

# BRASIL

Actualización del Informe de julio 2012

*Madrid: 29 de octubre de 2013*





A destacar

**La Presidenta Rousseff pierde popularidad ante el fenómeno de las protestas y la caída del crecimiento. Su reelección en octubre de 2014 ya no está asegurada.** El sistema democrático sigue firmemente consolidado; no obstante, las masivas protestas de junio contra el sistema político, la corrupción y los problemas en los servicios públicos han puesto de manifiesto el sentimiento de frustración de la clase media y la volatilidad del apoyo político. De todas formas, Rousseff sigue siendo la favorita para salir reelegida en 2014.

**Economía de gran tamaño, diversificada y rica en recursos.** Brasil es una potencia económica regional, con una gran dotación de recursos naturales y una estructura económica relativamente bien diversificada, aunque con una creciente dependencia de las materias primas. Los yacimientos de crudo encontrados en los últimos tiempos le darán acceso a una notable fuente de ingresos externos en el futuro.

**Reformas pendientes.** Serias deficiencias estructurales lastran el crecimiento. 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, las trabas administrativas y una rígida regulación laboral.

**Desaceleración del crecimiento y tensiones de precios.** Tras experimentar una de las recuperaciones más rápidas e intensas tras la crisis internacional, Brasil ha entrado en una fase de lento crecimiento, marcada por los problemas de competitividad de su industria, las presiones inflacionarias y la volatilidad cambiaria. El margen para aplicar políticas de estímulo al crecimiento se ha reducido.

**Deterioro del saldo externo, favorable perfil de solvencia externa.** Los problemas de competitividad se han traducido en un creciente déficit por cuenta corriente, por lo que está más expuesta a la fuerte volatilidad de los flujos de capitales de corto plazo. No obstante, el reducido endeudamiento exterior y el amplio nivel de reservas permiten afrontar con garantías shocks financieros externos.

## SITUACIÓN POLÍTICA

- Sistema democrático consolidado y bajo riesgo de violencia política. No obstante, la reciente ola de manifestaciones ha puesto en evidencia las carencias del sistema político, su inmovilismo y falta de capacidad para afrontar las necesarias reformas estructurales.
- Aunque todavía se espera que la Presidenta Rousseff renueve mandato en las presidenciales de 2014, su desplome en las encuestas ha alentado a otros candidatos y agravado los problemas de cohesión en la coalición de gobierno.
- Pesada carga administrativa y fiscal que dificulta enormemente la actividad empresarial.
- Líder regional, que mantiene buenas relaciones con sus vecinos y las IFIs. Sin embargo, mantiene una política comercial y de inversiones de tono proteccionista.

### LA FRUSTRACIÓN DE LA CLASE MEDIA

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 cierta prudencia fiscal y respeto de la inversión extranjera. No obstante, el país continua sufriendo graves problemas sociales en distintos ámbitos, como la criminalidad, desigualdades y marginación<sup>(1)</sup>. Además, el sistema político es de una excesiva complejidad administrativa, 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.

En este contexto, a pesar del fuerte crecimiento económico, se ha ido generando un creciente descontento entre la cada vez más amplia clase media, debido a un conjunto de factores entre los que destacan: una fuerte presión fiscal (36%, la más alta de Latinoamérica), elevada y persistente inflación, un déficit de infraestructuras y servicios públicos, continuos escándalos de corrupción y altos niveles de criminalidad en las ciudades. En definitiva, la clase media es más exigente y siente frustración al percibir que sus impuestos no se dedican a solucionar sus problemas y se pierden en un pesado y poco transparente sistema político.

(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. Actualmente algo más de la mitad de la población está formada por la clase media baja (un salario de entre 127 y 446\$ al mes).



POBLACIÓN	196,6 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	10.720 \$
EXTENSIÓN	8.514.877 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	R. FED. PRESIDENCIAL
CORRUPCIÓN	69/176
DOING BUSINESS	130/185

De este modo, coincidiendo con la desaceleración económica, terminó por estallar el malestar en junio de 2013. Una manifestación en Sao Paulo contra el aumento del precio del billete de autobús y la desproporcionada intervención policial posterior, desencadenaron una masiva ola de protestas que ha roto radicalmente con la tradicional imagen de baja conflictividad social,

especialmente en comparación con otros países de la región, con la que hasta entonces contaba Brasil. El gobierno decidió recular: retiró la subida del precio del transporte en todo el país (en realidad se trataba de una actualización del precio por la inflación). No obstante, para entonces el fenómeno amalgamaba ya toda una serie de reivindicaciones diversas, y se extendía como la pólvora por las redes sociales, incluso, se empezaban a trazar paralelismos con los fenómenos de revueltas de la Primavera Árabe. En la última semana de junio se celebraron una media de una protesta por hora en 353 ciudades. Por su parte, los sindicatos, intentando capitalizar el clima de descontento social, convocaron la primera huelga general en 22 años. No obstante, su éxito fue notablemente inferior a las convocatorias de las redes sociales.

