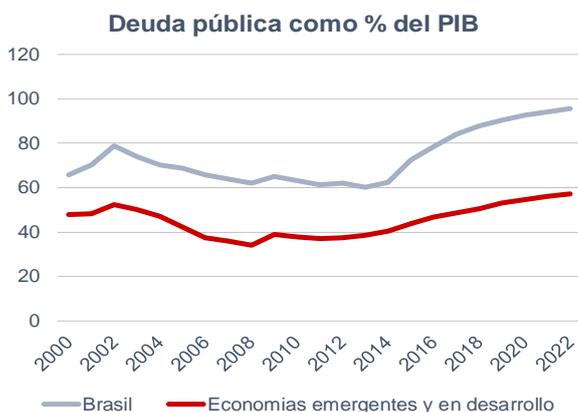
CLAVES DE LA REFORMA DE PENSIONES

- 1) Establecimiento de una **edad mínima de jubilación** aunque algunas categorías, como la de los profesores o de los cuerpos de seguridad federales, contarán con un régimen diferenciado.
- 2) **Cálculo de beneficio:** El valor de la jubilación será calculado teniendo en cuenta la media de contribución del trabajador. Al alcanzar el tiempo mínimo de contribución, los trabajadores del régimen general tendrán derecho al 60% del beneficio integral, con un aumento de dos puntos porcentuales para cada año más de contribución. De esta forma, para obtener el 100% del beneficio será necesario alcanzar la edad mínima exigida, así como 35 años de contribución para las mujeres y 40 para los hombres.
- 3) **Periodo de transición** de 14 años. Durante ese periodo, el trabajador tendrá diferentes opciones para jubilarse siguiendo diferentes fórmulas, dependiendo de si prefiere optar por la edad mínima o el tiempo de contribución, o hacer una media entre ambos factores.
- 4) Exclusión de **estados y municipios:** El documento aprobado en la primera votación por la Cámara de los Diputados no modifica las reglas para la jubilación de los funcionarios públicos de los estados y municipios, solo para los federales. Los funcionarios públicos municipales representan el 57% del total en el país, mientras que los regionales equivalen al 33% y los federales apenas al 10%, aunque poseen los sueldos y las pensiones más elevadas. Este punto posiblemente dara pie a nuevas negociaciones.
- 5) **Mayor progresividad:** habrá cambios en las retenciones de los trabajadores que serán más progresivas; a mayor sueldo, mayor retención.

Del éxito de la aprobación de la reforma, depende la evolución de las cuentas públicas. Inicialmente, el Gobierno había previsto un ahorro fiscal equivalente a unos 265.000 mill.\$ en 10 años. Esa cifra, sin embargo, pudiera ser menor debido a los cambios que el proyecto ha sufrido en la Cámara baja, cuyo impacto aún no ha sido completamente calculado. Además, su aprobación aumentará la confianza inversora al demostrar que el gobierno es capaz de aprobar reformas de calado para reducir el excesivo gasto fiscal lo que mejorará las perspectivas a medio largo plazo sobre la sostenibilidad de la deuda. El FMI prevé que el déficit continúe en aumento este año (7,6% del PIB) pero que a partir del 2020 se reduzca gradualmente hasta un 6% en 2024 (y un superávit primario del 0,7% del PIB).

Desde 2014 la deuda pública ha crecido hasta representar un 87,9% del PIB a finales de 2018 y se prevé que mantenga esta 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.

La debilidad de las finanzas públicas, la alta deuda gubernamental, el débil panorama de crecimiento y las dificultades del gobierno para lograr los consensos necesarios para avanzar en su agenda reformista pesan sobre la calificación de riesgos de Brasil, que perdió el grado de inversión hace dos años. Fitch en mayo de este año degradó nuevamente la calificación de la deuda brasileña por el retraso en la aprobación de la reforma de las pensiones. Además, añadió que la reforma de las pensiones es un paso importante pero que es insuficiente para estabilizar la deuda. Considera necesario el recorte de otros gastos corrientes como los subsidios o el gasto de sueldos y salarios públicos. En el caso de que finalmente no llegue a aprobarse la reforma es más que probable que el rating del país sufra nuevos recortes.



