

# INFORME RIESGO PAÍS

# BRASIL

*Madrid: 19 de mayo de 2015*



**Crisis política.** La recesión económica y los escándalos de corrupción han provocado el desplome de la popularidad de la Presidenta sólo unos meses después de su reelección, en octubre de 2014. Las dificultades en el legislativo y el clima de protestas auguran un mandato extremadamente complejo. Será difícil mantener los planes de ajuste fiscal y parece descartado emprender reformas estructurales.

**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. Sin embargo, está poco abierta y presenta una creciente dependencia de las materias primas en su sector exportador. Las perspectivas de convertirse en un gran exportador de crudo en la próxima década se ven ensombrecidas ahora por el escándalo Petrobras y la caída del precio del barril.

**Reformas pendientes.** Carencias 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, trabas administrativas, falta de infraestructuras y una rígida regulación laboral.

**Recesión y presiones inflacionistas.** Brasil entró en 2012 en una fase de lento crecimiento, marcada por los problemas de competitividad de su industria y las tensiones de precios, que ha desembocado finalmente en una recesión, en 2014-15. La situación se ve agravada por la necesidad de subir los tipos para frenar la inflación y de recortar el gasto para controlar el déficit.

**El deterioro fiscal obliga a un plan de ajuste,** ya que pelagra el grado de inversión en la calificación de deuda soberana. El nuevo Ministro de Hacienda, Joaquim Levy, tiene la difícil misión de recuperar los tradicionales superávits primarios en 2015-16.

**El sistema financiero** está aparentemente bien capitalizado, es rentable y no registra problemas de morosidad. Sin embargo, adolece de un excesivo peso de la banca pública que puede estar distorsionando la situación real del sector privado.

**Favorable perfil de solvencia externa, pero en deterioro.** Los problemas de competitividad y la caída de los precios de las materias primas se han traducido en un aumento del déficit por cuenta corriente, que es ya del 4,2%. El moderado endeudamiento exterior y el amplio nivel de reservas dan todavía margen de maniobra.

## 1. SITUACIÓN POLÍTICA

- ➔ Sistema democrático consolidado y bajo riesgo de violencia política. No obstante, las sucesivas olas de manifestaciones desde 2013 han puesto en evidencia las carencias del sistema político, su inmovilismo y la falta de capacidad del Estado para acomodar las crecientes demandas de la nueva clase media.
- ➔ La recesión económica y los escándalos de corrupción han provocado el desplome de la popularidad de la Presidenta sólo unos meses después de su reelección, en octubre de 2014. Las dificultades en el legislativo y el clima de protestas auguran un mandato extremadamente complejo. Será difícil mantener los planes de ajuste fiscal y parece descartado emprender reformas estructurales.
- ➔ Negativo clima de negocios: pesada carga administrativa y fiscal que lastran 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.

### UN MANDATO ENVENENADO

Brasil atraviesa en 2015 por una de las crisis políticas más graves de las últimas décadas, que amenaza, incluso, la continuidad de la presidenta Dilma Rousseff tan sólo unos meses después de que tomara posesión de su segundo mandato. Por un lado, Dilma se encuentra con una economía en recesión y en la que no sólo no puede aplicar medidas de gasto anticíclicas, como en la pasada crisis, sino que debe llevar a cabo un impopular ajuste fiscal. Por otro lado, su partido está envuelto en graves escándalos de corrupción, que han provocado el desplome de su popularidad hasta mínimos históricos y fuertes protestas por todo el país. Además, comienza a sufrir serios problemas de gobernabilidad por la falta de apoyos en el Congreso y por las disputas dentro de la coalición de gobierno. En la oposición surgen voces, incluso, para iniciar un proceso de *impeachment* por el caso de corrupción en la petrolera estatal Petrobras y poner fin a su mandato precipitadamente. En realidad, mientras no aparezcan pruebas que impliquen a Dilma directamente, esto va a ser poco probable. Lo que sí es evidente es la patente debilidad política del gobierno, que hace muy difícil que se emprendan reformas estructurales e incluso hace albergar dudas de la persistencia en la política de control presupuestario emprendida en los últimos meses.

