

# INFORME RIESGO PAÍS

# BRASIL

*Madrid: 27 de julio de 2016*



**Michel Temer ejerce de presidente interino desde mayo del 2016.** Si en las próximas semanas se ratifica la destitución de la Presidenta Rousseff, como se espera que suceda, Temer quedará confirmado como presidente, en principio, hasta las elecciones del 2018. La crisis política que ha propiciado la caída de Rousseff ha combinado escándalos de corrupción, una profunda crisis económica y la incapacidad de Rousseff de negociar alianzas.

**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,** posiblemente la peor en la historia brasileña. El PIB cayó un 3,9% en 2015, y se espera un resultado similar en 2016. La inflación es alta, aunque ha comenzado a desacelerarse a causa de la disminución de la actividad económica. La crisis ha deteriorado la solvencia de muchas empresas privadas.

**El grave descontrol fiscal obliga a un fuerte ajuste.** El déficit público escaló hasta el 10,3% del PIB en 2015. El nuevo gobierno ha anunciado planes para comenzar a atajar este desequilibrio, lo que requerirá tiempo. En consecuencia, la deuda pública ha aumentado de forma notable y, aunque no supone un riesgo inminente, resultará una carga pesada a medio y largo plazo. En consecuencia, las principales agencias de calificación han degradado al país hasta situarlo dos peldaños por debajo del grado de inversión.

**Cuentas exteriores razonables.** El abaratamiento de las materias primas redujo de forma significativa el valor de las exportaciones. Por tanto, ha aumentado moderadamente el déficit por cuenta corriente, que se ha financiado sin problemas gracias a la gran capacidad de atracción de capitales. Las reservas son muy amplias, lo que apuntala la solidez de las cuentas externas.

**El peso de la deuda externa es relativamente razonable, pero su servicio es elevado.** El endeudamiento exterior se mantiene en niveles manejables y goza de una estructura de plazos favorable, aunque registra una tendencia alcista. Por su parte, el servicio de la deuda es muy elevado a causa de los altos tipos que soporta Brasil, y por la escasa capacidad para generar ingresos externos.

## 1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ Michel Temer, del centrista PMDB, alcanzó la presidencia interina a partir de la suspensión de la presidenta Dilma Rousseff, del Partido de los Trabajadores (PT), en mayo de este año. Se espera que el Senado confirme la destitución de la presidenta dentro de unas pocas semanas, lo que ratificaría a Temer como nuevo presidente y, en principio, cerraría la grave crisis política en la que el país lleva empantanado durante el último año.
- ➔ El clientelismo y los numerosos escándalos de corrupción, en particular el que afecta a Petrobras, conocido como 'Lava Jato', han deteriorado gravemente la imagen de los principales dirigentes y partidos políticos; también a Temer y a su gobierno. En consecuencia, es difícil prever qué va a suceder en los comicios de los próximos años y, en particular, en las presidenciales del 2018. No sería extraño que partidos anti-élites ganaran terreno.
- ➔ El ascenso al poder de Temer ha sido acogido con cierta frialdad en la región, con la excepción de Argentina. Se espera que la política exterior priorice lo económico y una mayor disposición a la apertura comercial, en particular mediante acuerdos regionales.

### EL "IMPEACHMENT" A ROUSSEFF TERMINA CON CATORCE AÑOS DE GOBIERNO DEL PT

El sistema político brasileño es singular. 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. En consecuencia, este sistema, a veces denominado 'presidencialismo de coalición', se funda sobre una fuerte fragmentación partidista y, por ello, obliga a construir y mantener coaliciones entre numerosos partidos para alcanzar la presidencia, sostener al gobierno y aprobar leyes.

|                  |                           |
|------------------|---------------------------|
| POBLACIÓN        | 208 mill.hab.             |
| RENTA PER CÁPITA | 9.850 \$                  |
| EXTENSIÓN        | 8.515.770 Km <sup>2</sup> |
| RÉGIMEN POLÍTICO | Presidencial              |
| CORRUPCIÓN       | 76/168                    |
| DOING BUSINESS   | 116/189                   |

Brasil optó por dicho 'presidencialismo de coalición' hace tres décadas, durante la transición a la democracia. El objetivo era impulsar la proporcionalidad y la pluralidad para romper con la tradicional tendencia al caciquismo y al clientelismo. Además, se trató de fomentar la negociación y se quiso garantizar una eficaz rendición de cuentas del ejecutivo ante el parlamento. Efectivamente, este sistema ha dado lugar a una fuerte fragmentación en el legislativo

y, paradójicamente, también ha afianzado numerosas redes clientelares y actividades de búsqueda de rentas. Miles de brasileños se presentan a la Cámara de los Diputados, muchos en representación de partidos de pequeño tamaño que suelen defender intereses particulares. La competencia es muy elevada, y en buena medida entre candidatos individuales, incluso aunque compartan formación política. La escasez de recursos de los partidos obliga a cada candidato a buscar fondos y apoyos en donde puedan, lo que a veces provoca su "captura" por parte de los grupos de presión. Asimismo, hay empresas que financian campañas con la expectativa de lograr contrapartidas tras las elecciones, en numerosas ocasiones a través de fondos opacos. 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.

Todo lo anterior da lugar a una Cámara de los Diputados con 28 partidos representados, en donde los mayores, entre ellos el Partido de los Trabajadores (PT) de Lula y Dilma Rousseff, no llegan al 15% de los sufragios y apenas rondan los 60 diputados de los 513 que forman la cámara. A este sistema también se le puede atribuir una parte de la responsabilidad respecto a que cerca del 60% de los diputados y senadores actuales tengan o hayan tenido problemas judiciales. Sin duda, la corrupción es un problema importante, en línea con lo habitual en la región. En Brasil, afecta más a los partidos políticos que a otras instancias que, como la judicatura o la prensa, cumplen su función de forma razonable, como refleja el hecho de que en los últimos años hayan destapado numerosos escándalos de gran alcance. Según la clasificación de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional, Brasil se encuentra en el puesto 76 de 168 países.

Las características del presidencialismo de coalición han facilitado la caída de Dilma Rousseff. La popularidad de la presidenta se desplomó poco después de ser reelegida en 2014 para un segundo mandato de 4 años. Le perjudicó el rápido deterioro de la situación económica y el estallido de un enorme escándalo de corrupción conocido como el caso 'Lava Jato' (lavacoches, en portugués), cuyo epicentro es el gigante petrolero del país, Petrobras<sup>(1)</sup>. Rousseff no ha sido acusada formalmente de haber participado en los fraudes, pero fue presidenta del Consejo de Administración de Petrobras entre 2003 y 2010, cuando tenían lugar estas prácticas. Otros muchos políticos y figuras relevantes sí han sufrido consecuencias judiciales, incluso cárcel, y, entre ellos, se hallan líderes de partidos antes aliados con Rousseff, quienes acusaron a la presidenta de dejarles desamparados. En estas circunstancias de crisis económica y política, con el gobierno cuestionado y bloqueado, con una presidenta muy impopular y con sus aliados cayendo por acusaciones de corrupción, no resulta sorprendente que el estamento político se tornara en contra de la presidenta, hasta el punto de aislarla lo suficiente como para plantear su destitución a través de un proceso de juicio político, o 'impeachment'<sup>(2)</sup>.