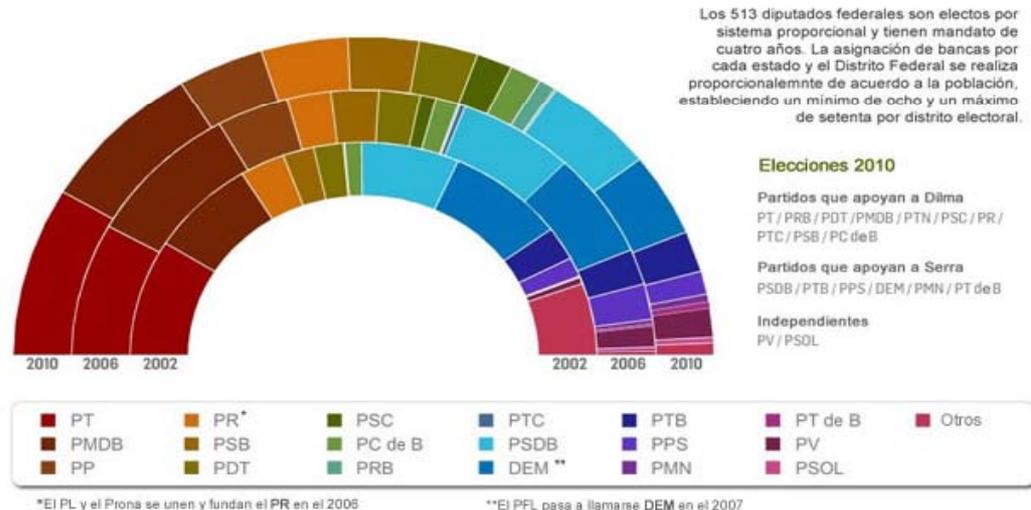
Sin embargo, el movimiento no cuenta con reivindicaciones u objetivos bien definidos, y tampoco con líderes visibles. Al contrario que en las revueltas de Oriente Medio, en las que las diversas fuerzas se unen en el objetivo común de derrocar a un gobierno dictatorial, en Brasil no hay un objetivo de este tipo ni por supuesto se cuestiona el sistema democrático. Incluso la Presidenta Dilma Rousseff parece querer tomar partido por los manifestantes, declarando este movimiento como saludable para la democracia y prometiendo una serie de medidas<sup>(2)</sup>, entre ellas un referéndum para la reforma del sistema político (finalmente paralizado en el Congreso). Sin una agenda concreta, el movimiento terminó por disolverse en los siguientes meses casi tan rápido como había surgido.

La consecuencia política inmediata de la ola de protestas ha sido el debilitamiento de la coalición de gobierno y abrir la carrera a las presidenciales de 2014, ante el desplome de la popularidad de la Presidenta. Así, el PT de Rousseff ha visto como se agravan sus dificultades para obtener la colaboración de otros partidos en el legislativo. Las ya de por sí tensas relaciones dentro de la coalición de gobierno se han deteriorado, ya que muchos partidos consideran que Rousseff ha descargado su responsabilidad en el Congreso. La tensión era ya evidente con el Partido do Movimento Democrático Brasileiro (PMDB), su principal socio, que en 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. Algo similar sucede con el Partido Socialista, que recientemente ha anunciado su retirada de la coalición. Su líder, Eduardo Campos, gobernador del estado de Pernambuco, indicó que esta decisión dará libertad al partido para debatir el futuro político del país, pero todo indica que la razón son sus ambiciones presidenciales.

(2) Su "pacto de cinco puntos" incluye endurecer la legislación contra la corrupción, incrementar el gasto en servicios públicos, especialmente en transporte público y sanidad y dedicar el 100% de los ingresos estatales por petróleo a educación. En cuanto al referéndum de reforma política, debía abolir las votaciones secretas del Congreso, cambiar el sistema de financiación de partidos, endurecer las reglas sobre pactos entre partidos y reformar el sistema electoral.



**Composición de la Cámara de Diputados (comparación con las dos elecciones anteriores)**



En efecto, en estos momentos se duda de la reelección de Rousseff en octubre de 2014, algo que hasta hace poco se daba por seguro. Incluso ha vuelto a resurgir el debate entre sus propias filas sobre la posibilidad de que el ex Presidente Lula la sustituya al frente del PT, algo que parece improbable, pero dependerá del equilibrio de fuerzas entre los candidatos a medida que nos acerquemos a las elecciones. Todo se debe, en definitiva, a que la popularidad de la Presidenta, que fue del 77% en 2012, la más alta de Latinoamérica, y del 57% justo antes de las protestas, cayó de forma abrupta hasta el 30% en julio. No obstante, una vez diluidas las protestas y ante los signos de cierta recuperación económica en los últimos meses, su popularidad parece estar repuntando (36% en agosto). En todo caso, dado que la oposición está enormemente fragmentada y continua por detrás en las encuestas, Rousseff sigue siendo de momento clara favorita para obtener el próximo mandato.

El mayor riesgo en la actual legislatura es que los problemas de 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. 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 poco más de un año la tercera fuerza política en el Congreso.



Así pues, parece difícil que 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 y que son la raíz de muchos de los problemas que provocan el descontento social. Brasil adolece de la que posiblemente sea la estructura fiscal más compleja y con una mayor carga administrativa del continente, además de una 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 2013 a Brasil en el puesto 130 de 183 y en el 28º dentro de las 33 economías latinoamericanas. Llama la atención en particular el pésimo resultado en cuanto al pago de impuestos (puesto 156), donde se detalla que una empresa en promedio emplea 2.600 horas en Brasil para cumplir con sus obligaciones tributarias, mientras que en los países de la OCDE se emplean 176 horas y en Latinoamérica 367.