POBLACIÓN	200,4 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	11.690 \$
EXTENSIÓN	8.514.877 Km <sup>2</sup>
RÉGIMEN POLÍTICO	R. FED. PRESIDENCIAL
CORRUPCIÓN	69/182
DOING BUSINESS	120/185

Aún dentro de la gravedad de la crisis política actual, merece la pena tomar algo de perspectiva señalando que 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, hayan gobernado los últimos doce años poniendo énfasis en las políticas sociales, pero asumiendo el respeto de la inversión extranjera y cierto compromiso fiscal. No obstante, el país continúa sufriendo graves problemas sociales en

distintos ámbitos, como la criminalidad, desigualdades y marginación<sup>(1)</sup>. Además, el sistema político brasileño se caracteriza por una excesiva complejidad administrativa y, evidentemente, aqueja problemas graves de corrupción y clientelismo, y sufre una tendencia al 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 crecimiento económico de la pasada década y de que todavía hoy la tasa de paro es históricamente baja (cerró 2014 en el 4,2%) 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; el déficit de infraestructuras y servicios públicos; los mencionados continuos escándalos de corrupción, y los altos niveles de criminalidad en las ciudades. En definitiva, la clase media es más exigente y siente frustración al percibir que sus impuestos no sólo no se dedican a solucionar sus problemas, sino que se pierden en un pesado y poco transparente sistema político. Este descontento acumulado fue ya patente en las protestas de 2013 previas al mundial de fútbol, cuando 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, en algunos casos violentas, que rompieron radicalmente con la tradicional imagen brasileña de baja conflictividad social.

Rousseff, que ya ganó las elecciones de octubre del año pasado por estrecho margen (51,6%) al conservador Aécio Neves en la segunda vuelta, se enfrenta, pues, a cuatro años de mandato extremadamente complicados, en los que el deterioro económico no hará sino agravar el descontento social latente. El caso *Lava Jato*, que es como se conoce en Brasil el escándalo de Petrobras<sup>(2)</sup>, provocó en marzo un ola de manifestaciones en las que se calcula que un millón de personas salieron a la calle pidiendo la destitución de la Presidenta y en las que se pudo ver incluso pancartas en apoyo de una intervención militar. Aunque el escándalo se destapó con anterioridad a las elecciones, la magnitud del mismo y la implicación casi sistemática de políticos, entre ellos tanto del Partido de los Trabajadores como de sus socios de coalición, se han conocido con más detalle con posterioridad. Presuntamente, durante años tanto directivos de la compañía como congresistas de diversos partidos políticos habrían participado en una compleja trama de sobornos para adjudicar contratos inflados, especialmente a constructoras y a compañías de exploración. La magnitud de lo desviado se estima que podría alcanzar más de 20.000 mill.\$, y son ya cerca de 100 los implicados en la investigación y más de 40 los arrestados<sup>(3)</sup>.

- 
- (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).
  - (2) Se le denomina Lava Jato o Lavado de Coches, por ser este uno de los diversos negocios usados como tapadera para el blanqueo de dinero de las comisiones y sobornos que recibían directivos de la compañía y políticos.
  - (3) El 22 de abril de 2015 Petrobras publicó finalmente las cuentas auditadas del año anterior, evitando así la posibilidad de un default técnico por incumplimiento con los requisitos legales en EE.UU., ya que en caso de incumplir los bonistas podrían haber exigido la amortización anticipada. Se redujo el valor de los activos en unos 17.000 mill.\$ (50.800 mill. reales). De éstos, aproximadamente 2.000 mill.\$ se deben directamente al pago de sobornos. El resultado final para 2014 se cifro en una pérdida de más de 7.000 mill.\$.

Todo ello sucedió principalmente durante la Presidencia de Lula, cuando la propia Dilma Rousseff presidía la compañía. Aunque la Presidenta ha negado todo conocimiento de los hechos y nadie la ha acusado hasta el momento, la implicación de políticos de alto rango ha cerrado el círculo en torno a su persona y la opinión pública cree mayoritariamente que estaba al corriente de los hechos. El gobierno se enfrenta además a otros escándalos, como el caso Zelotes, por el que funcionarios de hacienda habrían aceptado sobornos para permitir la evasión fiscal a constructoras y multinacionales o el que apunta a la concesión de créditos fraudulentos por parte de los bancos públicos a partidos políticos y constructoras. Así, según las últimas encuestas, Dilma es la Presidenta más impopular del continente, con apenas un 12% de apoyo en abril de 2015.