- 
- (1) El caso Lava Jato se destapó en 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. La investigación, inicialmente sobre lavado de dinero, se amplió rápidamente hasta convertirse en el mayor caso de corrupción de la historia de Brasil. 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 que podría superar los 2.000 mill.\$, entre 2004 y 2014. Existen 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 múltiples 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.
- (2) El impeachment comenzó oficialmente en diciembre del 2015, con la aceptación a trámite por parte de Eduardo Cunha, entonces presidente de la Cámara de los Diputados, de una denuncia contra Rousseff por un crimen de responsabilidad que, en concreto, la acusaba del uso de subterfugios para elevar el gasto público por encima de lo aprobado por el legislativo, una práctica conocida como 'pedaladas fiscales'. 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 impeachment, 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. Para suspender a la presidenta e iniciar el juicio político se requería una mayoría de dos tercios en la Cámara de los Diputados y en el Senado, que se alcanzaron en las votaciones de abril y mayo, respectivamente.

La debilidad de la presidenta quedó en evidencia cuando en abril fue incapaz de lograr los 172 votos (un tercio de la Cámara) que necesitaba para frenar el proceso, un resultado que pocos meses antes era considerado poco probable, ya que la presidencia otorga un margen formidable para forjar acuerdos y atraer votos de diputados. Así, su incapacidad para negociar apoyos fue el colofón de su caída. La Cámara de los Diputados y el Senado sucesivamente confirmaron el proceso de destitución, con lo que Rousseff fue suspendida como presidenta a mediados de mayo, para ser sometida a un juicio político en el Senado. De momento, la presidenta se encuentra solo suspendida temporalmente, pero es poco probable que supere el proceso de destitución, ya que ahora carece de los poderes de la presidencia para negociar e intercambiar favores, e, incluso, el actual ejecutivo juega en su contra. Además, para confirmar su destitución se necesita el voto favorable de 54 de los 81 senadores, cuando ya en mayo 55 votaron a favor del impeachment. En todo caso, el desenlace se conocerá en las próximas semanas, ya que el juicio político puede durar como máximo 180 días y, de hecho, se espera que la votación final en el Senado se realice en agosto, tal vez cuando hayan terminado los Juegos Olímpicos de Río de Janeiro.

Michel Temer, vicepresidente con Rousseff y, por tanto, primero en la línea de sucesión presidencial brasileña, fue nombrado presidente interino en mayo, inmediatamente después de la suspensión de la Presidenta. Temer es el líder del Partido Movimiento Democrático Brasileño (PMDB), una de las grandes formaciones políticas del país, a veces acusada de haberse convertido en una asociación de líderes regionales apoyados en el clientelismo, y 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 se han visto envueltas en el escándalo Lava Jato, e, incluso, el propio Temer ha sido objeto de sospechas, aunque no ha sufrido ninguna acusación formal.

Temer ha nombrado un gobierno experimentado y con reputación sólida, en particular en lo que respecta al equipo económico, aunque ha recibido críticas por ser un gabinete copado en su totalidad por hombres blancos. Los mercados han acogido con moderado optimismo su nombramiento, y valoran favorablemente su intención de restaurar la estabilidad macroeconómica apostando, en principio, por la disciplina fiscal, por una política monetaria guiada por un objetivo de precios, y por un tipo de cambio flexible. Apenas lleva dos meses en el cargo pero, por el momento, ha contado con apoyo en el legislativo, lo que incrementa las posibilidades de que la agenda reformista salga adelante, y también de que la destitución de Rousseff se confirme. No obstante, por ahora tres ministros de Temer se han visto obligados a dimitir al verse salpicados por el escándalo Lava Jato, y es posible que otros sigan el mismo camino. Queda por ver si logrará mantener los apoyos en el legislativo a medio plazo, lo que es difícil de prever ya que dependerá, entre otras cosas, de la evolución de la economía y del escándalo Lava Jato, aunque es posible que así sea, ya que Temer y el PMDB han mostrado habilidad negociadora. Las elecciones locales de octubre de este año podrían dar pistas sobre la evolución de la opinión pública, y sobre cómo se encajan los ajustes en plena crisis, aunque en las municipales de Brasil se suele votar en clave local, con lo que la extrapolación de resultados al nivel nacional puede ser compleja.

Más difícil resultará que consiga ser reelegido en 2018, ya que Temer es un político impopular, poco carismático, que ha ascendido al poder por la puerta de atrás. Además, su partido y su gobierno no se libran de las sombras de corrupción que dañan al conjunto de la clase política. A

favor de la reelección tiene el hecho de que, en las últimas tres décadas, apenas tres presidentes latinoamericanos han salido derrotados en alguna reelección. Controlar la maquinaria del poder y el inmenso margen para repartir prebendas que otorga la presidencia es un arma muy potente en las presidenciales. Por otra parte, se especula con el retorno de Lula como candidato en 2018, algo que él mismo y su partido han anunciado. Su victoria tampoco sería fácil, ya que su popularidad se ha deteriorado a raíz de los recientes escándalos, que han llevado a muchos de sus colaboradores ante la justicia y que, incluso, queda por ver hasta dónde afectarán al expresidente. La figura de Lula, de hecho, ha pasado a generar cierta controversia en Brasil, con un número amplio tanto de seguidores como de detractores.

La opción que parece descartada en cualquier caso es la convocatoria de nuevas elecciones presidenciales antes del 2018. Esta posibilidad, que defienden grupos de izquierda cercanos al PT, e incluso la propia Rousseff, requeriría reformas legales que demandarían un amplio consenso, lo que, en la actualidad, parece una posibilidad muy remota. En todo caso, el principal riesgo político a medio y largo plazo es que la grave crisis política y el desprestigio general de dirigentes y de los partidos (en particular, los tres mayores: el PT, el PMDB y el socialdemócrata PSDB) impida construir gobiernos estables, dé lugar a bloqueos en las cámaras legislativas o, en caso extremo, aúpe al poder a partidos de componente populista o antisistema.