Fuente: FMI

	Moody's	S&P	Fitch
Brasil	Ba2	BB-	BB-
Chile	A1	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.**
- ➔ **Tradicional déficit por cuenta corriente (0,8% del PIB en 2018), resultado del déficit crónico de la balanza de rentas y servicios que es incapaz de compensar el superávit comercial. No obstante, las necesidades de financiación se cubren 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.**

GRAN ATRACCIÓN DE INVERSIONES

Brasil es una de las economías emergentes más cerradas al exterior. La suma de las exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB apenas alcanza el 19%, frente a la media del 38% de los países latinoamericanos y el 60% de media de todos los emergentes. El gran tamaño del mercado interno y una marcada tradición proteccionista explican esta evolución.

Su sector exportador, además, está centrado en las materias primas y, en particular, en productos agrícolas. No sorprende, por tanto, que a partir de 2011 tras un crecimiento sostenido (con la excepción de 2009 por la crisis financiera internacional), comenzaran a caer en paralelo a la caída de los precios de las materias primas. Los tres principales productos de exportación de Brasil son la soja (que supone el 14% del total de las exportaciones), los aceites crudos de petróleo (12%) y los minerales de hierro sin aglomerar y sus concentrados (10%). Juntos suponen el 36% de las exportaciones totales. La otra mitad de las ventas al exterior incluye una amplia variedad de productos, como químicos, vehículos de transporte, productos metálicos y maquinaria. Esta drástica caída de las exportaciones es uno de los factores que explica la profunda crisis. En apenas cuatro años, los ingresos externos se redujeron más de 70.000 mill.\$. La recuperación de los precios a partir de 2016 explica la mejora de la balanza comercial en los últimos años. En cuanto a los destinos, destaca el gran crecimiento que han registrado las exportaciones a su principal socio comercial, China. En 2013, Brasil exportaba al gigante asiático en torno al 46.000 mill.\$ y el año pasado alcanzó los 64.000 mill.\$, un aumento de cerca del 40%. Le siguen en importancia EEUU (12%), Argentina (6%) y Países Bajos (5,5%); quedando el resto de destinos por debajo del 5% sobre el total. El resto de destinos está por debajo del 5% sobre el total.

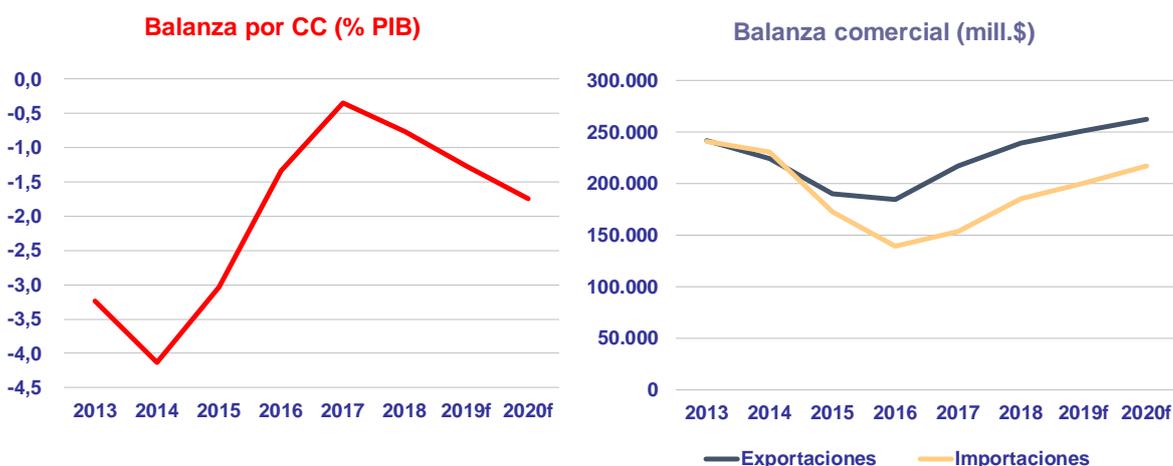
En el caso de las importaciones, en cambio, predominan los productos manufacturados (85,05%) entre los que destacan electrónica y maquinaria, vehículos, químico, textil y plásticos. En cuanto al origen de las importaciones, los tres principales socios coinciden con los de las exportaciones con China en primer lugar y representando el 19,16% sobre el total, Estados Unidos en segundo lugar con el 16,19% y Argentina en tercer lugar con el 6,1%. 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 desde entonces.