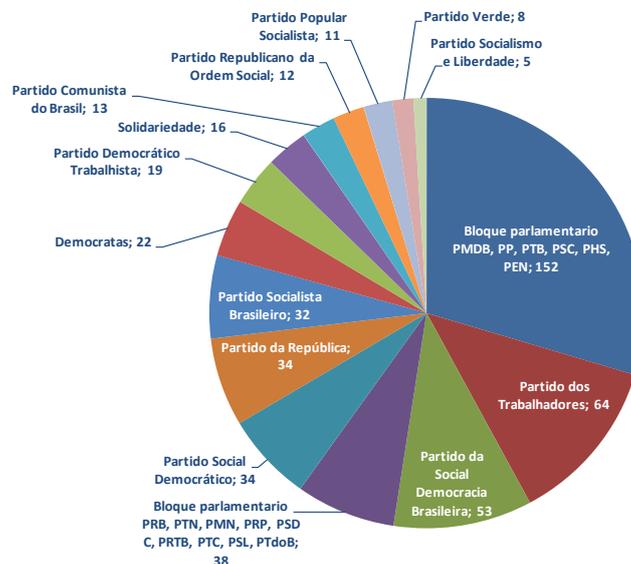
### Opinión sobre Dilma Rousseff



Fuente: Datafolha

El asunto, además, ha desencadenado una crisis de la propia coalición de gobierno, que ya había perdido en las elecciones del pasado octubre 35 escaños en la cámara de diputados, con lo que su mayoría se redujo a 305 de los 513 de los que se compone la cámara baja. El principal socio de Dilma en el Congreso, el PMBD, que ya protagonizó una dura lucha de poder con el PT por los nombramientos ministeriales y en el legislativo (el PMBD preside ahora ambas cámaras), ha sido también de los más afectados por la lista Janot (los investigados oficialmente por el Fiscal General Rodrigo Janot). El partido ha acusado al gobierno de utilizar la investigación en su contra y ha amenazado incluso con paralizar los planes de ajuste fiscal si continuaban las actuaciones contra su partido, lo que podría provocar una parálisis de gobierno con todo el mandato presidencial por delante. Los problemas no terminan ahí; incluso dentro del propio PT se ha criticado con dureza el nombramiento de Joaquim Levy como nuevo Ministro de Finanzas, un ejecutivo de la banca privada (Bradesco), traído en buena parte para calmar a los mercados acerca de las credenciales de ortodoxia económica, así como sus planes de recorte del gasto, que se perciben dentro del partido como una traición al ideario de la campaña.

**CÁMARA DE DIPUTADOS (513)**



Todo indica, pues, que los problemas de la coalición podrían hacer inefectiva la labor de gobierno, algo que ya sucedió durante la última parte de la pasada legislatura, cuando algunas importantes iniciativas sufrieron largos retrasos o quedaron diluidas por este motivo. Lo cierto, es que la vida política del enormemente segmentado legislativo se caracteriza más por la lucha de intereses por el poder y el control económico que por las diferencias ideológicas. Así, el transfugismo es muy habitual y puede provocar cambios importantes en las coaliciones. Por tanto, dado el actual clima político, no se debe descartar un cambio en las fuerzas que pueda llegar a provocar la caída del gobierno. Sin embargo, como los propios partidos de los que depende la mayoría de la coalición están implicados en el escándalo Petrobras, parece por el momento impensable que pudiera votar a favor de un proceso de impeachment o pusieran en peligro su continuidad. De todas formas, no han dudado en ir en contra de las iniciativas del nuevo Ministro de Hacienda. De momento Dilma parece mostrarse firme en su convicción de mantener los planes de ajuste fiscal, si bien para ello ha tenido que recurrir ya en varias ocasiones a una herramienta excepcional: el veto presidencial. Éste sólo es revocable con mayoría en ambas cámaras, algo que le ha permitido tumbar siete iniciativas legislativas que suponían incrementos de gasto o bajadas de impuestos, todos ellos incompatibles con los objetivos fiscales marcados.

Más allá del plan de ajuste del gasto, el Ministro Levy ha hecho algunas declaraciones en favor de una simplificación y armonización fiscal, pero parece extremadamente difícil que se emprendan reformas estructurales, particularmente en temas acuciantes, como la regulación laboral o la estructura tributaria, claves para mejorar el funcionamiento del sistema productivo y que son la raíz de muchas de las deficiencias que provocan los problemas económicos. Brasil adolece del que posiblemente sea el sistema fiscal más complejo 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 2015 a Brasil en el puesto 120 de 183 países, y en el 24º dentro de las 33 economías latinoamericanas. Llama la atención en particular el pésimo resultado en cuanto al pago de impuestos (puesto 177), 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 175 horas y en Latinoamérica 365.