## **TEMER TENDRÁ DIFICULTADES PARA APLICAR UNA POLÍTICA EXTERIOR POTENTE**

---

Brasil es un gigante en la zona: es la primera potencia latinoamericana por población y por tamaño de la economía; en ambos casos aporta un tercio del total regional. Como tal, ejerce una posición de liderazgo, y lo que sucede en el país tiene una gran influencia en sus vecinos. En los últimos años ha buscado consolidar su posición de referente regional a través de su participación en foros como el de los BRICS, así como con la organización de grandes eventos internacionales, como el mundial de fútbol en 2014 y las Olimpiadas en agosto de este año. Asimismo, ha tratado de promover una reforma del Consejo de Seguridad de la ONU, para lograr el estatus de miembro permanente, aunque, en principio, sin derecho de veto. Para alcanzar este objetivo en un futuro, necesitaría un apoyo internacional amplio, en particular de las naciones con poder de veto en el Consejo de Seguridad, empezando por EEUU.

Brasil ha mantenido relaciones favorables con los países occidentales y con las instituciones financieras internacionales. En algunas ocasiones han surgido roces; por ejemplo, cuando el caso Snowden reveló escuchas del espionaje estadounidense a mandatarios brasileños. Sin embargo, en general los desencuentros han estado más relacionados con cuestiones comerciales, ya que Brasil tiende al proteccionismo. Las disputas comerciales han afectado a sus relaciones con el resto de miembros de Mercosur, en particular 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 pueden dar un buen rendimiento tanto a nivel político como económico.

La llegada del gobierno de Temer conlleva cambios en la orientación de la política exterior, aunque todavía es pronto para evaluar la magnitud del giro. Cabe destacar que ha sido recibido

con cierta frialdad por la mayoría de los líderes americanos, incluidos los miembros de la Alianza del Pacífico, y también Washington, que no se ha querido posicionar. La principal excepción es Macri, en Argentina, que le ha brindado su apoyo y con quien podría colaborar para impulsar un giro aperturista en el tradicionalmente proteccionista Mercosur y, así, firmar nuevos acuerdos comerciales, entre otros, con la UE. También se espera que dicho giro aperturista favorezca los acuerdos regionales, desatendidos por Lula y Rousseff, que defendían un enfoque de negociación multilateral dentro del marco de la OMC, incluso a pesar -quizás, precisamente por ello- de las escasas expectativas de éxito. Una segunda consecuencia del cambio de gobierno es la consolidación del alejamiento respecto al eje bolivariano. Lula y Rousseff habían jugado un papel moderador entre los distintos bloques políticos que forman el continente. Ahora, es muy probable que el nuevo gobierno tenga un trato más distante con los bolivarianos que, ya de entrada, han criticado tanto el 'impeachment' como el ascenso de Temer. En todo caso, con crisis internas políticas y económicas, escándalos que afectan a numerosos dirigentes y un gobierno surgido tras una destitución, se espera que el nuevo ejecutivo no sea excesivamente fuerte en cuestiones de política exterior.

## 2. ECONOMÍA

- **Brasil es una de las diez mayores economías del mundo. Su estructura productiva se encuentra diversificada, es rica en recursos naturales y muy potente en el ámbito 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.**
- **Grave crisis económica. En 2011, la economía comenzó a desacelerarse tras un periodo de progreso extraordinario. La desaceleración ha dado paso a una grave recesión. Se espera que en la segunda mitad del 2016 el crecimiento comience a rebotar y la inflación se modere, aunque no es descartable que la recuperación progrese con lentitud.**

### **ECONOMÍA GRANDE Y DIVERSIFICADA, CON UNA PRODUCTIVIDAD BAJA Y ESTANCADA**

Brasil es una economía de renta media alta (9.850 \$ de renta per cápita en 2015), y con una gran población, de 208 mill. de personas, lo que da lugar a que el tamaño de su economía sea muy considerable. De hecho, con un PIB de 1.770.000 mill.\$ en 2015, es la novena mayor del mundo. En 2011, incluso, se situó en la sexta posición, tras una década de extraordinario progreso social y económico, que comenzó con el programa de estabilización y las reformas aplicadas por Fernando Henrique Cardoso en los años 90, y se consolidó bajo Lula, que expandió las políticas sociales y mantuvo el tono prudente en política económica, sin caer en medidas populistas. Todo esto, además, se acompañó de un entorno internacional favorable para los emergentes. Así, la renta per cápita se multiplicó por cuatro entre 2003 y 2013, el PIB nominal por cinco, unos 30 millones de personas lograron salir de la pobreza y se redujeron significativamente las desigualdades sociales y regionales. Parecía que Brasil, por fin, estaba preparado para abandonar su condición de eterna promesa y ascender al rango de potencia mundial.

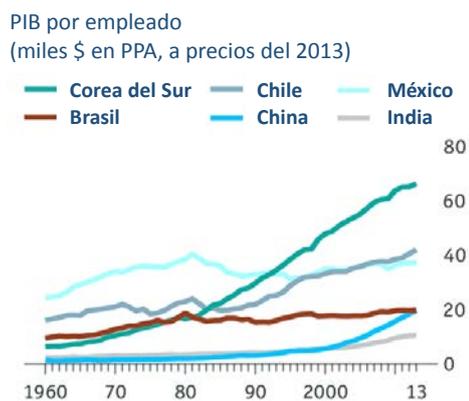
|                 |                   |
|-----------------|-------------------|
| PIB (mill.\$)   | 1.770.000 mill.\$ |
| CRECIMIENTO PIB | -3,9 %            |
| INFLACIÓN       | 10,7 %            |
| SALDO FISCAL    | -10,3 %           |
| SALDO POR C/C   | -3,3 %            |

Datos a 2015

A pesar del extraordinario progreso de las últimas dos décadas, no se han resuelto numerosos problemas estructurales que limitan el potencial de crecimiento. Estos problemas se han hecho más evidentes desde que en 2011 comenzara la desaceleración que desembocó en la grave crisis actual. En primer lugar, el avance de la productividad ha sido escaso, incluso a pesar de su reducido nivel de partida. La baja productividad deriva de una variedad de factores, como la limitada calidad de las infraestructuras, las deficiencias de la educación, la estricta regulación laboral, la informalidad 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. El Índice Doing Business del Banco Mundial recoge estos problemas: Brasil está clasificado en el puesto 116 de 189 economías. Así pues, la expansión de los últimos tiempos, desde el punto de vista de la oferta, se debe en su mayoría a una demografía favorable y a la regularización de muchos trabajos, lo que ha permitido aumentar las cifras de empleo y, en consecuencia, la producción. El margen para seguir creciendo a través de incrementos del volumen del factor trabajo se ha ido reduciendo y, por tanto, se estima que en los próximos años solo tendría capacidad para aportar en torno a un 2% de crecimiento anual. Para lograr cifras superiores se necesitarán avances sostenidos de la productividad que requerirán reformas estructurales e inversiones.