El año pasado la balanza comercial cerró con un superávit de 53.000 mill.\$, inferior al del año anterior (64.000 mill.\$). Ello obedece al fuerte dinamismo de las importaciones que ascendieron a 185.447 mill.\$ tras crecer un 21%, frente a las exportaciones que lo hicieron un 10% hasta alcanzar los 239.034 mill.\$.

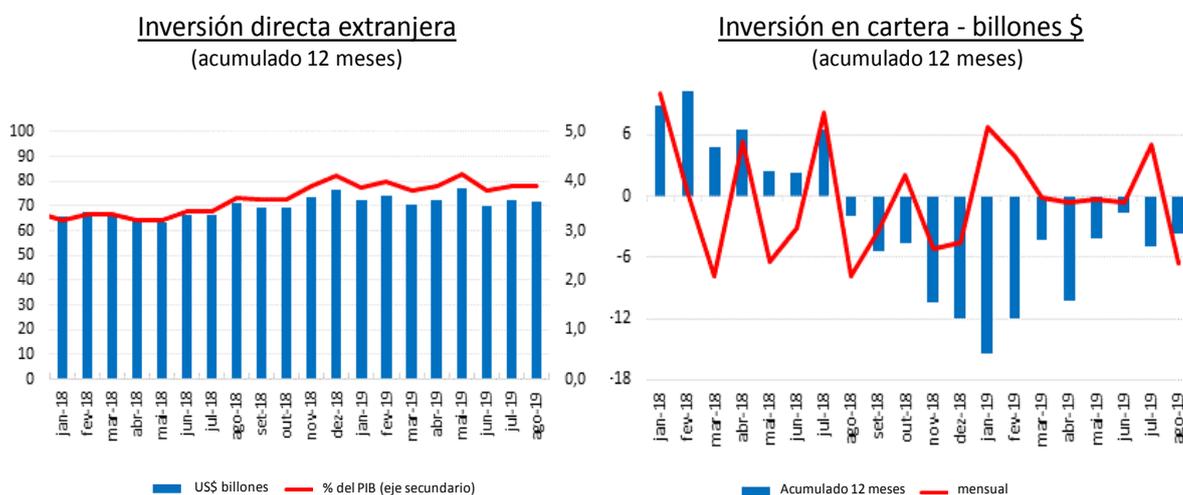
La balanza de servicios, a diferencia de lo que hemos visto con la balanza comercial, ha registrado un déficit persistente durante la pasada década y que ha ido incrementándose de forma sostenida durante el periodo 2004 a 2014. A partir de ese último año, comenzó a disminuir como resultado de la situación económica adversa que atraviesa la propia economía brasileña y que reduce la demanda de servicios del exterior. Sin embargo, aunque se reduce en los siguientes años, aún continúan persistiendo déficits elevados, que en el año 2018 alcanzaron los 33.950 millones de dólares.

Como resultado, 2018 ha cerrado con un déficit por cuenta corriente de 14.500 mill.\$, el doble que el año anterior y equivalente al 0,8% del PIB. El menor saldo superavitario de la balanza comercial ha compensado con más dificultades el tradicional déficit de la de servicios y rentas, ésta última 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. Las previsiones apuntan a que el déficit exterior continúe ampliándose en el corto plazo. En el período enero-agosto la balanza comercial arrojó un superávit de 31.750 mill.\$, un 12,9% menos que el registrado en el mismo período del año anterior. El déficit exterior ascendió a 30.277 mill.\$, un aumento del 65% respecto al registrado hasta agosto de 2018 y la previsión es que aumente el déficit por cuenta corriente hasta cerca de 24.000 mill.\$ (un 1,3% del PIB).



