

INFORME RIESGO PAÍS

BRASIL

Madrid: 24 de julio de 2012



**A destacar****Estabilidad y continuidad política.**

Brasil cuenta con un sistema democrático consolidado y un alto grado de paz social. La Presidenta Dilma Rousseff registra récords de popularidad y mantiene una sólida mayoría en el legislativo. Se espera que revalide su mandato en 2014. No obstante, gobierna con el apoyo de una amplia coalición de partidos poco cohesionada, lo que puede plantear problemas de gobernabilidad.

Economía de gran tamaño, diversificada y con potencial.

Brasil es una potencia económica regional, con una gran cantidad de recursos y una estructura económica relativamente bien diversificada. Los yacimientos de crudo encontrados le darán acceso a una notable fuente de ingresos externos en el futuro.

Desaceleración del crecimiento.

Tras experimentar una de las recuperaciones más rápidas e intensas tras la crisis internacional (+7,5% del PIB en 2010), Brasil ha entrado en una fase de desaceleración, marcada por los problemas de competitividad de su industria. No obstante, las autoridades cuentan con amplio margen para aplicar políticas de estímulo. Se espera que, tras caer por debajo del 3% en 2011-12, el crecimiento repunte en los próximos años.

Reformas pendientes.

Serias deficiencias estructurales que pueden plantear dificultades a largo plazo. Aparte de los problemas clásicos, como la criminalidad, la corrupción y la desigual distribución de renta, Brasil adolece de un pésimo clima de negocios, debido a una excesiva y compleja tributación, trabas administrativas y una rígida regulación laboral.

Política económica ortodoxa.

El ejecutivo mantiene el compromiso con la consecución de superávits primarios y la reducción de deuda. Favorable trayectoria de consolidación fiscal. Amplio acceso a financiación.

Favorable perfil de solvencia externa.

Escaso endeudamiento exterior y amplio nivel de reservas, que permiten afrontar shocks financieros externos.

Población: 196,6 mill.habs.
Rpc: 10.720 \$ (2011)

SITUACIÓN POLÍTICA

- **Sistema democrático consolidado. Continuidad en las políticas macroeconómicas de corte relativamente ortodoxo. Reducido riesgo de violencia política.**
- **Dilma Rousseff disfruta de máximos de popularidad y se espera que renueve mandato en las presidenciales de 2014.**
- **Inmovilismo reformador en el legislativo. Problemas de cohesión en la coalición de gobierno.**

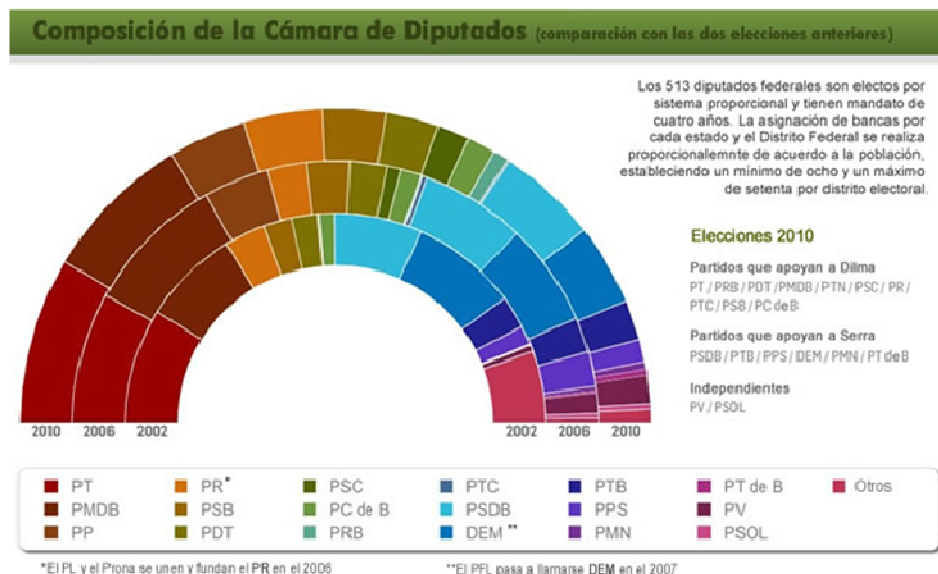
ESTABILIDAD POLÍTICA Y PROBLEMAS LEGISLATIVOS

El sistema político brasileño no entraña problemas significativos en términos de riesgos políticos clásicos (violencia, guerra, conflictos internos) ni tampoco para el mantenimiento de una política económica relativamente ortodoxa y respetuosa con el mercado. El sistema democrático está hoy si cabe más consolidado desde que la izquierda, a través del Partido de los Trabajadores (PT), en la persona de Luiz Ignacio Lula da Silva (2002-2010) primero y Dilma Rousseff después, haya gobernado la última década asumiendo los consensos en materia de prudencia fiscal y respeto de la inversión extranjera. Aunque el país sufre graves problemas sociales en distintos ámbitos, como la criminalidad, desigualdades y marginación⁽¹⁾, lo cierto es que la conflictividad social y sindical es relativamente baja, especialmente en comparación con otros países latinoamericanos. No obstante, el sistema político es de una gran complejidad, aqueja problemas graves de corrupción y clientelismo y sufre cierto inmovilismo legislativo que impide afrontar con más decisión las graves deficiencias estructurales que limitan la capacidad de crecimiento del país.

La presidencia de Dilma Rousseff se puede calificar de relativo éxito hasta el momento. Aunque ha presidido sobre una coyuntura económica muy favorable, ha tenido que cargar con el estigma de ser la sucesora de Lula, que dejó el cargo en máximos de popularidad del 80% y al que, en ocasiones, incluso se le señala, dentro de su partido, como posible sustituto de cara a las elecciones de 2014. En términos generales, Dilma ha mantenido una línea continuista con las políticas de gasto social y de promoción de la presencia del Estado en sectores estratégicos de la economía, sin caer en un excesivo intervencionismo o una política fiscal demasiado laxa. Al contrario, el mandato de Rousseff se ha caracterizado por una mayor prudencia del gasto y un mayor ímpetu en las reformas de consolidación fiscal. Buena prueba de ello fue la negociación salarial, en la que se enfrentó a los sindicatos, y la aprobación de la reforma de las pensiones de los funcionarios en marzo de 2012. Además, ha conseguido hasta el momento la difícil tarea de mantener relativamente unida la coalición de diez partidos con la que domina ampliamente el legislativo.

(1) Los índices de pobreza han disminuido significativamente en las últimas décadas. No obstante, el porcentaje de pobreza extrema es todavía elevado: el 10% de la población vive con menos de 2\$ al día.