### Doing Business 2013. Pago de impuestos:

Indicador	Brasil	América Latina y el Caribe	OCDE
Pagos (numero por año)	9	30	12
Tiempo (horas por año)	2.600	367	176
Impuesto a las ganancias (%)	24,6	21,5	15,2
Impuestos laborales y contribuciones (%)	40,8	14,4	23,8
Otros impuestos (%)	3,8	11,3	3,7
Tasa de impuestos total (% de ganancia)	69,3	47,2	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<sup>(3)</sup> 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. 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. De todas formas, las relaciones no están exentas de tirantezas, como la protagonizada a raíz de las revelaciones del caso Snowden sobre el espionaje estadounidense que llevaron a la Presidenta Rousseff a cancelar su encuentro con Barak Obama previsto para octubre de 2013.

Las relaciones de Brasil con sus principales socios comerciales tampoco 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 con 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 emprendió 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 de automoción, con la imposición de licencias de importación que implican hasta 60 días de retraso.

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

Por último, hay que señalar la relativa cercanía con el eje de países latinoamericanos liderado por Venezuela. 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 Caracas, Brasil juega frecuentemente el papel de moderador. Así por ejemplo ha sucedido en el caso de Paraguay, con la 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. Estas mismas contradicciones de la diplomacia exterior brasileña se han puesto de manifiesto en la reciente crisis con Bolivia, que le costaron este verano el puesto al Ministro de Exteriores brasileño<sup>(4)</sup>.

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA

- **Economía de gran tamaño, rica en recursos y con una estructura productiva moderna. Tiene además un fuerte potencial de desarrollo. Creciente dependencia exterior de las materias primas.**
- **El rápido ritmo de crecimiento y el riesgo de sobrecalentamiento han dado paso a un brusco enfriamiento, pero en el que persisten riesgos inflacionarios. Se espera un repunte del crecimiento en 2014.**
- **Problemas para la política monetaria derivados de los flujos de capitales de corto plazo y fuerte pérdida de competitividad.**
- **Sistema financiero bien capitalizado, excesivo peso de la banca pública en el sistema financiero, crecimiento de la morosidad.**

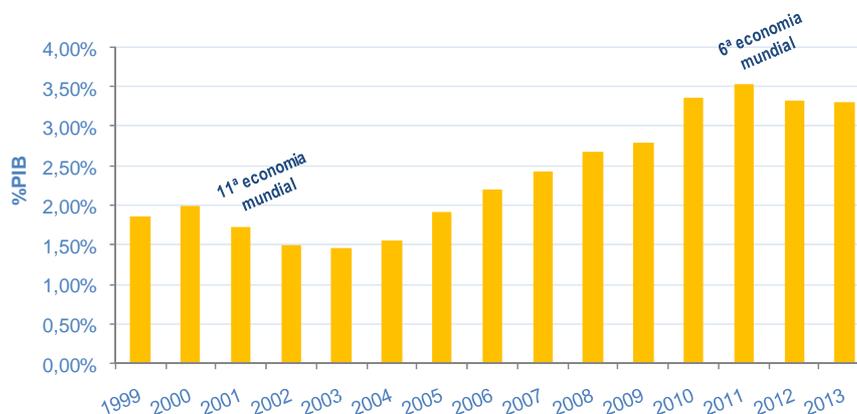
### **ECONOMÍA DE GRAN TAMAÑO Y ALTO POTENCIAL LASTRADA POR LA FALTA DE AHORRO Y CRECIENTE DEPENDENCIA DE LAS MATERIAS PRIMAS**

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 a rivalizar con los países del G8, con un PIB de 2,3 bill.\$ en 2012. Además, por tamaño de población (198 mill. hab.), dotación de recursos naturales y nivel relativo de renta (11.630 \$) Brasil podría seguir creciendo a tasas relativamente elevadas en los próximos años y afianzarse, no solo como potencia económica regional, sino también mundial.

(4) El incidente se debe a la fuga de un político opositor boliviano buscado por cargos de corrupción a través de la embajada brasileña, que según Brasilia se produjo sin el consentimiento del gobierno.



**% PIB mundial**



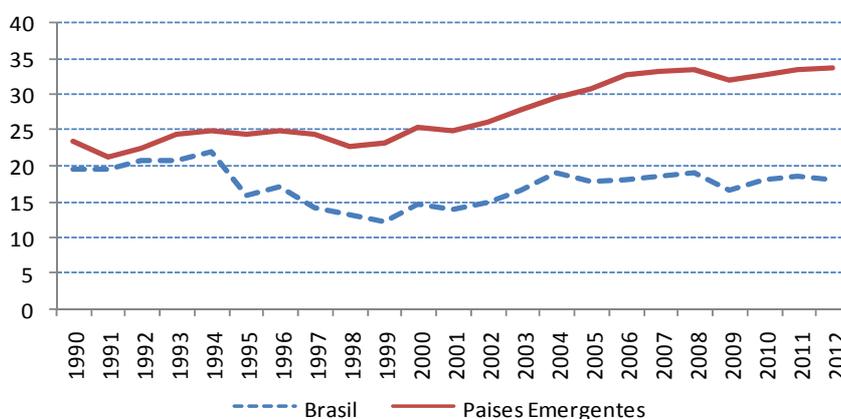
Fuente: Fondo Monetario Internacional

PIB (mill.\$)	2.253.000
CRECIMIENTO PIB	0,9
INFLACIÓN	5,8
SALDO FISCAL	-2,6
SALDO POR C/C	-2,4

Datos a 2012

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 calificada 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 ya comentado 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