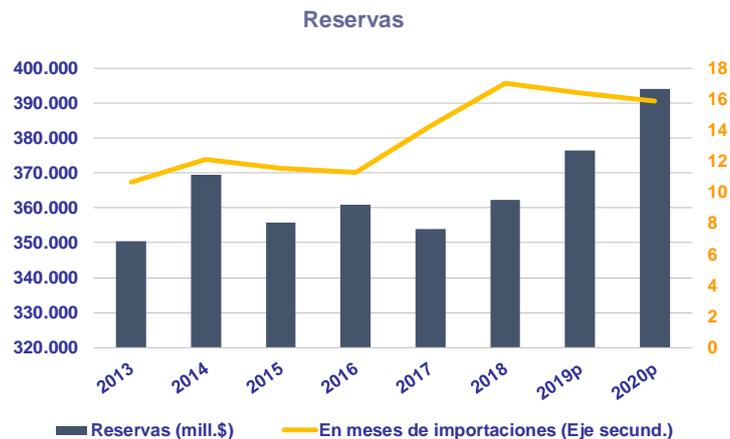
Fuente: Institute of International Finance

La financiación del déficit tradicionalmente se ha cubierto sin problemas gracias a la gran capacidad de atracción de inversión directa extranjera (IDE). Incluso en 2016 cuando el país atravesaba una doble crisis, política y económica, las entradas de IDE aumentaron. No obstante, conviene puntualizar que desde principios de siglo hasta el citado año Brasil era destino de gran parte del capital extranjero por el buen desempeño de su economía. A partir de 2016, gran parte de los flujos de entrada obedecen el proceso de privatización y desmantelamiento del Estado que se ha producido desde entonces. En 2017 la IDE cayó ligeramente (un 4,3%) pero en 2018 ha vuelto a despuntar hasta cerca de los 75.000 mill.\$ con gran peso de las operaciones intraempresa. Se trata de la cifra más alta desde 2012, impulsada por la llegada del nuevo gobierno que mostró señales de mayor apertura al comercio y disposición para integrar el país con la economía global. Sin embargo, la inversión en cartera lleva tres años registrando una salida neta de capitales (de 11.700 mill.\$ en 2018) afectada por la adversa coyuntura económica. Las previsiones apuntan a que estas tendencias se mantengan aunque menos acusadas. La aprobación de la reforma de pensiones es fundamental de cara a dar confianza a los inversores.



Fuente: Banco Central de Brasil

Brasil cuenta, además, con un amplio colchón de reservas. A agosto de 2019 ascendían a 386.500 mill.\$, 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.