### Doing Business 2015. Pago de impuestos:

	Brasil	Latam	OCDE
Pagos (número por año)	9	29,9	11,8
Tiempo (horas por año)	2600	365,8	175,4
Impuesto a las ganancias (%)	24,8	20,7	16,4
Impuestos laborales y contribuciones (%)	40,3	14,7	23
Otros impuestos %	3,8	12,9	1,9
Tasa de impuestos total (% de ganancia)	68,9	48,3	41,3

Fuente: Banco Mundial

## LIDERAZGO REGIONAL Y TENDENCIAS PROTECCIONISTAS

Brasil ocupa un puesto de liderazgo como la primera economía de 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. Ha mantenido desencuentros con algunos países desarrollados, especialmente con EE.UU. a raíz del caso de las escuchas telefónicas de la CIA. Además, hace frente común con los países en desarrollo contra la política de aranceles y de ayuda a la agricultura en Europa<sup>(4)</sup>. No obstante, mantiene en general buenas relaciones con las IFIs y los países occidentales.

Las relaciones con Washington se han normalizado después de que en 2013 las revelaciones del caso Snowden sobre el espionaje estadounidense llevaran a la Presidenta Rousseff a cancelar su encuentro con Barak Obama. La Casa Blanca ha vuelto a realizar una invitación de visita de Estado, que podría producirse en 2016. Washington tiene un especial interés en cultivar las relaciones con Brasil por su influencia en la región y por su capacidad para servir de moderación al eje venezolano. 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.

Las relaciones de Brasil con sus principales socios comerciales tampoco son siempre fluidas debido a la tradicional política comercial de tono proteccionista y de promoción de “campeones nacionales” en los principales sectores industriales, que desde hace décadas han seguido sus gobiernos. Rousseff ha mantenido esa tradicional sensibilidad a los problemas de competitividad de la industria, y no ha dudado en establecer aranceles y controles, especialmente en sectores con problemas, como el de la automoción, mientras el real brasileño se mantuvo fuerte. Las fricciones han sido recurrentes con Argentina debido al todavía mayor proteccionismo ejercido por

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

el vecino del Sur. Así, a pesar de pertenecer ambos países a Mercosur y mantener buenas relaciones diplomáticas, Brasil ha tomado en los últimos años 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, aunque de forma negociada, cuotas a la importación de vehículos para limitar el impacto del acuerdo comercial bilateral con México en 2013.

Algo similar sucede con China, que se ha convertido en el principal socio comercial y uno de los grandes inversores en el país. Ambos países están muy interesados en mantener buenas relaciones, y en caso de necesidad China podría ser también un importante apoyo financiero, como lo pone de manifiesto el reciente préstamo chino de 3.000 mill.\$ concedido a Petrobras justo en medio del escándalo de corrupción. No obstante, 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 del país asiático. Así, por ejemplo, Brasil no ha dudado en aplicar medidas anti dumping contra las importaciones chinas en el sector textil o 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 Venezuela. Brasil firmó numerosos acuerdos de colaboración energética con Caracas, aunque, en la práctica, muchos de ellos han quedado vacíos de contenido, 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, como ya sucedió en la crisis por la expulsión temporal de Paraguay de Mercosur. El deterioro de la situación económica y política en Venezuela incomoda a Brasil, tanto por su posible impacto económico (el comercio bilateral asciende aproximadamente a 6.000 mill.\$) como por la ambigüedad de la posición diplomática que Brasilia se ve obligada a tomar frente al arresto de políticos opositores en Caracas. Brasil desea evitar la imposición de sanciones sobre Venezuela y ha evitado cualquier condena explícita. No obstante, tampoco desea perder sus credenciales de país defensor de la democracia en el continente. La relación bilateral, además, se ha ido tensando en los dos últimos años a raíz de los atrasos en el pago de deuda a empresas brasileñas.