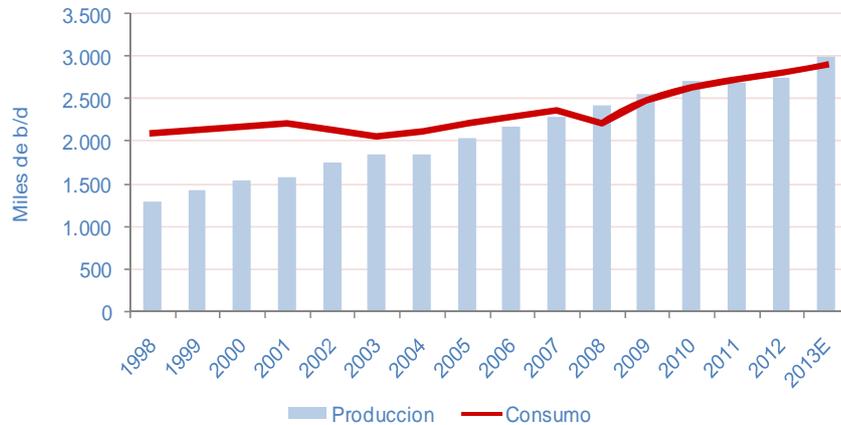
Brasil cuenta con una estructura productiva moderna y relativamente bien diversificada. El sector servicios aporta más del 60% del PIB y el desarrollo industrial es notable, tanto de industria pesada e intermedia como de bienes de consumo. No obstante, en los últimos años se advierte una creciente concentración 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. Esta excepcional dotación de recursos ha creado también los clásicos problemas de apreciación del tipo de cambio y dificultades de competitividad para la industria, debido al fuerte ascenso de los precios de las materias primas de la pasada década. Además, Brasil es ahora vulnerable a una corrección brusca de los precios de las materias primas.

Brasil también posee una producción de petróleo notable, que se estima en 3 mill. b/d en 2013, lo que le ha permitido 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 está llamado a cambiar una vez que entren en explotación 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<sup>(5)</sup>, 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.

(5) 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%.



**Producción y consumo de petróleo**

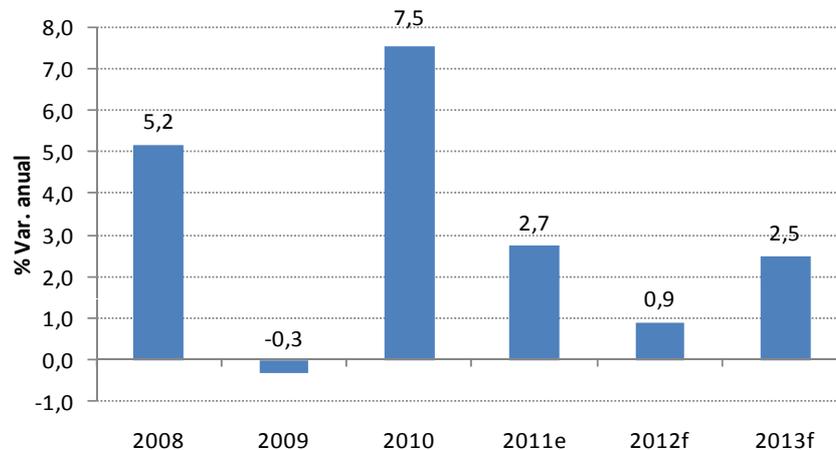


Fuente: Energy Information Administration

**COYUNTURA: DESACELERACIÓN ECONÓMICA Y TENSIONES DE PRECIOS**

Brasil ha soportado relativamente bien la compleja coyuntura económica mundial de los últimos años. 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.

**Crecimiento del PIB**

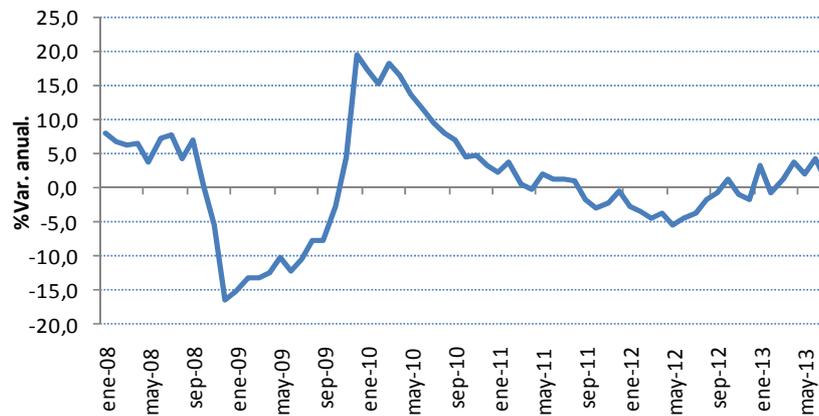


Fuente: Institute International Finance



Brasil experimentó una recuperación temprana y 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 (6,5% en 2011). 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, que todavía hoy son una de las principales preocupaciones. 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), que erosionaba la competitividad exterior. 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.

### Producción industrial



Fuente: IIF

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. Asimismo, el impacto del agravamiento de la crisis de la Eurozona se notó 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 y 2012. Una vez más, el sector de la automoción, que por sí 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%.