La caída del crecimiento económico en el último año no ha afectado a la popularidad de Rousseff, que ha continuado en ascenso y está ahora en máximos históricos (77% en marzo de 2012, la más alta de Latinoamérica). Buena parte del mérito la tiene su actitud inflexible ante los casos de corrupción que han empañado desde el inicio su ejecutivo. Durante su mandato ha cesado ya de forma fulminante a siete Ministros por verse implicados en casos corrupción, principalmente de tráfico de influencias. También es cierto que su figura no se ha visto tan directamente afectada, al tratarse en su mayoría, de ministros de otros partidos de su coalición o “heredados” de la Administración Lula. Esta actitud, en cambio, sí ha tenido un coste significativo en términos políticos, debido al deterioro de las relaciones con sus socios de coalición.



La tensión es evidente con el Partido do Movimento Democrático Brasileiro (PMDB), el principal socio de gobierno, que el pasado mes de marzo se rebeló votando en contra de algunas iniciativas y obligó a la Presidenta a negociar y, finalmente, a ceder la presidencia de ambas cámaras y el control de algunas partidas presupuestarias. Pero también hay desencuentros con otros grupos, como el Partido Socialista, con el que se ha producido un alejamiento de cara a las elecciones locales de noviembre. Sin duda, el mayor riesgo para la actual legislatura es que las desavenencias dentro la coalición hagan inefectiva la labor de gobierno. Algunas importantes iniciativas han sufrido ya largos retrasos o se han visto diluidas en el Congreso por este motivo. Un caso de gran relevancia es la legislación sobre el reparto de ingresos del petróleo, que ha retrasado las licitaciones de los yacimientos off shore, previstas ahora para 2013. Lo cierto es que la vida política del legislativo brasileño se caracteriza más por la lucha de intereses de poder y control económico que por las diferencias ideológicas. Por eso mismo el transfuguismo es muy habitual. Así es como Gilberto Kassab, el alcalde de Sao Paulo, ha conseguido desde que se hiciera con el liderazgo del Partido Social Democrático (PSD) reunir en menos de un año la tercera fuerza política en el Congreso. Ahora se especula con que la Presidenta podría acudir a Kassab para reemplazar una eventual salida del PMDB.

A pesar de estos problemas, se espera que Dilma termine su mandato sin grandes sobresaltos, mantenga la orientación general de la política económica y revalide su mandato en las presidenciales de 2014. No obstante, parece difícil que de aquí a entonces se emprendan reformas de calado, particularmente en temas acuciantes, como la regulación laboral o el sistema tributario, claves para mejorar el funcionamiento del sistema productivo. Brasil adolece de la que posiblemente es la estructura fiscal más compleja y con una mayor carga administrativa del continente, además de un regulación laboral muy rígida, con una fuerte protección contra el despido. Así, el índice de facilidad para hacer negocios Doing Business del Banco Mundial clasifica en 2012 el país en el puesto 126 de 183 y en el 26º dentro de las 32 economías latinoamericanas. Llama la atención en particular el pésimo resultado en cuanto al pago de impuestos (puesto 150), donde se detalla que en Brasil una empresa en promedio emplea 2.600 horas para cumplir con sus obligaciones tributarias, mientras que en los países de la OCDE se emplean 186 horas.

DOING BUSINESS 2012: PAGO DE IMPUESTOS

Indicador	Brasil	América Latina y el Caribe	OCDE
Pagos (numero por año)	9	32	13
Tiempo (horas por año)	2.600	382	186
Impuesto a las ganancias (%)	22,4	19,9	15,4
Impuestos laborales y contribuciones (%)	40,9	14,6	24,0
Otros impuestos (%)	3,8	13,2	3,2
Tasa de impuestos total (% de ganancia)	67,1	47,7	42,7

Fuente: Banco Mundial

LIDERAZGO REGIONAL Y TENDENCIAS PROTECCIONISTAS

Brasil ejerce un papel de liderazgo cada vez más destacado en Latinoamérica, mantiene acuerdos comerciales prácticamente con todos los países de la región y sus políticas económicas ejercen una enorme influencia en el resto de gobiernos latinoamericanos. Aunque se le ve de forma amistosa y como un ejemplo en buena parte del continente, también se recela de su creciente influencia, que no duda en ejercer de forma contundente frente a sus vecinos para defender sus intereses. Asimismo, a pesar de calificar frecuentemente la política monetaria de los países desarrollados de "guerra cambiaria" y hacer frente común con los países en desarrollo contra la política de aranceles y ayuda a la agricultura en Europa⁽²⁾ y EE.UU., mantiene en general buenas relaciones con las IFIs y los países occidentales. Washington tiene un especial interés en cultivar las relaciones con Brasil por su influencia creciente en la región y por las perspectivas de que los yacimientos de crudo recientemente encontrados permitan reducir las importaciones provenientes de Venezuela. Además, a diferencia de Lula, que irritó a la Casa Blanca con sus intentos de mediación con Irán en relación a su programa nuclear, Rousseff ha abandonado cualquier tipo de interlocución con Teherán, lo que ha favorecido las relaciones bilaterales. Brasil busca a su vez apoyo en la Casa Blanca para conseguir uno de sus principales objetivos de política exterior: la reforma de la ONU y la obtención de un asiento permanente en el Consejo de Seguridad.

(2) Las negociaciones para un acuerdo arancelario entre la UE y Mercosur se encuentran estancadas desde hace años por las discrepancias en los capítulos agrícolas.



Sin embargo, las relaciones de Brasil con sus principales socios comerciales no son siempre fluidas debido a la política comercial de tono proteccionista y de promoción de “campeones nacionales” en los principales sectores industriales que desde hace décadas han seguido sus gobiernos y que incluso se ha intensificado en los últimos años. Rousseff y su Ministro de Hacienda, Guido Mantega, son sensibles a los problemas de competitividad de la industria, y no han dudado en establecer aranceles y controles, especialmente en sectores en problemas, como el de la automoción. Las fricciones han sido recurrentes con Argentina debido al todavía mayor proteccionismo ejercido por el vecino del Sur. Así, a pesar de pertenecer ambos países a Mercosur y mantener buenas relaciones diplomáticas, Brasil ha emprendido en 2012 fuertes represalias a raíz de las diversas medidas de carácter administrativo contra las importaciones, como el establecimiento de licencias de importación, aplicadas por Buenos Aires. También se han aprobado cuotas a la importación de vehículos para limitar el impacto del acuerdo comercial bilateral de 2003 recientemente renegociado con México.

Algo muy similar sucede con China, que se ha convertido en el principal socio comercial y uno de los grandes inversores en el país. Aunque oficialmente Brasil fomenta la participación de China en su economía, existe una gran preocupación por la dependencia de este mercado para la exportación agrícola y por el fuerte ascenso de las importaciones industriales procedentes de allí. Así, por ejemplo, Brasil no ha dudado en aplicar medidas anti dumping contra las importaciones chinas en el sector textil o, más recientemente, en el sector automoción, con la imposición de licencias de importación que implican hasta 60 días de retraso.