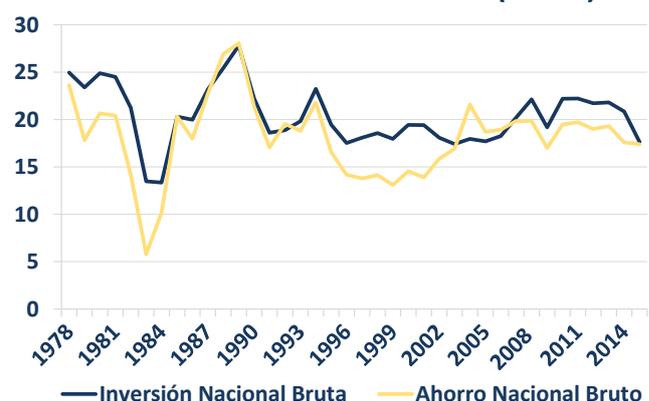
La inversión, por su parte, se encuentra lastrada por la escasez de ahorro. En las últimas décadas la tasa de ahorro ha fluctuado entre el 15% y el 20% del PIB, casi la mitad que el promedio de las naciones emergentes. Por un lado, esta situación obliga a recurrir a la financiación exterior para cubrir niveles de inversión incluso moderados, lo que provoca la aparición de desequilibrios externos. Además, fomenta que los tipos de interés sean altos, lo que penaliza nuevamente la inversión.

## Productividad laboral



Fuentes: The Conference Board y The Economist

## Ahorro e inversión en Brasil (% PIB)



Fuente: Institute of International Finance (IIF)

La estructura sectorial brasileña muestra una economía diversificada, orientada en gran medida al mercado interno, y con algunos sectores competitivos a nivel internacional. 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 ramos 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 cerca de una quinta parte de los brasileños, y origina un tercio de las exportaciones. Sobresalen la soja, la carne, frutas, maíz, azúcar o 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 su 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 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 son de unos 15.000 millones de barriles, que durarían unos 15 años al ritmo de producción actual. No obstante, en 2007 se encontraron grandes bolsas en aguas profundas brasileñas, con reservas estimadas de hasta 80.000 mill. de barriles, el mayor hallazgo en Latinoamérica en tres décadas. Esto alimentó las expectativas de fuertes incrementos de la producción a medio plazo, capaces incluso de convertir al país en un exportador destacado de petróleo, lo que además daría lugar a un fuerte impulso económico. No obstante, este tipo de explotaciones son complejas de poner en marcha y, entre otras cosas, requieren inversiones muy voluminosas. El escándalo de Petrobras y la caída de los precios del petróleo han enfriado las expectativas y, por lo tanto, los proyectos en torno a estos yacimientos se han frenado de momento.

Temer, poco después de alcanzar el poder, nombró a un nuevo presidente de Petrobras, Pedro Parente. Su objetivo es revitalizar la maltrecha compañía, que ha perdido un 80% de su valoración desde su apogeo, en 2008, cuando el mercado la tasaba en 300.000 mill.\$, en contraste con los 50.000 mill.\$ actuales. El reto es importante: la compañía ha obtenido muy malos resultados en los últimos ejercicios, en parte porque las regulaciones le han perjudicado y también por la caída de la cotización del crudo. Sus pérdidas alcanzaron los 7.000 mill.\$ en 2014, y los 10.000 mill.\$ en 2015. Los malos resultados, la depreciación del real -el 80% de su deuda está denominada en divisas- y una gestión cuestionable han dado lugar a que la deuda se haya disparado hasta los 130.000 mill.\$, lo que convierte a Petrobras en la empresa más endeudada de los países en desarrollo y emergentes.

En los medios de comunicación se ha especulado con la posibilidad de que el gobierno rescate y recapitalice la compañía, lo que tendría un coste elevado para las arcas públicas. Las autoridades, de momento, han negado que esto vaya a suceder, y el nuevo dirigente de la petrolera también lo ha descartado, aunque podría ser difícil evitarlo a medio plazo. Por ahora, Parente planea publicar un nuevo plan estratégico antes del final del verano para afrontar los graves problemas de Petrobras. Ha declarado que sus prioridades serán la venta de activos no esenciales para reducir la deuda, el control de costes y, a medio plazo, un aumento de la producción de crudo. De momento, este año se pretende vender activos por valor de 14.100 mill.\$.

Aunque no se logre ese objetivo, parece que la empresa tiene sus necesidades cubiertas por ahora, gracias a que firmó un préstamo de 10.000 mill.\$ en febrero con el Banco de

Desarrollo de China, el cual le proporciona margen para afrontar, entre otras cosas, vencimientos de deudas por valor de 12.000 mill.\$ en 2016. El año que viene también habrá un exigente calendario de pagos, de unos 21.000 mill.\$ en amortizaciones. Para satisfacerlos, será necesario que el programa de ventas de activos progrese favorablemente y que la compañía logre mejorar su desempeño. La evolución del precio del crudo será un factor clave. De momento, se prevé un encarecimiento del barril hasta los 60\$ en 2017, aunque los pronósticos en el mercado de crudo son poco precisos y deben tomarse con cautela.

Otras muchas empresas están sufriendo problemas ligados a la crisis económica y al exceso de endeudamiento. La gran compañía de telecomunicaciones Oi presentó hace tres semanas el mayor concurso de acreedores de la historia brasileña tras reconocer que no podía afrontar su deuda de 18.000 mill.\$, de la cual dos terceras partes está denominada en divisas. Otras empresas siderúrgicas, de transportes y demás sectores también están sufriendo complicaciones, en muchos casos por motivos similares: la caída de la actividad, el aumento del peso de las deudas denominadas en monedas extranjeras y las dificultades de acceso a crédito.