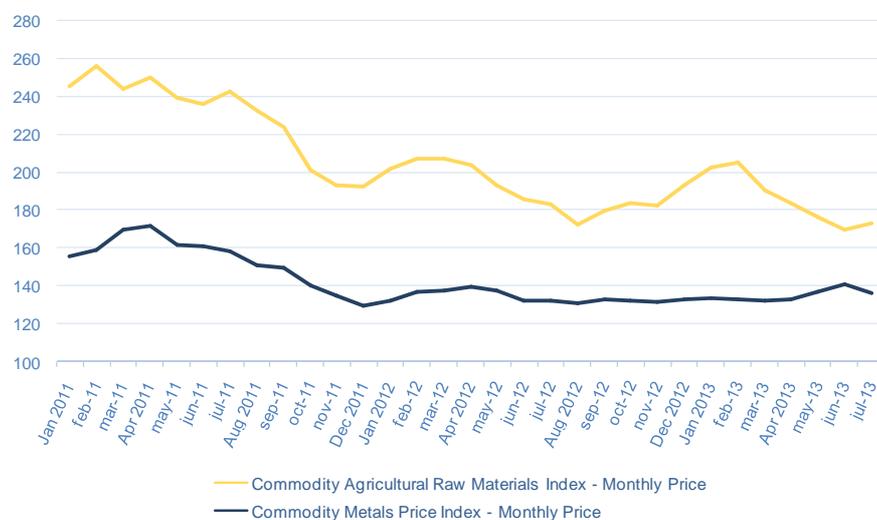
**Política monetaria e inflación**



Fuente: IIF

De este modo el crecimiento del PIB cayó de forma brusca en 2011 hasta el 2,7% y a un reducido 0,9% en 2012, lo que para un país emergente supone prácticamente una recesión suave. De nuevo la política fiscal y, especialmente, monetaria entraron en juego. El Banco Central llevó a cabo una fuerte reducción de los tipos de interés a lo largo de 2012, llevando el tipo de referencia hasta su mínimo histórico (7,25% en octubre de 2012), por debajo incluso de los niveles de 2009. Los tipos de interés reales en el mercado rozaron el terreno negativo. Sin embargo, el impacto de estas medidas sobre el crecimiento esta vez ha sido más bien moderado. Si bien en el segundo trimestre de 2013 el PIB creció a un ritmo anual del 3,3%, se espera que se cierre el año en un moderado 2,5%. En cambio, la inflación ha vuelto a superar la cota del 6%, obligando a nuevas subidas de tipos (9,5% actualmente).

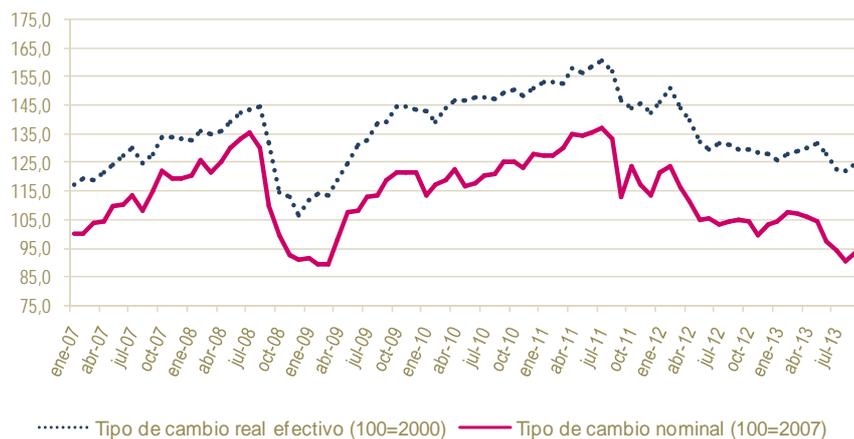
**Evolución materias primas 2005=100**



Fuente: FMI

El crecimiento se está viendo sin duda lastrado por la fuerte caída de los precios de las materias primas y por el deterioro del sentimiento inversor en los mercados de capitales hacia los países emergentes. En efecto a raíz de la anticipación del fin de la política de expansión cuantitativa de la Reserva Federal y del breve *credit crunch* de mayo en el sistema financiero chino, se ha producido una salida casi indiscriminada de la inversión a corto plazo en los mercados hasta entonces favorecidos por el atractivo diferencial con el Bono estadounidense. Además, en Brasil esto coincidió con una oleada de protestas populares y con el deterioro de las expectativas, con lo que es uno de los países más afectados por la fuga de capitales en los países emergentes. Se ha producido una caída del real de más de un 16% a lo largo de 2013, lo que ha obligado al Banco Central, acostumbrado a intentar detener la entrada de capitales, a inyectar reservas y emplear otras medidas menos ortodoxas para frenar la depreciación (ver más adelante).

### Tipo de cambio



Fuente: IIF

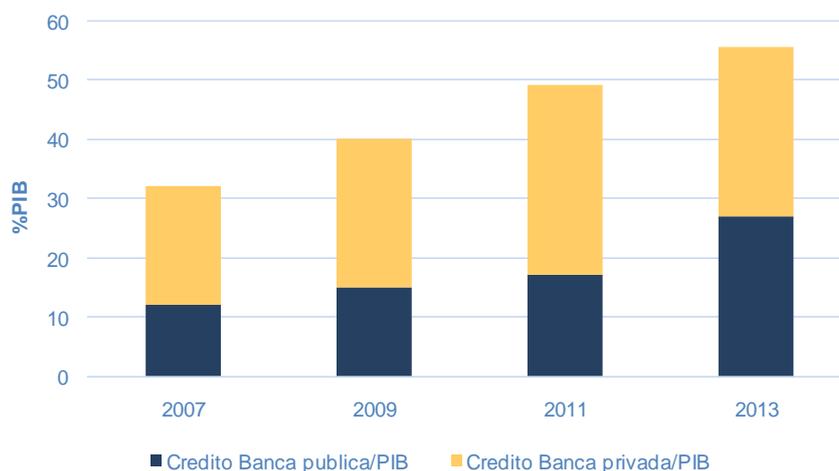
Con la caída del real hasta los 2,2 R/\$ y la subida por encima del 9% parece haberse frenado la presión sobre el mercado brasileño. De todas formas, tanto el deterioro de la financiación externa como la persistencia de la elevada inflación ponen de manifiesto que el margen de maniobra de las políticas fiscal y monetaria para estimular el crecimiento es ya muy limitado. El problema de fondo continúa siendo el lento crecimiento de la productividad y el bajo ahorro interno, lo que identifica a las reformas en cuanto al funcionamiento de los mercados y el clima de negocios como la clave a medio plazo para volver a tasas de crecimiento por encima del 4% de forma sostenible. En 2014 se estima que el crecimiento se mantendrá todavía en torno a un relativamente débil 2%, una cifra insuficiente para un país de las características de Brasil. En el lado positivo se espera que finalmente la inflación se modere al entorno del 4-5%.