Por último, hay que señalar la relativa cercanía con el eje de países latinoamericanos liderado por Hugo Chávez. Brasil ha firmado numerosos acuerdos de colaboración energética con Caracas, aunque frecuentemente han quedado vacíos de contenido en la práctica, como el ya olvidado proyecto del Gran Gaseoducto del Sur, que debía unir Venezuela con Argentina. En realidad, frente a Venezuela, Brasil juega frecuentemente el papel de moderador. Así por ejemplo ha sucedido en el caso de Paraguay, con la reciente destitución del Presidente Fernando Lugo. Venezuela pretendía que se impusieran desde Mercosur duras sanciones económicas contra el nuevo gobierno paraguayo. Sin embargo, Brasil abogó y consiguió mantener las sanciones en el plano político, suspendiendo a Paraguay de Mercosur. Esta actitud obedece en gran parte también a que a Brasil no le interesa poner en peligro su acuerdo con Paraguay sobre la gigantesca presa de Itaipú, con la que cubre cerca de un 20% de sus necesidades eléctricas.



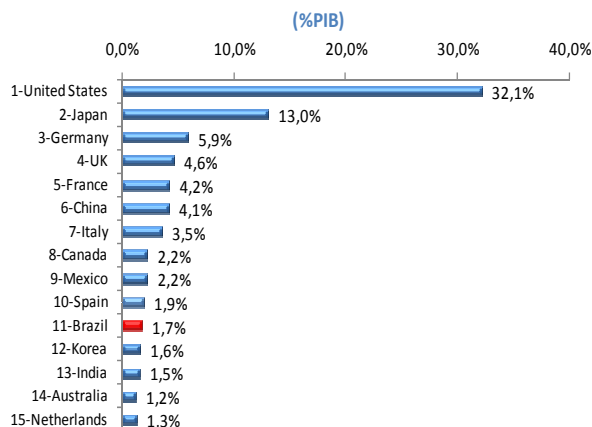
EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- **Economía de gran tamaño, rica en recursos y con una estructura productiva moderna. Tiene además un fuerte potencial de desarrollo.**
- **El rápido ritmo de crecimiento y el riesgo de sobrecalentamiento han dado paso a un brusco enfriamiento, que de momento está siendo bien gestionado por las autoridades.**
- **Problemas para la política cambiaria y monetaria derivados de la entrada de capitales y los altos precios de las materias primas.**
- **Sistema financiero bien capitalizado, excesivo peso de la banca pública en el sistema financiero.**

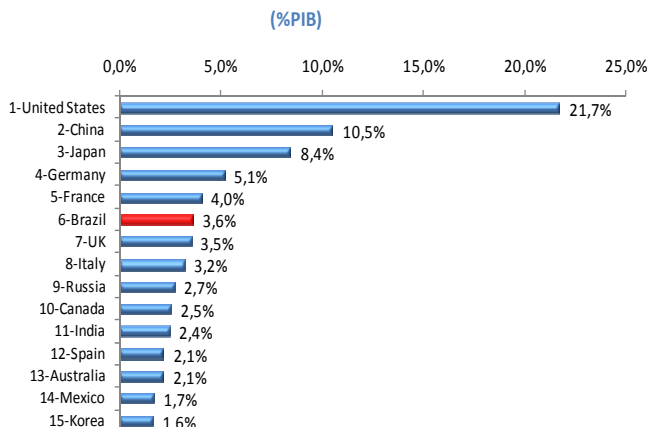
ECONOMÍA DE GRAN TAMAÑO, DIVERSIFICADA Y CON ALTO POTENCIAL

Brasil es una economía de gran tamaño, con un mercado interior de grandes dimensiones, el mayor en Latinoamérica, lo que ha hecho del país destino indispensable de la inversión extranjera en la región. Además, en la última década, el notable ritmo de crecimiento le ha permitido erigirse como líder de la región. En los últimos diez años ha pasado de suponer el 30% del PIB latinoamericano a más del 40% y de ser la 11ª economía del mundo a la 6ª, con un PIB de 2,47 bill.\$ en 2011, por delante de países del G8 como Reino Unido e Italia. Además, por tamaño de población (196 mill. hab.), dotación de recursos naturales y nivel relativo de renta (9.390 \$) Brasil podría seguir creciendo a tasas relativamente elevadas en los próximos años y convertirse, no solo en una potencia económica regional, sino también mundial.

LAS 15 PRIMERAS ECONOMÍAS DEL MUNDO EN 2001....



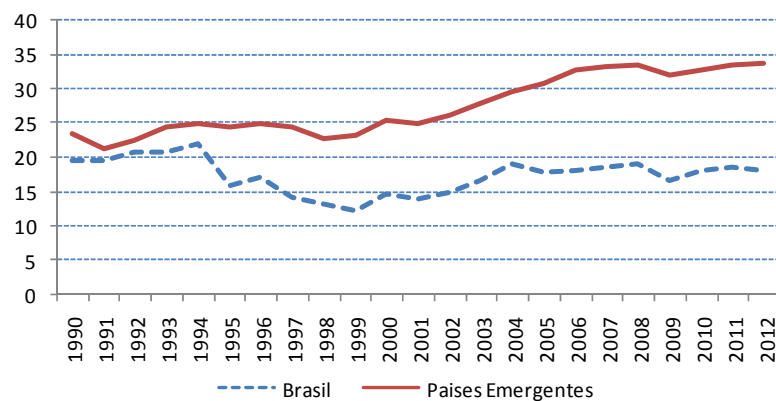
LAS 15 PRIMERAS ECONOMÍAS DEL MUNDO EN 2011



Fuente: FMI

Sin embargo, Brasil ya se ha encontrado en otras ocasiones envuelto en un halo de optimismo similar al actual que se ha visto posteriormente defraudado. Gran parte del éxito de la última década proviene de la estabilidad generada por las políticas macroeconómicas y los favorables precios de los productos de exportación. Sin embargo, estos beneficios son limitados e incluso reversibles. A diferencia de las economías asiáticas, Brasil no ha experimentado un fuerte crecimiento en su productividad ni en su tasa de ahorro o inversión, que siguen siendo relativamente bajas (17%-19% respectivamente). Muchos economistas señalan la baja tasa de ahorro como el principal obstáculo para el crecimiento a largo plazo, ya que induce altas tasas de interés y propensión a desequilibrios externos. Cuando Brasil ha registrado puntualmente tasas muy elevadas de expansión del PIB, como en 2010, la oferta productiva no ha sido capaz de responder de forma efectiva y se han hecho evidentes los cuellos de botella en muchos sectores, la falta de mano de obra cualificada y las carencias en infraestructuras. Esto se ha traducido rápidamente en problemas inflacionarios y dificultades para la política monetaria y cambiaria. Otro freno no menos importante a las mejoras en la productividad es el eterno problema del excesivo peso de la burocracia, la compleja maraña de impuestos y la estricta regulación laboral. Así pues, aunque Brasil cuenta ya con un nada desdeñable potencial de crecimiento cercano al 4% del PIB, debe acometer profundas reformas estructurales si aspira a alcanzar los pronósticos de convergencia a largo plazo más optimistas.