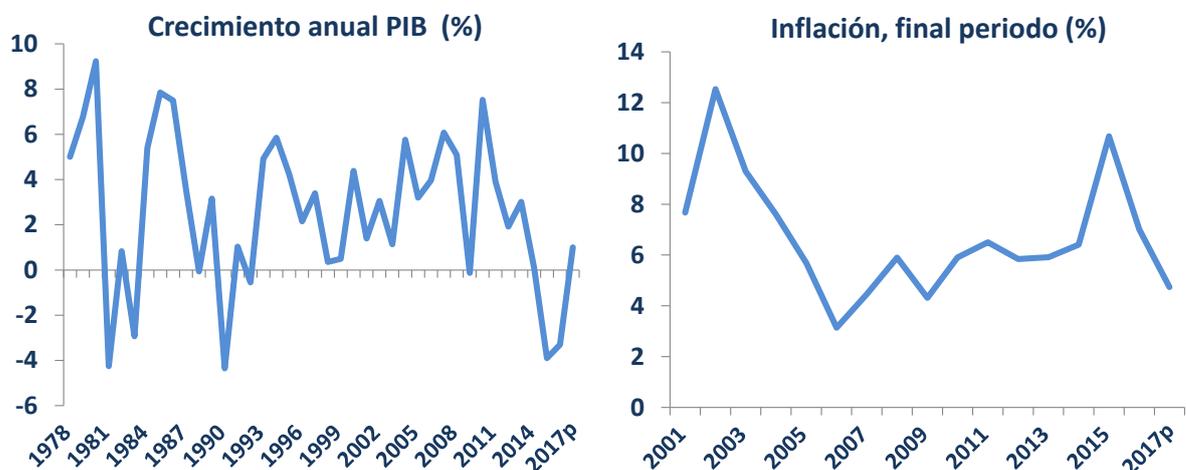
Todos estos problemas están afectando a la banca, que ha visto cómo crecía el nivel de morosidad desde el 2% de los créditos en 2013 hasta el 3,8% a finales de mayo del 2016, una cifra todavía reducida, pero que podría seguir elevándose. En consecuencia, se pronostica que el sector será poco rentable en los próximos tiempos, si bien existen importantes diferencias entre las distintas entidades brasileñas. En particular, se espera que la banca privada obtenga mejores resultados que la pública, ya que su gestión ha sido más prudente. Los tres grandes bancos públicos, que tienen un gran peso en el conjunto del sistema, han sido más generosos dando créditos que los privados, y han otorgado 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. Respecto a los niveles de capitalización de la banca, en la actualidad se sitúan en niveles adecuados. No obstante, si se alarga la crisis, a medio plazo no es descartable que algunos bancos necesiten reforzar su capital.

## BRASIL ATRAVIESA UNA DE LAS MAYORES CRISIS ECONÓMICAS DE SU HISTORIA

---

El progreso de las últimas dos décadas se basó en la estabilidad macroeconómica, los altos precios de las materias primas, la notable entrada de inversiones extranjeras y la expansión del gasto público. Con condiciones internacionales favorables, este modelo alcanzó un gran éxito. Cuando llegó la crisis del 2009 hubo un amplio margen para aplicar políticas contracíclicas que lograron que la recesión de aquel año fuera muy suave y el rebote de 2010 muy intenso. A partir del 2011 la situación se complicó. La ralentización de China, junto con la crisis en Europa, debilitaron la demanda internacional, y los precios de las materias primas comenzaron a caer. El progresivo descenso del valor de las exportaciones de bienes, de un 25% entre 2011 y 2015, tuvo un impacto notable sobre la economía. El deterioro de las expectativas se recrudeció a partir de mediados del 2013, cuando se intensificaron las dudas en torno a los países emergentes a causa de la percepción de proximidad del inicio del ciclo de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal estadounidense.

La inversión descendió de forma significativa como consecuencia de la subida de tipos aplicada para combatir la inflación, y también por el abaratamiento de las materias primas, las expectativas desfavorables, el aumento de la incertidumbre y, finalmente, por el escándalo Lava Jato, que ha hecho temblar a numerosas grandes empresas. Tan solo Petrobras ha recortado su inversión anual en más de 35.000 mill.\$ entre 2013 y 2015, y sus planes de 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 lo que habría que añadir los grandes problemas o incluso la quiebra de numerosas empresas próximas al gigante petrolero, que se han visto envueltas en los escándalos. Por su parte, el consumo privado también se ha contraído a causa del aumento del desempleo, de 7 a 11 mill. de personas en los dos últimos años, y por el descenso de los salarios reales y el deterioro de las expectativas. El sector exterior, en cambio, está amortiguando la caída del PIB, principalmente gracias a una notable reducción de las importaciones.



Fuente: IIF

A consecuencia de todo lo anterior, en 2015 se registró una intensa recesión del 3,9%. Para 2016, las expectativas son igualmente negativas, con una caída esperada del producto de otro 3,3%. Así pues, Brasil se encuentra inmerso en la recesión más dura desde hace, al menos, 80 años; peor, incluso, que la 'década perdida' de los 80, y tal vez la peor de su historia. El único elemento que permite conservar un ligero optimismo es que los últimos datos de coyuntura, aunque desfavorables, han sido algo mejores de lo esperado, lo que podría indicar que la economía ya ha tocado fondo, y que se atisba el inicio de la recuperación. Las medidas y reformas que aplique el gobierno, junto con la evolución de las condiciones internacionales, serán claves para determinar el ritmo de la recuperación, y para evitar que el país caiga en un periodo prolongado de estancamiento.

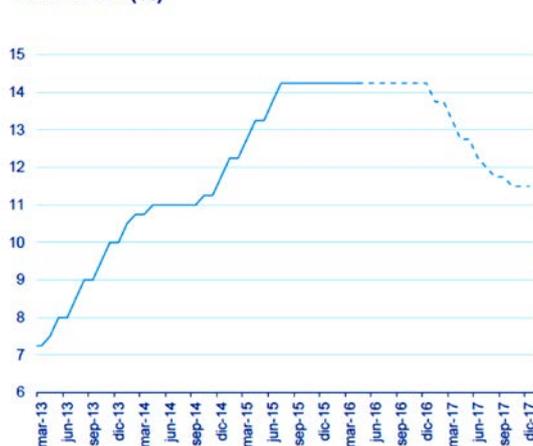
La inflación alcanzó un máximo del 10,7% interanual en enero del 2016, impulsada por la importante depreciación del real frente al dólar. Este nivel inflacionario se encuentra sensiblemente por encima de la banda objetivo, del 4,5% +/-2%. En los últimos meses, no obstante, las alzas de precios se han desacelerado, debido, en primer lugar, a la caída de la demanda por la crisis. En segundo lugar, por la moderada recuperación del real frente al dólar, del 30% entre enero y julio. Asimismo, se está difuminando el efecto de las subidas de los precios

reguladas aplicadas en 2015 (electricidad, agua y alcantarillados etc.), cuando Rousseff los elevó para paliar el desequilibrio fiscal. En consecuencia, se prevé que al final del año la inflación se sitúe en torno al 7%, y que siga tendiendo a la baja en 2017.

Para combatir la inflación, el Banco Central fue subiendo paulatinamente el tipo de referencia, la tasa Selic, desde su mínimo histórico del 7,25% en 2013 hasta situarlo en el 14,25% a mediados de 2015. Desde entonces lo ha mantenido estable. La recesión y las expectativas de moderación de las alzas de precios sugieren que, de momento, no habrá nuevas subidas de tipos. Es más, si la inflación se sigue desacelerando, es posible que el Banco Central decida bajarlos a finales de 2016 o principios de 2017, quizás incluso antes.