**SISTEMA FINANCIERO CON EXCESIVA PRESENCIA PÚBLICA, REPUNTE DE LA MOROSIDAD**

El sistema bancario brasileño presenta, en líneas generales, un aspecto saneado, y no se vio excesivamente afectado por la crisis financiera internacional de 2009. 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 y rentabilidad 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%. Así, en junio de 2013 el FMI publicó un estudio sobre la resistencia del sistema financiero ante una recesión global, con resultados relativamente favorables. 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%. Además, el crédito ha estado creciendo con excesiva rapidez en los últimos años, lo que unido al reciente repunte de la morosidad ha despertado cierta inquietud sobre la salud del sector y la capacidad para adaptarse al actual entorno de bajo crecimiento.

**Crédito / PIB %**



Fuente: Banco Central de Brasil



De apenas representar un 35% del PIB, actualmente el crédito total supone un 55% del mismo. Buena parte de la culpa de esta expansión la tiene además el uso de la banca pública para expandir el crédito en los momentos bajos del ciclo. Posiblemente el aspecto más inquietante del sistema financiero brasileño sea la excesiva 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 45% del negocio bancario. Esto ha sido una ventaja a la hora de aplicar políticas anti cíclicas en los últimos años, pero ha intensificado todavía más la presencia de las entidades públicas y estimulado un deterioro de la calidad de los activos. 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 se está produciendo un fenómeno similar, en el que la banca pública está compensando la menor actividad del sector privado. A junio de 2013 el crecimiento del crédito en términos anuales en los bancos públicos se colocó en un espectacular 29%, mientras que en los bancos privados lo hacía al 5,3%. Al mismo tiempo, la caída del crecimiento económico se ha traducido finalmente en un fuerte incremento de la morosidad. La tasa de créditos morosos a más de 90 días alcanzó un elevado 6% en mayo de 2012. La mejora del crecimiento en los últimos meses ha permitido moderar la morosidad hasta el 5,2% en junio de 2013, que no obstante sigue siendo un nivel relativamente elevado. En definitiva, aunque el sector actualmente está bien capitalizado para afrontar un eventual shock económico, el excesivo crecimiento del crédito de la banca pública está erosionando la calidad de los activos del sistema, lo que supone un riesgo significativo a medio plazo.

## SECTOR PÚBLICO

### DETERIORO DE LOS SUPERÁVITS PRIMARIOS

- **Positivo historial de consolidación fiscal. Reciente relajación del gasto y caída de los superávits primarios, pero los déficits fiscales siguen siendo 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. Buen acceso a los mercados.**

En la última década Brasil se ha caracterizado por mantener una política fiscal relativamente prudente, sujeta siempre al objetivo de obtener saldos primarios superavitarios cercanos al 3% del PIB con objeto de consolidar su perfil deudor. Sin embargo, se registran habitualmente 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. Además, en los dos últimos años la desaceleración económica y la mayor relajación fiscal han erosionado la posición presupuestaria. De todas formas, la deuda pública se ha reducido drásticamente en los últimos años y, aunque la desaceleración económica está suponiendo un deterioro de las cuentas públicas, los déficits siguen siendo manejables.



**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 2012 del 35,3%, cifra muy por encima de otros países emergentes y similar a la de los países de renta alta de la OCDE. Así pues, la consolidación fiscal y la reducción de la deuda de la última década vienen en buena parte determinadas por la evolución de la economía y el alto nivel de presión fiscal. 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 fue del 3,3% del PIB. Del mismo modo, inicialmente, 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 el 2,6%.

**Deuda pública % PIB**



Fuente: IIF

Sin embargo, a partir de 2012, cuando la desaceleración se profundiza, fuerza una mayor relajación fiscal con el objetivo de estimular el crecimiento, a través de diversos programas de gasto social y rebajas tributarias. Así, el superávit primario cayó del 3,1% al 2,4% el año pasado y se situaba ya en el 2% en junio de 2013, el nivel más bajo desde la crisis de 2009. No obstante, la menor amortización de deuda en 2012 ha compensado gran parte del impacto. Así, el déficit final en 2012 fue prácticamente idéntico al del año anterior (2,6%). Sin embargo, este año el deterioro presupuestario podría llevar al déficit a superar la barrera del 3%, lo que supone detener el proceso de reducción de deuda. Además, aunque el tamaño del déficit final sigue siendo asumible, la política fiscal empieza a chocar con las subidas de tipos del Banco Central de cara a moderar la inflación. Así, a finales de julio, coincidiendo por las presiones sobre el real, se aprobó un ajuste del gasto de 4.400 mill\$ de cara a fortalecer la credibilidad de la política económica.