Tasa de ahorro 1990-2012 (%PIB)

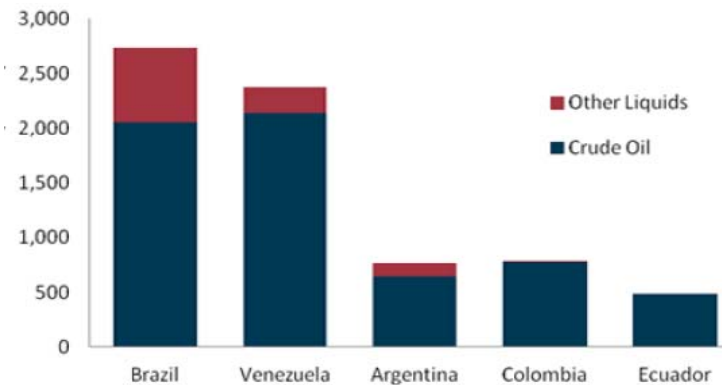


Fuente: FMI

Brasil cuenta con una estructura productiva moderna y relativamente bien diversificada. El sector servicios aporta más del 60% del PIB y el desarrollo industrial es notable, tanto de industria pesada e intermedia como de bienes de consumo. No obstante, en los últimos años se advierte una creciente concentración de las exportaciones en los productos primarios (casi la mitad de las totales). Brasil es, sin duda, una gran potencia agrícola. Está entre los primeros productores y exportadores del mundo de soja, carne, naranjas, café, maíz, azúcar, celulosa y otros cultivos. El peso de la agricultura en el PIB, de cerca del 5%, subestima su importancia, ya que supone cerca del 20% del empleo y más de un tercio de todas las exportaciones. El país también cuenta con una formidable dotación de recursos minerales, principalmente hierro, bauxita, cobre, plomo y oro. Este sector ha sido uno de los principales objetivos de la inversión extranjera y su producción ha crecido casi exponencialmente en los últimos años.

Brasil también posee una producción de petróleo notable, que se estima alcanzará los 2,8 mill. b/d en 2012, lo que le permitirá sobrepasar a Venezuela como el primer productor de Sudamérica. No obstante, dadas las necesidades de consumo interno, la capacidad exportadora es, por el momento, mínima. Esto esta llamado a cambiar una vez que se exploten los enormes yacimientos de gran profundidad encontrados en 2007 frente a las costas brasileñas. Aunque las estimaciones varían mucho, se cree que las reservas de este tipo pueden estar en torno a los 50.000 mill. de barriles y colocarían a Brasil entre los primeros exportadores del mundo en la próxima década. Sin embargo, para que estos pronósticos se cumplan es necesario un titánico esfuerzo inversor y afrontar graves dificultades técnicas, mayores si cabe debido a los requerimientos acerca de utilización de materiales y participación nacional en las explotaciones. En gran parte por estos motivos Petrobras⁽³⁾, la petrolera estatal, que debe tener una participación de al menos el 30% en todos los proyectos y tiene previsto invertir 141.800 mill.\$ de aquí a 2016, redujo su producción objetivo de largo plazo de 6,4 a 5,7 mill. de barriles.

Sudamérica: Principales productores de petróleo 2010



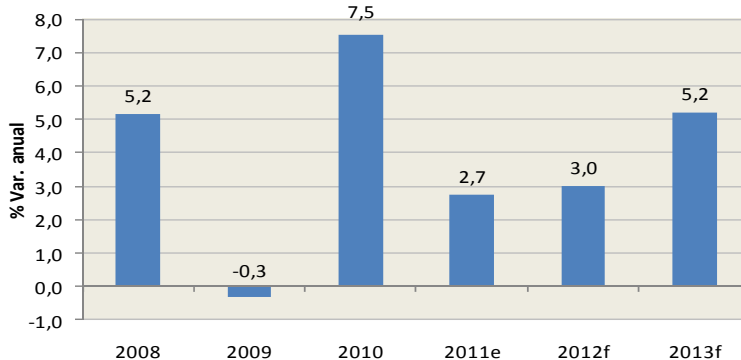
Fuente: EIA

COYUNTURA: EL CRECIMIENTO SE DEBILITA

Brasil ha mostrado una notable fortaleza frente la compleja y volátil coyuntura internacional de los últimos años. Tras crecer en promedio un notable 4,8% en el quinquenio 2004-08, durante la crisis internacional sufrió una contracción del PIB relativamente suave, del -0,3% en 2009. Fueron claves en este resultado las políticas anti cíclicas, tanto los estímulos fiscales como la fuerte bajada de tipos de interés (500 puntos básicos en 2009), así como la expansión del crédito a través de la banca pública (BNDES). También ayudaron la pronta recuperación de otros países emergentes, en particular China, y de los precios de las materias primas de exportación.

(3) Para afrontar el esfuerzo inversor Petrobras realizó en 2010 la mayor ampliación de capital habida en Latinoamérica hasta la fecha, por valor de 78.000 mill.\$. En la misma el Estado amplió su participación en la compañía del 39 al 55%.

Crecimiento del PIB

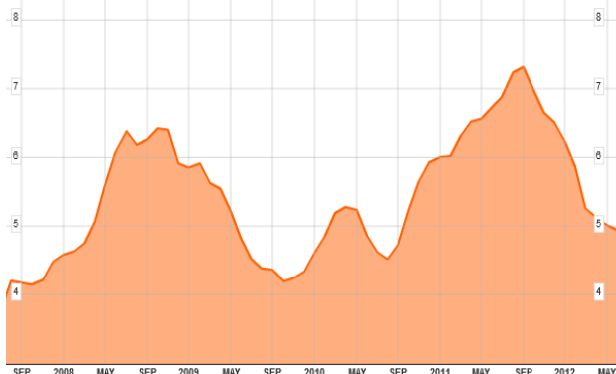


Fuente: IIF

Brasil experimentó en poco tiempo una recuperación a un ritmo mucho mayor del previsto. En 2010 el PIB llegó a crecer un 7,5%, la tasa más alta de los últimos 25 años y una de las más altas entre los países emergentes. El fuerte crecimiento se tradujo rápidamente en preocupación por el excesivo sobrecalentamiento y las tensiones inflacionarias (5,9% en 2010). Sectores como la construcción daban incluso signos de experimentar una burbuja inmobiliaria, con rapidísimos incrementos de los precios de la vivienda en las principales ciudades. Al mismo tiempo, el recurrente problema de la entrada de capitales a corto plazo se intensificó, lo que se tradujo en una rápida apreciación del real (cerca de un 30% entre 2009 y 2011). El Banco Central reaccionó subiendo los tipos de interés al tiempo que aplicaba, sin mucho resultado, mayores controles sobre la entrada de capitales para aliviar la presión sobre el sector industrial exportador.