En los últimos tiempos las autoridades monetarias han intervenido moderadamente en los mercados de divisas para intentar suavizar, y controlar, la depreciación del real, principalmente utilizando instrumentos derivados que, además, han permitido que el sector privado cubra riesgos cambiarios ligados a la caída del real. Se espera que la intervención se reduzca con el nuevo gobierno, que quiere consolidar el marco de política monetaria de objetivo de precios y dejar flotar la divisa, que se depreció un 50% frente al dólar entre mediados del 2013 y principios del 2016. La caída del valor del real 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. Cabe resaltar que parte del ajuste cambiario se debe a que el propio dólar se ha revalorizado por la mejoría de la economía estadounidense y el inicio del ciclo de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal. Por otro lado, la moderada recuperación del precio de las materias primas y la aminoración de la incertidumbre política han permitido un rebote del real del 30% en la primera mitad del 2016. Las expectativas sugieren que el real registrará una moderada tendencia a la depreciación en los próximos tiempos, aunque este pronóstico debe tomarse con prudencia, ya que el mercado de divisas es volátil y las previsiones poco fiables.

Tasa Selic (%)



Fuente: BBVA Research

Reales por dólar



Fuente: XE

### 3. SECTOR PÚBLICO

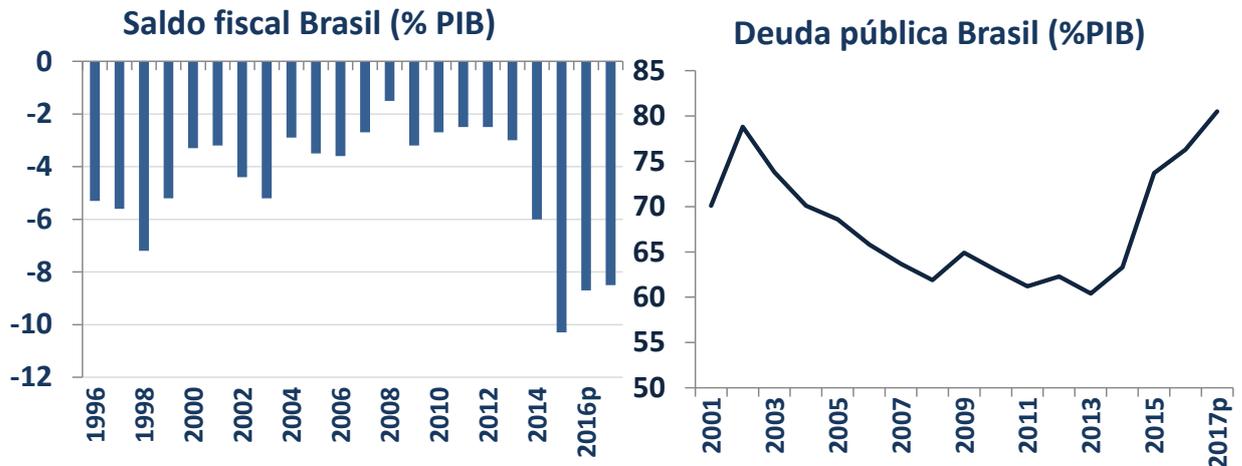
- ➔ El déficit público se ha disparado en los dos últimos años hasta llegar al 10,3% del PIB en 2015. Uno de los principales retos del país es moderar esta cifra, ya que el deterioro de las cuentas públicas podría generar problemas de inestabilidad macroeconómica.
- ➔ El nuevo gobierno de Temer ha anunciado medidas para controlar el gasto, lo que resulta complejo dada su rigidez y por la situación de crisis económica. Se espera que el déficit tarde unos años en retornar a niveles razonables.
- ➔ La deuda pública ha crecido de forma notable en los dos 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 recientes degradaciones de la clasificación por parte de las tres principales agencias de calificación, llevándola dos peldaños por debajo del grado de inversión.

#### EL NUEVO EJECUTIVO TRATA DE RECONducIR EL DESCONTROL DE LAS CUENTAS PÚBLICAS

---

El sector público brasileño es uno de los mayores de América Latina. En la década anterior al 2013 incurrió en déficits moderados, en torno al 2%-3% del PIB. Sin embargo, a partir de 2014 la situación fiscal se ha deteriorado drásticamente a causa, principalmente, de la crisis económica, y también por la falta de medidas de ajuste del gobierno. Por lo tanto, el déficit se ha disparado hasta el 10,3% del PIB en 2015, una cifra a todas luces excesiva que está provocando una dinámica preocupante de la deuda y, en definitiva, que se ha convertido en uno de los principales problemas del país.

La expectativa de fuerte recesión en 2016, y el limitado crecimiento que se espera para 2017 sugieren que la disminución del desequilibrio fiscal será pausada, incluso a pesar de las medidas de consolidación presupuestaria. Así, se prevé un déficit público en torno al 9% del PIB para 2016, y ligeramente inferior, en torno al 8,5%, para 2017. Un nivel de déficit tan elevado mantenido durante largo tiempo podría causar un efecto desplazamiento con respecto a la financiación del sector privado, e incrementar la necesidad de recurrir a la monetización, lo que dificultaría la consecución de estabilidad macroeconómica a largo plazo y, en definitiva, podría dar lugar a una etapa de inestabilidad y estancamiento de la economía de Brasil. Asimismo, elimina el margen para aplicar políticas fiscales contracíclicas.



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI)

El peso del gasto público se acerca al 40% del PIB. Su crecimiento en las últimas dos décadas ha sido notable, del 6% anual de media, bastante por encima del ritmo de expansión del PIB. 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% del PIB en 2015. El resto es gasto corriente en su inmensa mayoría, como salarios, subsidios y prestaciones. La inversión pública, en cambio, ha promediado un escaso 2,5% del PIB, una cifra insuficiente, y más para una nación como Brasil, que tiene una limitada calidad de las infraestructuras y enormes dimensiones geográficas (es el quinto país más extenso del mundo). De hecho, se estima que el valor del 'stock' de infraestructuras apenas equivale a un 16% del PIB, en comparación con un promedio del 71% en otras grandes economías. El escaso margen fiscal con el que va a contar el país en los próximos tiempos no invita a ser optimista en este ámbito; lo más probable es que la inversión pública se mantenga en niveles insuficientes, lo que no ayudará a aumentar la productividad de la economía.