	Moody's	S&P	Fitch
Chile	Aa3	AA-	A+
México	Baa1	BBB	BBB+
<b>Brasil</b>	<b>Baa2</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>
Colombia	Baa3	BBB	BBB-
Turquía	Baa3	BB+	BBB-

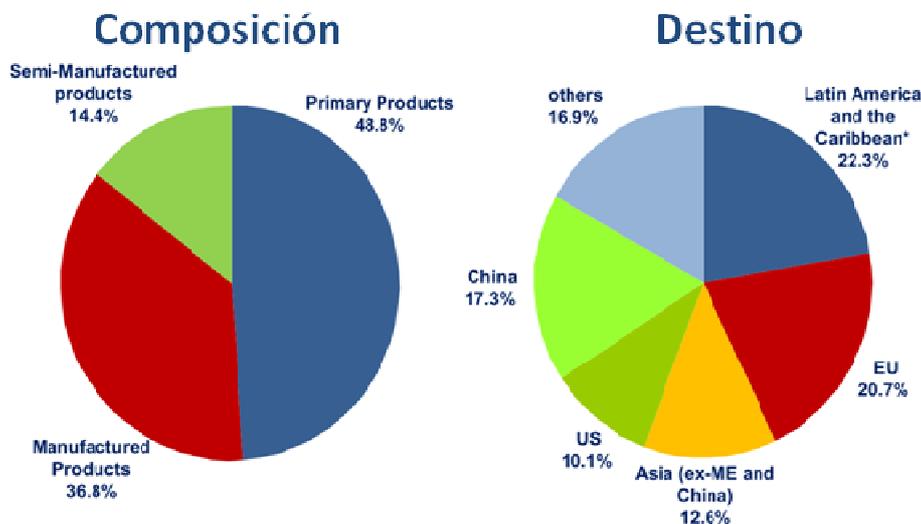
Los déficit públicos no han impedido que el peso de la deuda pública respecto al PIB haya descendido de forma radical en la última década, del 85,7% del PIB al 60,3% que registró en 2012, un nivel todavía relativamente alto. El peso de los intereses supuso todavía en 2012 un excesivo 14% del presupuesto. 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 2012 era solo un tercio. Igualmente, la deuda de corto plazo ha pasado de suponer el 40% al 20% 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 es positivo, debido a que la posición en dólares es acreedora neta merced a la fuerte acumulación de reservas. Así pues, a pesar de tener un volumen de endeudamiento elevado, el riesgo soberano 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.

**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 déficits, todavía moderados pero con una preocupante tendencia.
- 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.

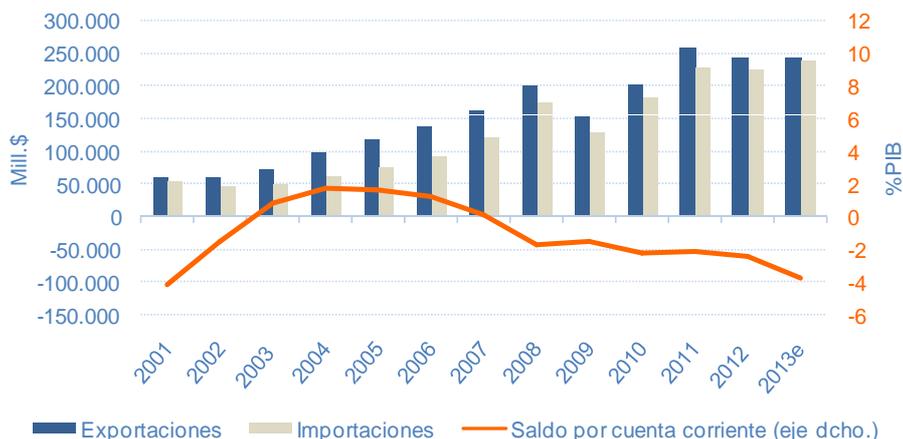
La economía brasileña ha sido tradicionalmente muy poco abierta, en buena parte a causa del elevadísimo nivel de protección, tanto arancelaria como, especialmente, administrativa (licencias de importación, reglamentaciones técnicas, mínimos de producción nacional en los proyectos). En 2011 la tasa de 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 cerca del 50% en 2012. 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 experimentó un periodo 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.

### Balanza por cuenta corriente



Fuente: IIF

A pesar de todo, resulta llamativa la reciente debilidad exportadora y, sobre todo, la fuerte caída del superávit comercial en los dos últimos años, provocada por la caída de los precios de las materias primas (especialmente significativa en los metales como el hierro, que supone por sí solo el 12,4% de las ventas), y la escasa competitividad del resto de sectores. En 2012 las exportaciones se redujeron en un 5,2% hasta 242.580 mill.\$, mientras que las importaciones, aunque se mantuvieron estancadas, alcanzaron 223.164 mill.\$, así, el superávit comercial, de casi 30.000 mill.\$ de 2011, se redujo a 19.416 mill el año pasado. De este modo, a pesar de que el déficit de la balanza de servicios, transferencias y rentas se moderó notablemente, la balanza por cuenta corriente registró en 2012 un déficit de 54.230 mill.\$, lo que representa un 2,4% del PIB, tres décimas más que el año anterior. En 2013 el deterioro de las cuentas exteriores está siendo más pronunciado. La reactivación de las importaciones no está siendo acompañada por una mejora de las exportaciones, que permanece estancadas o en ligera contracción. Así, se estima que el déficit por cuenta corriente podría alcanzar en el 2013 el 3,8% del PIB. Este creciente desequilibrio ha sido un factor clave para que Brasil se viera afectado por la retirada de capitales internacionales tras el anuncio de la Reserva Federal, en mayo de 2013, de que iniciaría la retirada de compras de activos o expansión cuantitativa. En 2014 la depreciación del real posiblemente permita una reducción del déficit hasta el 3%, aunque, evidentemente, la evolución del crecimiento chino y su impacto sobre las materias primas serán determinantes en el resultado final.