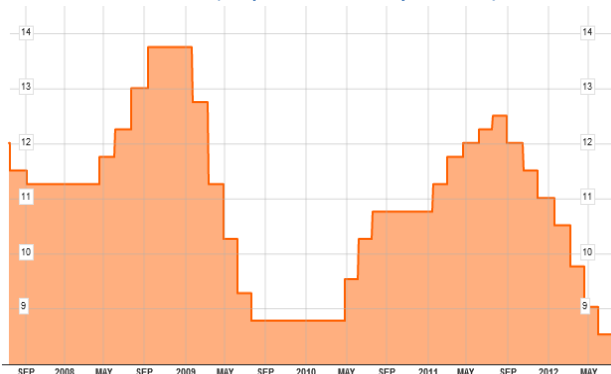
Inflación

IPC Var anual % (sep. 2008-jun. 2012)



Tipo de interés de referencia

Selic (sep. 2008-may. 2012)

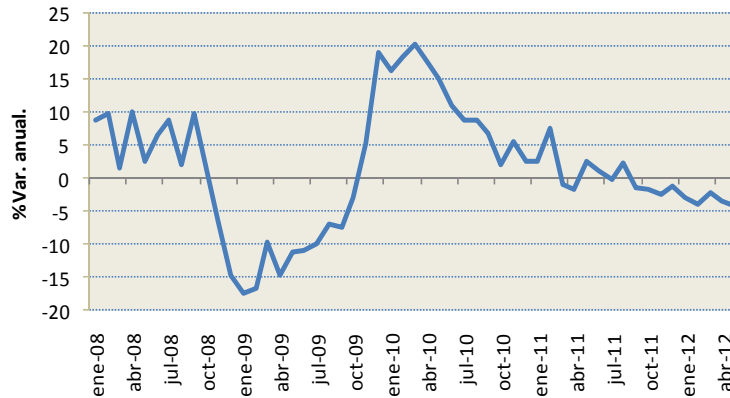


Fuente: Bloomberg

Sin embargo, a mediados de 2011, la coyuntura cambió drásticamente. El impacto de las subidas de tipos de interés se empezó a notar en el ritmo de expansión del crédito, al tiempo que eso mismo estaba sucediendo en otras economías emergentes de las que depende la demanda externa, como la china. Asimismo, el impacto del agravamiento de la crisis de la Eurozona se nota también sobre el sector financiero y la confianza inversora. Incluso el Real empezó a depreciarse, al incrementarse la aversión al riesgo en el mercado internacional de capitales. De todas formas, el sector industrial, especialmente en bienes de capital y bienes de uso duradero, es el que refleja mejor el cambio evidente de la coyuntura, con tasas de contracción superiores al 4% a lo largo de 2011. Una vez más, el sector de la automoción, que por si solo supone cerca de un 5% del PIB, es el que ha sufrido mayores caídas tanto en la producción como en las ventas, de más del 10%. De este modo el crecimiento del PIB cayó de forma brusca en 2011 hasta el 2,7%.



Producción industrial



Fuente: Banco Central de Brasil

Nuevamente las autoridades están haciendo frente con decisión a la nueva coyuntura y utilizando todas las herramientas de política económica para frenar el deterioro del crecimiento. El Banco Central ha emprendido una agresiva política de rebaja de tipos de interés, que en un principio resultó muy controvertida porque al arrancar, a mediados de 2011, las cifras de inflación se situaban por encima del 7%, pero que los datos posteriores han reivindicado. Así, aunque Brasil sigue teniendo unos tipos de interés comparativamente elevados, la tasa de referencia ha caído en poco más de ocho meses del 12,5% hasta el 8% en julio de 2012 y algunos pronostican que cerrará el año en el 7%. Por su parte, el gobierno también ha emprendido una postura más activa en cuanto a los estímulos fiscales. El pasado mes de abril Rousseff aprobó un paquete de medidas, consistente principalmente en reducciones fiscales y ampliación de los programas de crédito del BNDES, que se estima en 35.000 mill.\$.

Como resultado, se espera que durante la segunda mitad del año el crecimiento repunte y se cierre 2012 con una tasa del 3%, todavía relativamente saludable. Asimismo, se prevé que en 2013 el crecimiento se sitúe por encima del 4%. No obstante, este pronóstico está obviamente sujeto a que la desaceleración de la economía china se produzca de forma suave y a que la crisis de la Eurozona no termine por convertirse en una nueva crisis financiera internacional. En el lado positivo, hay que señalar que los datos de desempleo siguen en mínimos históricos (5,8% en mayo de 2012) y que la inflación esta moderándose rápidamente: cayó por debajo del 5% según el último dato de junio, aunque todavía se espera que cierre el año en el 5,3%, por encima del objetivo del Banco Central (4,5%). Por su parte, la menor presión sobre el tipo de cambio se ha traducido en que el Real ha cedido terreno hasta la cota de los 2 R/\$, en torno en el que se espera se mantenga en los próximos meses.

Tipo de cambio real/\$



Fuente: Oanda FX

SISTEMA FINANCIERO SANEADO CON EXCESIVA PRESENCIA PÚBLICA

El sistema bancario brasileño presenta, en líneas generales, un aspecto saludable y no se ha visto muy alterado por las turbulencias financieras que han afectado tan profundamente al sector a nivel mundial. El sistema de supervisión es comparable al de la mayoría de países de la OCDE; sus entidades se financian casi totalmente de su negocio minorista, y no dependen por tanto de la financiación mayorista internacional (la tasa de préstamos sobre depósitos es del 104%). Asimismo, las tasas de capitalización, rentabilidad y morosidad arrojan datos positivos. En los últimos años la ratio de capitalización se ha situado siempre entre las más altas de los países emergentes, en torno al 17%, notablemente por encima del mínimo requerido por el Banco Central (11%), que a su vez se encuentra dos puntos por encima de la establecida por Basilea III (9%). Además, a diferencia de otros sistemas financieros de la región, no sufre de un problema de encaje cambiario por dolarización. El peso del préstamo en moneda extranjera no supera el 10%. No obstante, los altos tipos de interés provocan que el peso del servicio de la deuda sobre la renta disponible de las familias sí sea algo elevado, cerca del 20%.