Uno de los problemas ligados al control de las cuentas públicas es la rigidez de las partidas de gasto que, en algunos casos, gozan incluso de protección constitucional. Se estima que hasta un 90% del gasto público está protegido por alguna normativa. El nuevo ejecutivo quiere enmendar esta situación. En primer lugar, ha logrado que el legislativo apruebe una revisión del déficit primario, para situarlo en el objetivo más realista del 2,75% del PIB para 2016, un punto por encima del objetivo anterior. Así, elude tener que aplicar un programa de recortes más duros en plena recesión o, alternativamente, evita aplicar tretas similares a las 'pedaladas' fiscales que justifican el proceso contra Rousseff. En segundo lugar, ha planteado una enmienda constitucional para congelar el nivel de gasto real durante dos décadas, con la posibilidad de hacer una revisión de objetivos a los diez años si la evolución es favorable. A medio plazo, esto ejercería de ancla del gasto fiscal. Además, forzaría la corrección progresiva del déficit según vaya creciendo la economía y aumenten los ingresos, y provocaría la disminución del peso del sector público. El gobierno considera que esta reforma ha sido bien acogida por los legisladores y espera que la aprueben a finales de este año, si bien es cierto que la fragmentación de la Cámara de los Diputados y el Senado invita a cierta prudencia, más aún cuando se requeriría mayoría de tres quintos en ambas cámaras. La aprobación de la norma constitucional sería un primer paso en la vía de la austeridad, pero posteriormente habría que modificar las leyes que provocan

aumentos automáticos del gasto. En definitiva, queda por ver si el gobierno conseguirá implantar estas medidas, y cómo reaccionará la población.

Mención aparte merecen las pensiones, cuyo peso equivale a un 10% del PIB, una proporción similar a la registrada en los países europeos, que son más prósperos y, sobre todo, mucho más envejecidos que Brasil. Esto se debe a la generosidad y laxitud del sistema, que permite que la edad media de jubilación se sitúe en unos 54 años, y da pie a los abusos. A medio plazo, el peso de las pensiones se incrementará aún más si no se pone remedio, ya que la población tiende a envejecer. Por lo tanto, el gobierno ha hecho de la reforma de las pensiones una prioridad, con la intención de racionalizar el sistema y, entre otras cosas, elevar progresivamente la edad de jubilación a estándares internacionales; es decir, en torno a 65 años. Se espera una negociación compleja, y que la reforma se vote en el legislativo en el 2017.

El anuncio de las medidas mencionadas, la reducción de la incertidumbre política y, también, el moderado rebote de la cotización de las materias primas han logrado reducir los intereses del bono a 10 años desde el 17% en enero hasta el 12% a mediados de julio. Los 'Credit Default Swaps' (CDSs) de bonos a 5 años también han caído ligeramente por debajo de los 300 puntos en julio, el nivel mínimo desde hace un año, y por debajo del máximo reciente, de algo más de 500 puntos registrado en septiembre de 2015.

El elevado déficit fiscal ha dado lugar a una dinámica preocupante de la deuda pública, que ha escalado desde un 60% del PIB en 2013 hasta el 74% a finales de 2015. Además, es probable 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.

El deterioro no ha pasado desapercibido para las agencias de calificación, que le han quitado el grado de inversión a Brasil. S&P's, Moody's y Fitch han degradado al país en dos ocasiones en el último año, hasta situarlo dos peldaños por debajo del grado de inversión, y en los tres casos con perspectiva negativa. Las agencias citan la desfavorable situación coyuntural junto con los problemas fiscales y políticos como las principales causas detrás de las degradaciones.

## 4. SECTOR EXTERIOR

- ➔ País comercialmente cerrado, con una base exportadora diversificada aunque con predominio de las materias primas. De hecho, la depreciación de estos bienes ha menguado las exportaciones, lo que ha elevado moderadamente el déficit por cuenta corriente. Se espera una reducción del déficit en 2016, a causa de la previsible caída de las importaciones.
- ➔ El déficit corriente se ha financiado sin problemas gracias a la fuerte capacidad de atracción de capitales. En particular, la entrada de IDE ha cubierto la mayoría de las necesidades de financiación de 2015.
- ➔ Las reservas de divisas se mantienen en un nivel muy elevado, lo que apuntala la solidez de las cuentas externas.

### POCO COMERCIO, DÉFICIT MODERADO Y MUCHAS RESERVAS

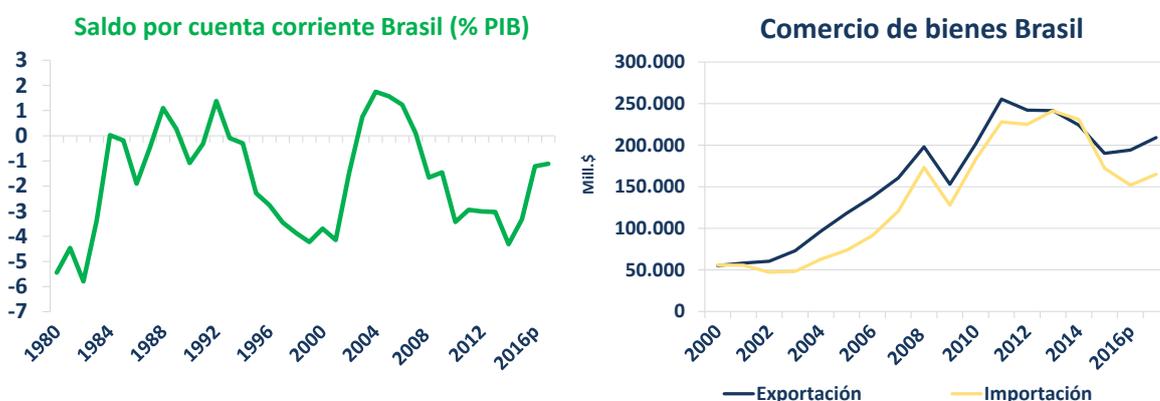
Brasil es una economía cerrada, con un grado de apertura comercial de apenas el 20%. Esa escasa apertura se ha mantenido relativamente estable en las últimas décadas, incluso a pesar de la tendencia general a la globalización y del gran auge exportador brasileño por el incremento del valor de las materias primas. Este fenómeno obedece, en primer lugar, al gran tamaño de su mercado interno y, en segundo lugar, a la marcada tradición proteccionista. Por otra parte, el sector exterior de Brasil también 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.

Las exportaciones de bienes alcanzaron los 190.092 mill.\$ en 2015, equivalentes a un 11% del PIB. Su tendencia reciente ha sido fuertemente bajista: han caído un 15% respecto a 2014, y un 25% en relación al máximo alcanzado en 2011. Sin duda, la merma de ingresos externos, de unos 65.000 mill.\$ en apenas cuatro años, ha sido uno de los factores que han propiciado la actual crisis. La principal explicación de la caída se halla en el abaratamiento de las materias primas, que componen en torno a la mitad de las exportaciones brasileñas. 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%). Se espera que la depreciación del real y las medidas de apertura comercial provoquen un moderado rebote de la exportación, que podría volver a superar los 200.000 mill.\$ en 2017.