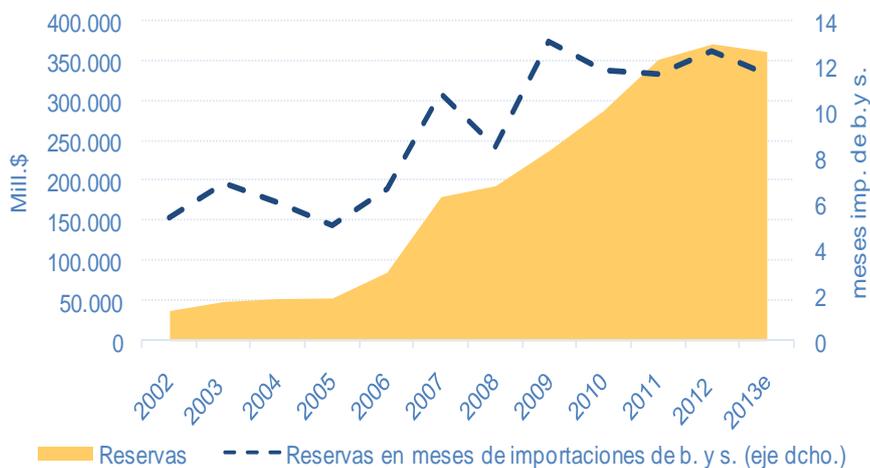
**Inversión neta**



Fuente: IIF

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 tradicionales altos tipos de interés internos y al amplio diferencial con respecto a los que hoy prevalecen en los países desarrollados, Brasil tiende a atraer un enorme flujo de inversión en cartera, y por tanto se ve muy afectado por la posibilidad de cambios en la política monetaria en EE.UU. Esto provoca dificultades de política monetaria y expone al tipo de cambio a la volatilidad del apetito al riesgo del capital internacional. Así, la inversión en cartera ha pasado de los más de 40.000 mill.\$ de 2010 a los 3.300 mill. de 2012. 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 65.000 mill.\$ en 2012, lo que le convierte en el tercer receptor de IDE del mundo. Así pues, la financiación del déficit corriente no ha supuesto hasta ahora ningún problema.

**Reservas**



Fuente: IIF

En todo caso, el fondo de reservas acumulado constituye un formidable colchón para poder gestionar la volatilidad de la cuenta de capitales. En efecto, la fuerte entrada de capitales, junto con los buenos resultados en la balanza comercial de la pasada década, propiciaron una intensa acumulación de reservas. Evidentemente, también las recurrentes intervenciones del Banco Central para evitar una excesiva apreciación del Real favorecieron esta acumulación. De este modo, en diciembre de 2012 las reservas registraban un espectacular monto de 369.819 mill.\$, que equivalen a más de un año de importaciones de bienes y servicios.

Por otra parte, ante la repentina salda de capitales en 2013, el Banco Central ha llevado a cabo una inyección directa de reservas muy limitada. Ha permitido una progresiva depreciación del real y ha puesto en marcha otro tipo de medidas con el objetivo de limitar la pérdida de reservas y mantener así la confianza de los mercados. Así, en junio se eliminó el impuesto del 6% sobre transacciones financieras en renta fija a no residentes instaurado en 2009. Finalmente, en agosto se aprobó un amplio plan de intervención que prevé la posibilidad de inyectar hasta 54.000 mill.\$ hasta el 31 de diciembre a través de instrumentos financieros (36.000 mill. en swaps y 18.000 en repos). La utilización de productos derivados para intervenir el tipo de cambio no está exenta de polémica, sobre todo teniendo en cuenta el enorme monto de reservas acumuladas. En principio, el Banco Central evita así el coste directo de la utilización de reservas, pero puede incurrir en mayores pérdidas si la depreciación del real se intensifica. Así, el reciente anuncio de la Reserva Federal del aplazamiento de la retirada de la expansión cuantitativa ha supuesto un enorme alivio para el Banco Central, cuyas posiciones cortas en dólares ascendían en total a cerca de 50.000 mill.\$ a mediados de septiembre. Por su parte, a ese mismo mes de septiembre, las reservas ascendían a 368.654 mill.\$, cifra muy similar a la que se registraba un año antes.

### **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.



### Deuda externa % PIB



Fuente: IIF

El deterioro de la cuenta corriente en los dos últimos años ha supuesto que el endeudamiento con el exterior se incremente de forma significativa, aunque continúa en un nivel muy reducido. En 2012 ascendía a 575.800 mill.\$, lo que equivale al 25,6% del PIB y al 196% de los ingresos corrientes externos. Por otra parte, la deuda externa de corto plazo es relativamente pequeña. En 2012 era de 105.860 mill.\$, lo que implica que las reservas cubren holgadamente estas obligaciones, lo que configura un confortable nivel de liquidez.

En cuanto al servicio de la deuda, a pesar del notable coste por los elevados tipos de interés, en 2012 equivalió a un 22% 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 pequeña, el 5,1% y el 10,8% 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.