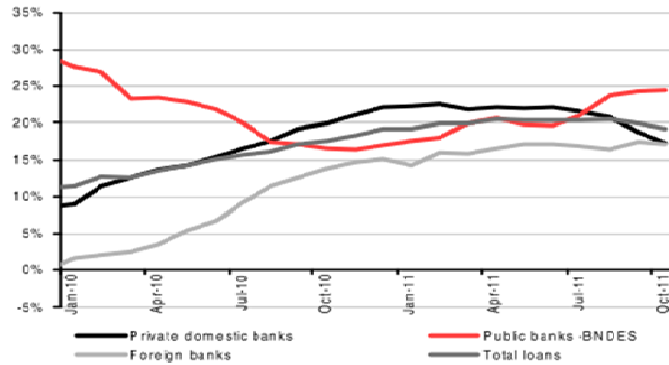
	2011e	2010	2009	2008	2007
Crédito / PIB	51,3	47,4	45,5	41,3	35,4
Deuda / Renta disponible (hogares)		39,2	35,4	32,2	29,1
Servicio de la deuda / Renta disponible (hogares)		19,4	19,6	18,6	17,2
Deuda empresarial / PIB	23	21,9	23,9	22,8	18,9
Tasa de morosidad	3,6	3,6	4,6	3,3	3,3
% Deuda en moneda extranjera	6,8	5,8	4,7	9,1	8,3

Fuente: S&P

Posiblemente el aspecto más controvertido del sistema financiero brasileño sea la enorme presencia de la banca pública en el sector. El Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) es la principal entidad del país y acumula el 20% de todos los préstamos del sistema. En su conjunto, los bancos públicos suman el 44% del negocio bancario. No obstante, esto ha sido una ventaja a la hora de aplicar políticas anti cíclicas en los últimos años, lo que ha intensificado todavía más la presencia de las entidades públicas. Así, durante 2009, tras el estallido de la crisis internacional, la banca pública incrementó espectacularmente el crecimiento del crédito, a tasas superiores al 30%, mientras el crédito privado, especialmente el de bancos foráneos, se contraía, algo que fue clave en la suave recesión que registró el país. Nuevamente, desde finales de 2011, aunque de forma menos pronunciada, se está produciendo un fenómeno similar, en el que la banca pública está compensando la menor actividad del sector privado. Sin embargo, esta actividad anti cíclica junto con el fuerte incremento del crédito en la última década (ha pasado de un reducido 25% del PIB a algo más del 50%) ha hecho que algunos analistas se preocupen por la calidad de los activos en manos de los bancos públicos y adviertan de un posible repunte de la morosidad ante una eventual recesión.



Crecimiento del crédito var. anual %



Fuente: HSBC

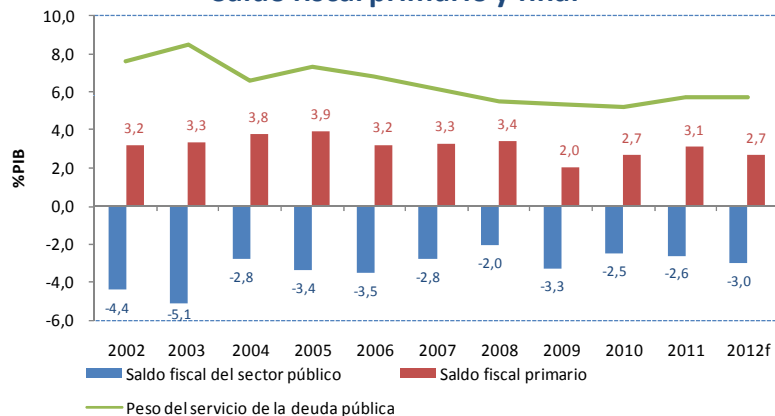
SECTOR PÚBLICO

FAVORABLE EVOLUCIÓN DE LA POSICIÓN FISCAL

- **Positivo historial reciente de política fiscal. Déficit fiscales manejables.**
- **Los altos tipos de interés y el volumen de la deuda determinan un elevado peso del servicio de la deuda pública.**
- **Reducción del peso de la deuda pública y drástica mejora de su estructura. Grado de inversión desde 2008.**

En la última década Brasil se ha caracterizado por mantener una política fiscal relativamente prudente, sujeta siempre al cumplimiento de saldos primarios superavitarios cercanos al 3% del PIB con objeto de consolidar su perfil deudor. Sin embargo, a pesar de este resultado tan positivo, se registran déficits fiscales a causa del elevado peso de la deuda pública, en particular por los altos intereses de la misma, herencia de pasadas décadas de excesos fiscales y descontrol monetario. De todas formas, estos desequilibrios son manejables y se están reduciendo, lo que ha permitido reducir también de forma drástica el peso de la deuda sobre el PIB.

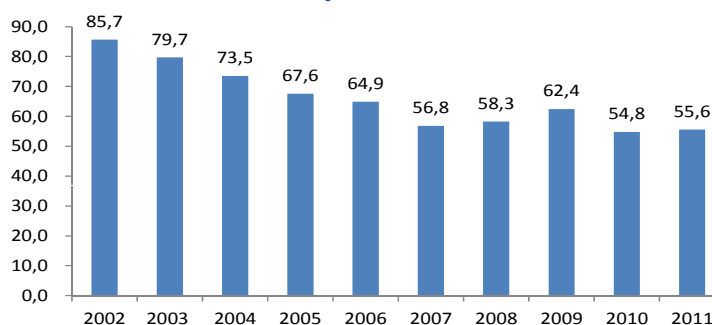
Saldo fiscal primario y final



Fuente: IIF

Brasil cuenta con uno de los sectores públicos de mayor tamaño de Latinoamérica. Los ingresos públicos en proporción al PIB eran en 2011 del 37,9%, cifra muy por encima de otros países emergentes y similar a la de los países de renta alta de la OCDE. Así pues, el buen resultado de las cuentas públicas de los últimos años viene en buena parte determinado por el dinamismo de la economía y el alto nivel de presión fiscal. Con todo, en el último lustro el déficit público ha promediado un moderado 2,6% del PIB. Incluso en los años 2009-10, cuando se utilizó más activamente el presupuesto para estimular la economía, el déficit no sobrepasó el 3,3% del PIB. Del mismo modo, en 2011, a pesar de la ralentización del crecimiento, el ejecutivo, liderado en esta faceta por Guido Mantega, que se ha mantenido al frente de la cartera de Hacienda en las dos últimas administraciones, ha mantenido cierto tono de moderación fiscal. Gracias a ello, el superávit primario creció en 2011 hasta el 3,1% del PIB y el déficit final fue 2,6%, prácticamente igual que el año anterior. En 2012 ya sí se notará la relajación del gasto de cara a estimular el crecimiento. El superávit primario caerá cuatro décimas y se estima que el déficit será del 3% o algo superior.

Deuda pública % PIB



Fuente: IIF

Los déficits públicos no han impedido que el peso de la deuda pública respecto al PIB haya descendido de forma radical en la última década, del 85,7% del PIB al 55,6% que registró en 2011, un nivel todavía relativamente alto. El peso de los intereses supuso todavía en 2011 un excesivo 14,8% del presupuesto.

Más radical si cabe ha sido la transformación de la estructura de la deuda. Brasil ha aprovechado inmejorablemente la mejora del acceso a los mercados para reducir la vulnerabilidad frente a los tipos de cambio, tipos de interés y plazos. Tan recientemente como en 2004, el 50% de la deuda estaba indexada al Selic, mientras que en 2011 era solo un tercio. Igualmente, la deuda de corto plazo ha pasado de suponer el 40% al 23% del total, y la deuda pública en moneda extranjera se ha reducido del 25% al 4%. La sensibilidad a los tipos de cambio diferencia enormemente a Brasil de otros países de la región. En la crisis de 2002 la depreciación del real provocó un incremento de la deuda sobre el PIB del 17%. Sin embargo, hoy en día el impacto sería positivo, debido a que la posición en dólares es acreedora neta. Así pues, a pesar de tener un volumen de endeudamiento elevado, Brasil hoy es relativamente resistente a los vaivenes del mercado internacional de capitales. Buena prueba de ello es la mejora de su calificación de deuda soberana, que alcanzó el grado de inversión en 2008 e incluso ha mejorado un escalón tras la crisis.