Las importaciones de bienes fueron de 172.422 mill.\$ en 2015, equivalente al 9% del PIB, y un 25% por debajo de la cifra registrada el año anterior. La fuerte caída interanual se debe a la contracción de la demanda por la crisis, y a la notable depreciación del real. Las compras al exterior se diversifican entre un gran número de bienes, entre los que destacan electrónica y maquinaria, vehículos, químico, textil y plásticos. El mayor proveedor es China (16% de las importaciones de bienes), casi al mismo nivel que EEUU (15%), y seguido, ya de lejos, por Argentina y Alemania, con un 6% cada uno. Para 2016, se espera que continúe la tendencia

bajista a causa de la recesión y la depreciación del real, mientras que en 2017 podría registrarse un ligero rebote.

Por tanto, la balanza de mercancías es superavitaria, al igual que lo ha sido en todos los ejercicios desde 2001, con excepción del 2014. Este superávit, equivalente al 1% del PIB en 2015, podría elevarse en 2016 a causa de la fuerte caída esperada de las importaciones. Por su parte, las balanzas de servicios y de rentas, en conjunto, son deficitarias, por un importe equivalente al 5% del PIB, 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.



Fuente: IIF

La cuenta corriente, en conjunto, registró un déficit del -3,3% del PIB en 2015. Esta cifra es similar a la de años anteriores. Se espera que la gran corrección de las importaciones permita recortar este desequilibrio al entorno del -1% del PIB en 2016.

La financiación del déficit corriente no ha resultado especialmente problemática, ya que el gran tamaño de la economía y su posición de referente regional ayudan a atraer capitales. Así, el país se está financiando en buena medida con entradas netas de inversión directa extranjera (IDE), que alcanzó un valor equivalente al 2,5% del PIB en 2015, a lo que habría que añadir otro medio punto del PIB en concepto de inversión en cartera. Hasta 2011 el protagonismo de la inversión en cartera fue mayor, atraída, entre otras cosas, por los elevados tipos de interés. De hecho, la entrada de grandes volúmenes de inversión en cartera llegó a ser un problema, en particular en 2009 y 2010, cuando alcanzaron unos 40.000 mill.\$ por año, generando presiones sobre la divisa y, además, elevando el riesgo ligado a la volatilidad inherente de este tipo de flujos.

Las reservas de divisas son muy elevadas, de 354.175 mill.\$ a finales del 2015, equivalentes a más de 14 meses de importaciones. Este es uno de los puntos fuertes de la solvencia de Brasil. Además, en los últimos años no se han reducido, incluso a pesar de la crisis, sino que se han mantenido estables 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.



Fuente: IIF

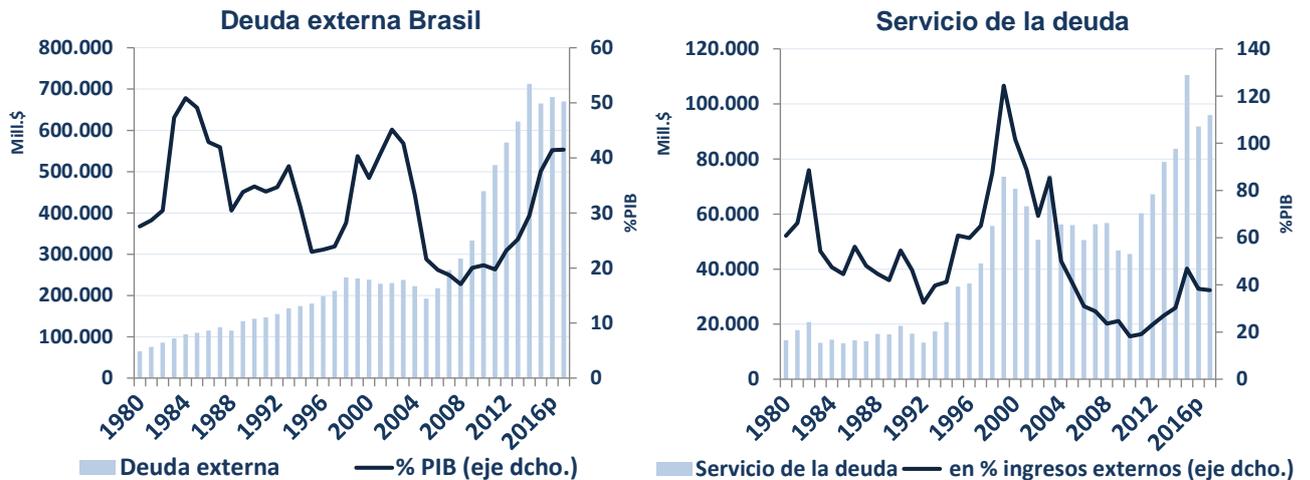
## 5. DEUDA EXTERNA

- ➔ La deuda externa se mantiene en niveles manejables y goza de una estructura de plazos favorable, pero registra una tendencia alcista que puede ser problemática a medio plazo.
- ➔ El peso del servicio de la deuda es muy elevado, y ha crecido en los últimos tiempos. Aunque se espera una ligera reducción en 2016 y posterior estabilización, esta carga expone el alto nivel de intereses que paga Brasil, y su escasa capacidad para generar ingresos externos.

### TENDENCIA DESFAVORABLE DE LA DEUDA Y SU SERVICIO

La deuda externa alcanzó los 664.991 mill.\$ a finales del 2015, equivalentes a un 37,6% del PIB y a un 282% de los ingresos corrientes externos, un nivel relativamente moderado respecto al PIB, pero elevado en relación a los ingresos exteriores. En los últimos años su peso ha tendido al alza por 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 el tamaño y peso de la deuda sigan aumentando hasta un 41% del PIB en 2016, y tal vez a partir del 2017 podría estabilizarse si se cumplen las expectativas del fin de la recesión, la estabilización del tipo de cambio y la moderación del déficit por cuenta corriente.

Por acreedores, tres quintos son deudas 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. Los deudores son en un 60% privados no financieros, un 25% banca comercial y el 15% corresponde al sector público. Apenas un 10% de la misma está contraída a corto plazo.



Fuente: IIF

El servicio de la deuda alcanzó los 110.525 mill.\$ en 2015, equivalente a un elevado 47% de los ingresos externos corrientes. Hay que destacar que ha experimentado recientemente un incremento notable, ya que en 2011 no llegaba a un moderado 20%. La tendencia alcista se debe, por una parte, a la depreciación del real y al consecuente incremento del peso de las deudas y su servicio. Por otra parte, al alza de los tipos en Brasil. Por último, a la importante caída del valor de las exportaciones. Cabe resaltar además que el servicio de la deuda ha sido especialmente elevado en 2015 a causa de la amortización de un volumen singularmente alto de deudas con acreedores privados no bancarios y banca comercial. Por otra parte, 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 40% 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 2016 se espera una bajada del servicio hasta los 91.807 mill.\$, equivalentes a un 38,3% de los ingresos corrientes externos, un porcentaje en todo caso muy considerable que, de nuevo, expone la necesidad de reducir los tipos de interés que 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.