## 2. EVOLUCIÓN ECONÓMICA

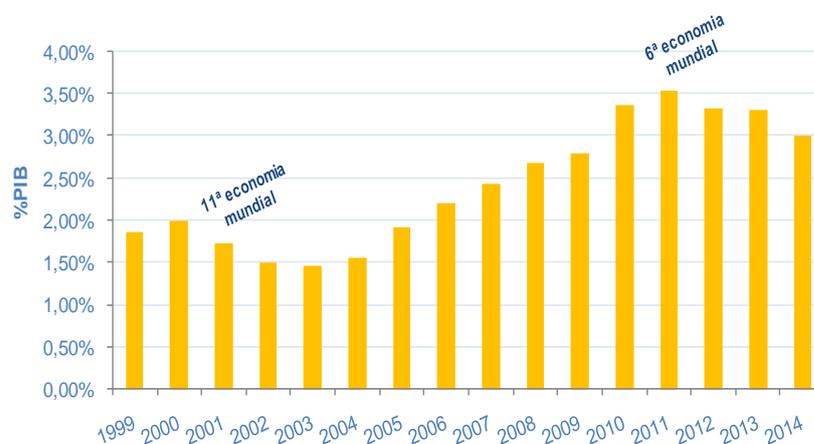
- ➔ Economía de gran tamaño, rica en recursos y con una estructura productiva moderna. Tiene además un fuerte potencial de desarrollo. Creciente dependencia exterior de las materias primas.
- ➔ El rápido ritmo de crecimiento y el riesgo de sobrecalentamiento han dado paso a un brusco enfriamiento (0,1% en 2014) y, tras la caída de los precios de las materias primas, a una recesión en 2015 (-1% previsto). No obstante, continúan las presiones inflacionistas lo que unido al creciente desequilibrio fiscal, obliga a adoptar medidas de política económica contractiva.
- ➔ El sistema financiero parece bien capitalizado, pero con excesivo peso de la banca pública, que otorga financiación a tipos por debajo del mercado. La baja morosidad y los aparentemente saneados balances podrían estar camuflando los problemas que atraviesa el sector corporativo brasileño y potenciales problemas del sistema financiero.

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

Brasil es una economía de gran tamaño, con un enorme mercado interior, el mayor de Latinoamérica, lo que ha hecho del país destino indispensable de la inversión extranjera. Además, en la última década, el notable ritmo de crecimiento le ha permitido erigirse como líder de la región. En los últimos quince años ha pasado de suponer el 30% del PIB latinoamericano a más del 40% y de ser la 11ª economía mundial a rivalizar con los países del G8. En concreto, en 2014 fue la séptima economía del mundo justo por detrás de Francia, con un PIB de 2,3 bill.\$.

Además, por tamaño de población (200,4 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.

**% PIB mundial**



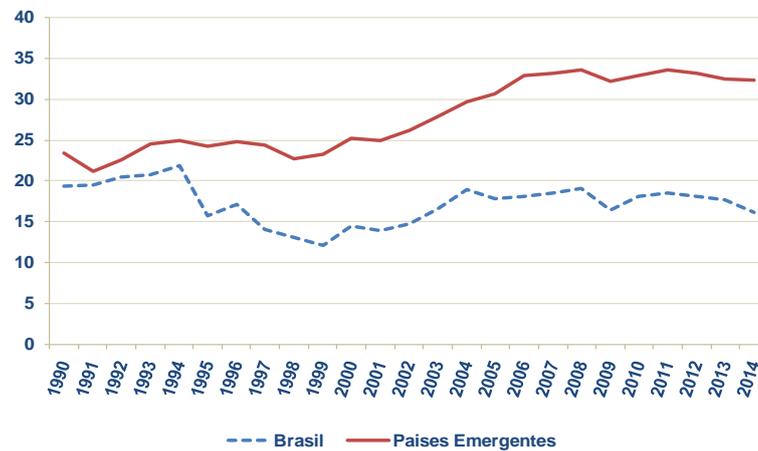
Fuente: Fondo Monetario Internacional

PIB (mill.\$)	2.253.000
CRECIMIENTO PIB	0,1
INFLACIÓN	6,4
SALDO FISCAL	-6,7
SALDO POR C/C	-4,2

Datos a 2014

Sin embargo, Brasil está poniendo en duda nuevamente su capacidad para cumplir con esta optimista visión del país. Gran parte del éxito de la pasada década proviene de la estabilidad generada por las políticas macroeconómicas y de los favorables precios de los productos de exportación. Sin embargo, estos beneficios son limitados y, como se está poniendo de manifiesto, también son 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 tasas elevadas de expansión del PIB, como en 2010-11, 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 ya comentado 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, éste depende en buena medida del precio de las materias primas (el FMI lo ha rebajado recientemente del 4% al 3,5%), por lo que necesita acometer profundas reformas estructurales si aspira a alcanzar los pronósticos de convergencia a largo plazo más optimistas.