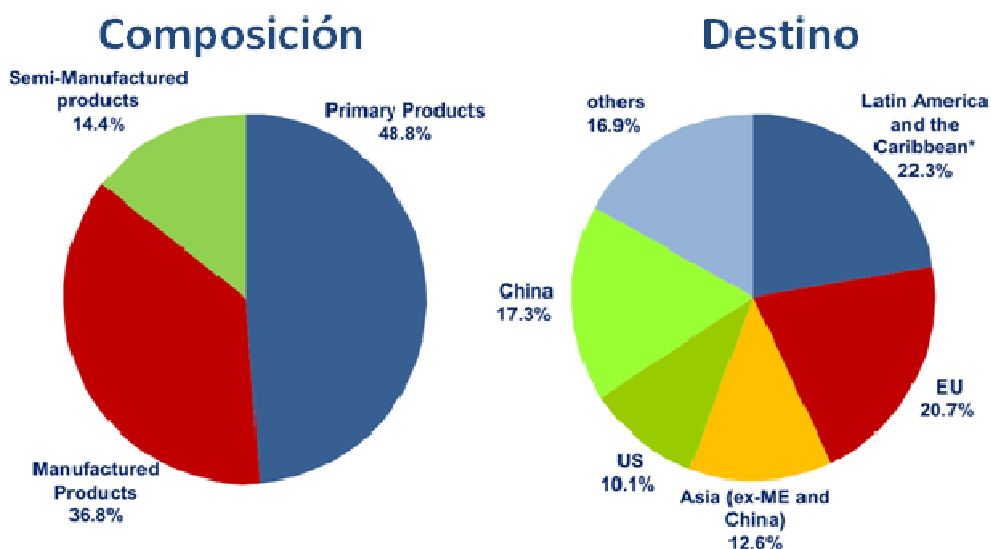
	Moody's	S&P	Fitch
Chile	Aa3	A+	A+
México	Baa1	BBB	BBB
Brasil	Baa2	BBB	BBB
Colombia	Baa3	BBB-	BBB-
Turquía	Ba1	BB	BBB-

SECTOR EXTERIOR

PERFIL DE SOLVENCIA EXTERNA FAVORABLE

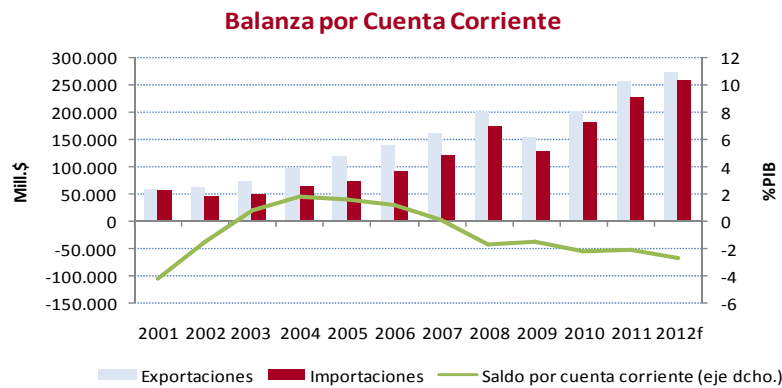
- Escasa apertura exterior. Incremento de la dependencia de las materias primas.
- Los superávits por cuenta corriente se han transformado en moderados déficits.
- Amplia capacidad de financiación. Fuerte entrada de capitales tanto en forma de inversión directa como de corto plazo. Elevado nivel de reservas.
- Escaso endeudamiento externo. Posición neta acreedora.

La economía brasileña ha sido tradicionalmente muy poco abierta, en buena parte a causa del elevadísimo nivel de protección, arancelaria y, especialmente, administrativa (licencias de importación, reglamentaciones técnicas, mínimos de producción nacional en los proyectos). En 2011 la tasa de apertura era de apenas el 20% del PIB, muy por debajo de otros países comparables de la región, como México y Chile, o del promedio de los países emergentes (40%). Además, la tasa de apertura apenas se ha incrementado en los últimos años, a pesar del auge de las exportaciones de materias primas, que han pasado de suponer el 29,5% de las totales en 2005 a casi el 50% en 2011. Así pues, se está produciendo cierto declive de la industria exportadora en favor de un sector que siempre es más volátil, debido a las fuertes variaciones en los precios de los mercados internacionales. En cuanto al destino de las exportaciones, llama la atención el fuerte crecimiento de China, que con el 17,3% se ha convertido en el principal cliente, por encima de EE.UU. No obstante, la desagregación geográfica de las exportaciones muestra todavía un patrón relativamente bien diversificado.