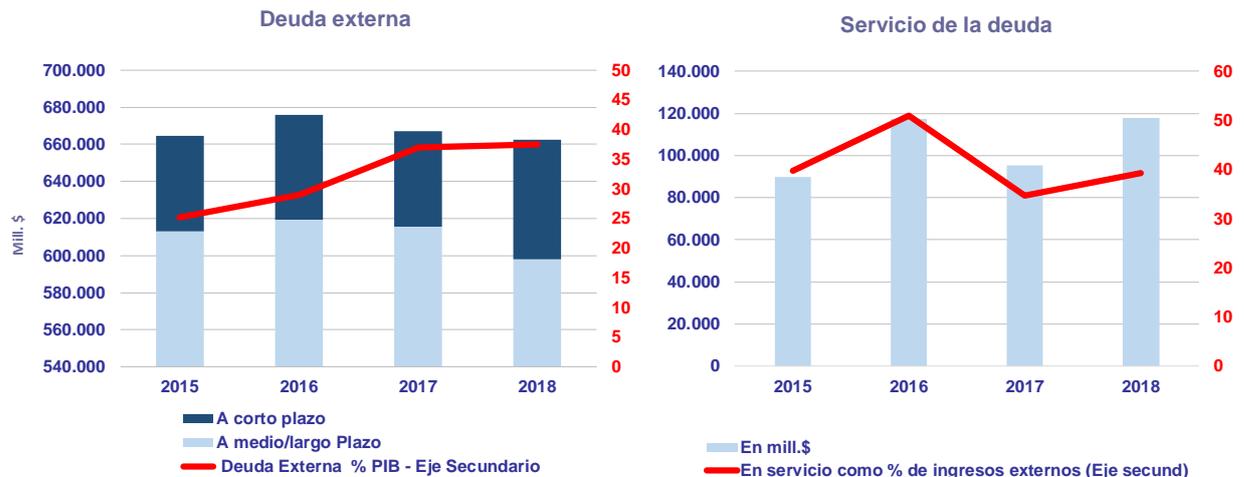
Fuente: IIF

5. DEUDA EXTERNA

- ➔ Deuda externa en niveles manejables. Además, su estructura de plazos y el peso de la deuda intraempresarial y en mano de residentes matiza el riesgo.
- ➔ Pese a ello, el peso del servicio de la deuda es muy elevado, y sigue una trayectoria ascendente. Esta carga obedece al alto nivel de intereses que paga Brasil y a su escasa capacidad para generar ingresos externos.

La deuda externa se encuentra en niveles manejables tras crecer durante la recesión (662.000 mill.\$ a finales de 2018). En términos relativos, este importe es moderado con relación al PIB (35,2%), pero elevado en relación a los ingresos exteriores (220,5% de los ingresos corrientes externos). Durante la crisis, su peso tendió al alza como consecuencia de la depreciación del real, ya que la deuda se encuentra denominada en dólares en un 75%, y también por los déficits por cuenta corriente y por la contracción del PIB. El FMI prevé que a partir de 2020 comience a reducirse y que lo haga gradualmente. No obstante, ello dependerá de que se asiente la recuperación. Es importante señalar dos rasgos que matizan el riesgo: más de un 30% de la deuda externa es deuda intraempresarial y casi un 20% corresponde a títulos de renta fija en manos de no residentes denominados en reales.

Por acreedores, predominan los privados que abarcan casi el 90% de la deuda a largo plazo, 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 117.988 mill.\$ en 2018, equivalente a un 39,3% 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, en gran parte, a la depreciación del real durante la recesión y al consecuente incremento del peso de la deuda y su servicio. 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.

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

- Tras nueve meses en el cargo, las grandes expectativas que despertó la victoria del ultraliberal Jair Bolsonaro se están viendo frustradas. La recuperación económica no acaba de consolidarse; las previsiones de crecimiento han sido revisadas a la baja en varias ocasiones a lo largo del año. Además, su ambiciosa agenda económica neoliberal, que aspira a reformar un modelo de crecimiento que da signos de agotamiento, se está enfrentando al Parlamento más fraccionado de la historia. Prueba de lo anterior son las dificultades para sacar adelante la tan necesaria reforma de las pensiones.
- Muy preocupante evolución de las finanzas públicas. El crónico déficit público (6,8% del PIB en 2018) obedece a un gasto excesivo, de carácter corriente y con una fuerte rigidez a la baja. La controvertida reforma de las pensiones se considera vital para reducir la carga que un sistema excesivamente generoso supone para las arcas públicas y que podría poner en peligro la sostenibilidad de la deuda pública a largo plazo. Tendencia ascendente de la misma desde 2014 hasta alcanzar un 87,9% del PIB a finales de 2018. Tanto los mercados como las agencias de rating siguen de cerca el proceso de aprobación de la reforma de pensiones, que se espera salga adelante antes de que termine el año. El éxito en este frente será fundamental de cara a restaurar la confianza en el Ejecutivo y apuntalar la recuperación económica.
- En cambio, la situación de las cuentas exteriores es razonable. El tradicional déficit por cuenta corriente se encuentra en niveles moderados y, además, no presenta dificultades de financiación gracias a la fuerte capacidad de atracción de capitales del país que se ha mantenido incluso durante los años de crisis. Además, junto con el elevado volumen de reservas, que supera el año de importaciones, constituyen los puntales de la solvencia del país.

© CESCE, S.A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial, la distribución o comunicación pública de este documento, así como la edición de todo o parte de su contenido a través de cualquier proceso reprográfico, electrónico u otros sin autorización previa y expresa de su titular. La información contenida en este documento refleja exclusivamente comentarios y apreciaciones propias de esta Compañía, por lo que CESCE declina cualquier tipo y grado de responsabilidad por el uso incorrecto o indebido de dicha información.