Tasa de ahorro 1990-2014 (%PIB)



Fuente: FMI

De cara a su amplio mercado interior, 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, es evidente la 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 aporta 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 formidable dotación de recursos generó durante la pasada década 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. Como consecuencia de la intensa corrección en los precios que se viene produciendo desde 2014, tanto la balanza externa como el crecimiento del PIB se han deteriorado rápidamente, poniendo de manifiesto las debilidades estructurales.

Brasil también posee una producción de petróleo notable, que se estima en algo menos 3 mill. b/d en 2014, 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 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 colocaban hasta hace poco a Brasil entre los primeros exportadores del mundo en la próxima década. No obstante, para que estos pronósticos se cumplan es necesario un titánico esfuerzo inversor y afrontar graves dificultades técnicas, mayores si cabe debido a los requerimientos en el país acerca de utilización de materiales y participación nacional en las explotaciones. En el último año tanto la caída del precio del crudo como el escándalo de Petrobras, que supone por sí sola una producción de 1,9 mill. b/d. y que debe tener una participación de al menos el 30% en todos los proyectos, han puesto en duda, como mínimo, el plazo de desarrollo de estos yacimientos<sup>(5)</sup>.

En efecto, en 2014, con motivo del escándalo Lava Jato, Petrobras se vio obligado a ajustar sus activos en unos 17.000 mill.\$ (50.800 mill. reales) y declaró para todo el ejercicio una pérdida de más de 7.000 mill.\$.

De cara a mantener su solvencia financiera (ha perdido ya el grado de inversión por parte de la agencia Moody's) ha debido reducir sus planes de inversión para el período 2015-19 en un 20%. Esto supone una reducción de 44.000 mill.\$.

La compañía estudia, además, la venta de activos no estratégicos por valor de 13.700 mill.\$.

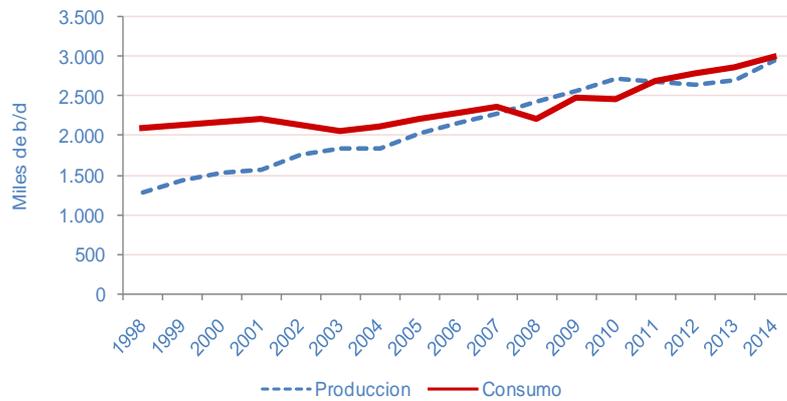
Es cierto que la inversión planeada sigue siendo de todas formas descomunal, en concreto de 177.000 mill.\$ en cinco años. Sin embargo, esto ha supuesto una nueva revisión a la baja de la producción de largo plazo. De de los más de 6,4 mill. b/d inicialmente previstos Petrobras estima alcanzar ahora 5 mill. b/d como producción de largo plazo. Muchos analistas dudan incluso de que se pueda alcanzar esta cifra, especialmente si el precio del crudo continúa por debajo de los 70 \$, ya que el precio a partir del cual son rentables estos yacimientos está en torno a 60 \$ (se mueven en una horquilla de 40 \$ a 80 \$).

---

(5) Para afrontar el esfuerzo inversor Petrobras realizó en 2010 la mayor ampliación de capital de 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%. Desde entonces la compañía acumula una pérdida de su valor en bolsa de más del 70% y en abril de 2015 toda la compañía cotizaba por debajo de 60.000 mill.\$.