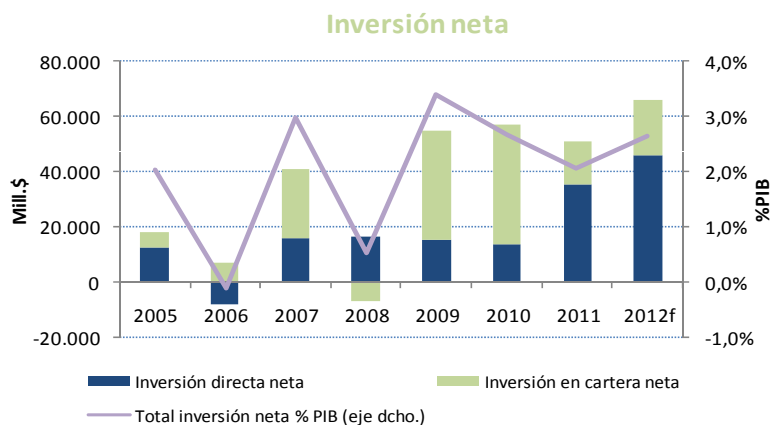


Fuente: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior

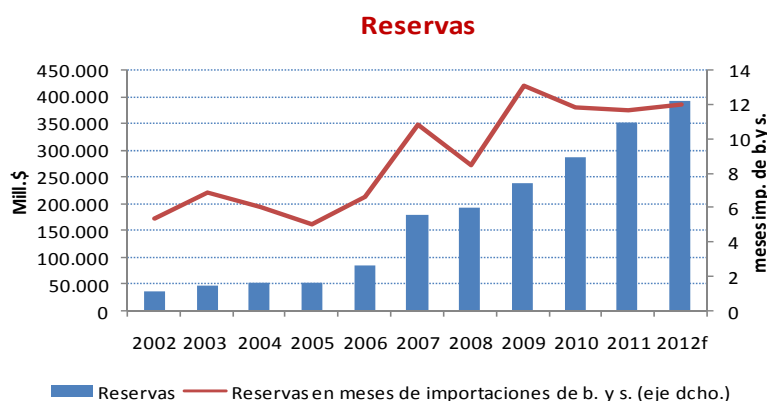
Entre 2003 y 2008 Brasil ha experimentado un período excepcionalmente positivo de su balanza exterior. Tras la fuerte depreciación del real posterior a la crisis de 2001-02 y, gracias al alza de los precios de las materias primas, la balanza comercial registró saldos ampliamente superavitarios y la balanza por cuenta corriente, tradicionalmente deficitaria, comenzó a arrojar saldos positivos, algo que en décadas anteriores solo había sucedido esporádicamente. Así, uno de los principales puntos débiles de la economía brasileña se convirtió en uno de los puntales de su solvencia. En los últimos años se ha estrechado el superávit comercial y han vuelto a registrarse saldos corrientes negativos, debido al fuerte crecimiento de las importaciones. Sin embargo, los desequilibrios han sido hasta el momento de escasa magnitud y se cubren holgadamente con la entrada de inversión extranjera directa, por lo que no plantean problemas desde el punto de vista de la solvencia. Además, de cara a la próxima década, Brasil podría convertirse en un importante exportador de petróleo, lo que tendrá sin duda un impacto favorable en las cuentas externas.



La crisis internacional propició que las exportaciones se desplomaran un 23% en 2009. Desde entonces han crecido con fuerza; en 2011, un espectacular 26%, hasta 256.040 mill.\$, mientras que las importaciones crecieron algo menos, un 24% hasta 226.243 mill.\$. Gracias a ello el superávit comercial se amplió hasta casi 30.000 mill.\$. Sin embargo, un año más el déficit de la balanza de servicios, transferencias y rentas superó ampliamente esta cifra. De esta forma la balanza por cuenta corriente registró en 2011 un déficit de 52.612 mill.\$ (2,1% del PIB). Se estima que la moderación en el ritmo exportador ampliará el desequilibrio exterior en los próximos años hasta cerca del 3%.



Brasil es uno de los principales polos de atracción de la inversión extranjera en el mundo. Esto se produce en dos vertientes, tanto en los capitales de corto plazo como en la inversión directa. Por un lado, debido a los altos tipos de interés internos y al amplio diferencial con respecto a los que hoy prevalecen en los países desarrollados, Brasil atrae un enorme flujo de inversión en cartera. Esto provoca dificultades de política monetaria y expone al tipo de cambio a la volatilidad del apetito al riesgo del capital internacional. Por otro lado, a pesar del complejo clima para hacer negocios, el gran tamaño de su mercado interior, las perspectivas de crecimiento, así como las grandes riquezas minerales del país, atraen un enorme flujo de inversión directa. En los dos últimos años, ésta ha crecido de forma espectacular, hasta alcanzar la cifra record de 62.000 mill.\$ en 2011, lo que le convierte en el 5º receptor de IDE del mundo. Así pues, la financiación del déficit corriente no supone ningún problema.



Fuente: IIF

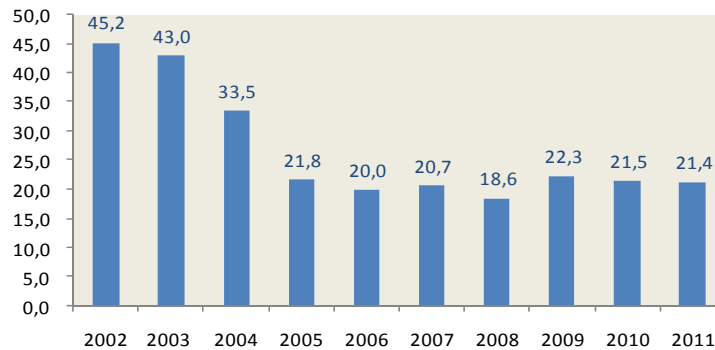
Al contrario, esta fuerte entrada de capitales junto con los buenos resultados en la cuenta corriente han propiciado una espectacular acumulación de reservas en la pasada década. Evidentemente, también las ocasionales intervenciones del Banco Central para evitar una excesiva apreciación del Real han favorecido esta acumulación. Así, a abril de 2012, el volumen de reservas era de 372.486 mill.\$, un nivel extraordinariamente alto, que equivale aproximadamente a un año de importaciones de bienes y servicios. Así pues, el país cuenta con un formidable arsenal con el que hacer frente a posibles shock externos.

DEUDA EXTERNA REDUCIDA

Hasta mediados de los noventa el historial de pagos de Brasil había sido muy irregular. El elevado peso de la deuda, junto con el descontrol hiperinflacionario y del tipo de cambio provocaron en el pasado numerosas moratorias de pagos al exterior. Brasil ha acudido hasta en seis ocasiones al Club de París, la última de ellas en 1992. Las refinanciaciones se hicieron siempre en términos clásicos y ya liquidó todos los importes pendientes de estas operaciones. La estabilización monetaria que supuso la introducción del real en 1994 puso fin a esta trayectoria. En la última década, además, el fuerte crecimiento, la reducción del peso de la deuda pública y el empeño en limitar al máximo las emisiones internacionales frente a las domésticas han reducido de forma radical el endeudamiento externo. Ello ha desembocado en una mejora continua en el perfil de solvencia externa, que ha favorecido una rápida mejora en la clasificación de Riesgo-País de la OCDE. En efecto, Brasil ha pasado de estar clasificado en grupo 6 en 2004 a grupo 3, en el que se encuentra desde 2007.

La deuda externa se encuentra actualmente en niveles muy reducidos. En 2011 ascendía a 529.000 mill.\$, lo que equivale al 21,4% del PIB y al 173% de los ingresos corrientes externos. Por otra parte, la deuda externa de corto plazo es relativamente pequeña. En 2011 era de 105.193 mill.\$, lo que implica que las reservas cubren estas obligaciones seis veces, lo que configura un confortable nivel de liquidez.

Deuda externa %PIB



Fuente: IIF

En cuanto al servicio de la deuda, a pesar del notable coste por los elevados tipos de interés, en 2011 equivalió a un 18% de los ingresos por exportación de bienes y servicios, cifra ya manejable y muy lejos del 41,3% de 2006.

Por acreedores, la deuda bancaria (32%) y la deuda comercial no bancaria (51%) se reparten casi la totalidad de la deuda externa. Las Instituciones Financieras Internacionales y la deuda oficial bilateral representan un parte muy pequeña, el 6,2,% y el 10,3% del total, respectivamente. El FMI llegó a representar más del 11% en 2004. Sin embargo, Brasil prepagó en 2005 la deuda contraída con el FMI (20.600 mill.\$) y con los acreedores del Club de París (1.700 mill.\$). Con estas recompras, Brasil parece dejar atrás definitivamente su pasado de moratorias, impagos y crisis financieras.