### Producción y consumo de petróleo



Fuente: Energy Information Administration

## COYUNTURA: RECESIÓN E INFLACIÓN

Brasil soportó relativamente bien la compleja coyuntura económica mundial tras la crisis internacional. Sufrió una contracción del PIB relativamente suave, del -0,3% en 2009, para recuperarse con fuerza al año siguiente. 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. Llegó a crecer un 7,5% en 2010, la tasa más alta de los últimos 25 años y una de las más altas entre los países emergentes.

### Crecimiento del PIB



Fuente: IIF

La fuerte recuperación se tradujo rápidamente en un sobrecalentamiento de la economía y tensiones inflacionarias. Sectores como la construcción daban signos de experimentar una burbuja, con rapidísimos incrementos de los precios de la vivienda en las principales ciudades, que todavía hoy son una de las principales preocupaciones por sus posibles repercusiones en los balances de los bancos. 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), lo que erosionó la competitividad exterior. El Banco Central reaccionó subiendo los tipos de interés al tiempo que aplicaba, sin mucho resultado, controles sobre la entrada de capitales para aliviar la presión sobre el sector industrial exportador. Finalmente, 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 se desaceleraban otras economías emergentes de las que depende la demanda externa.

### Política monetaria e inflación



Fuente: IIF

Inicialmente, se vuelven a rebajar los tipos de interés<sup>(6)</sup> y se relaja el gasto público. Sin embargo, A partir de 2013 las condiciones se deterioran todavía más debido a la paulatina caída de los precios de las materias primas y el fuerte deterioro del sentimiento inversor, ya que, a pesar de la mejora en las economías desarrolladas, el anuncio de la retirada de estímulos por parte de la Reserva Federal y la mayor desaceleración en China provoca un serio golpe, por un lado, a los flujos de capitales y, por otro, a los ingresos de la balanza por cuenta corriente. En 2014, además, el complejo panorama político tras la victoria de Dilma y la necesidad de acometer un fuerte ajuste fiscal, junto con la persistencia de presiones inflacionarias, ponen el foco en Brasil y en la ausencia de reformas durante los años de auge. En respuesta, el Banco Central, a pesar de los pésimos datos de crecimiento, emprende una rápida subida de tipos dirigida, tanto a frenar la inflación, como a contener las salidas de capitales. En abril de 2015 elevó por cuarta vez en cinco meses el Selic, el tipo de interés de referencia, en 50 puntos básicos, hasta un 13,25%, uno de los tipos más elevados de todos los países emergentes. Sin embargo, la inflación, que fue del

(6) El Banco Central llevó el tipo de referencia hasta su mínimo histórico (7,25% en octubre de 2012), por debajo incluso de los niveles de 2009.

6,4% en 2014, sigue sin dar muestras de moderarse (en abril de este año se elevó al 8,1%), superando ampliamente la banda superior del objetivo de la institución monetaria (4,5% +/- 2%)<sup>(7)</sup>, y en 2015 se estima que será del 7,2%.

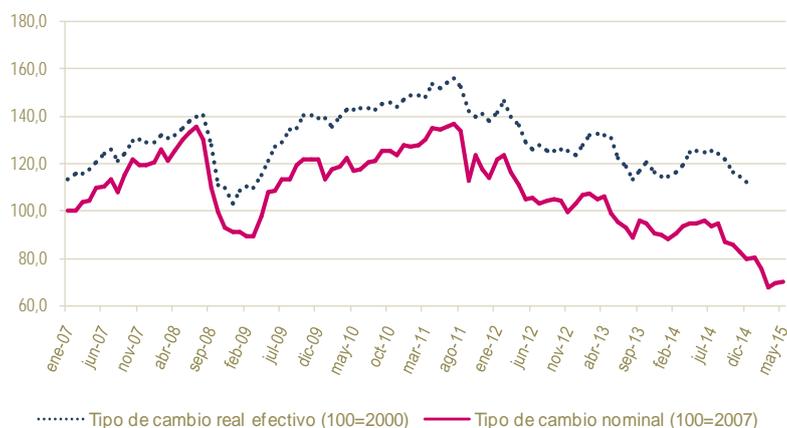


Fuente: IIF

Como resultado de todo ello, Brasil lleva inmerso desde 2011 en un periodo de crecimiento anémico, el más bajo desde la crisis de principios de los 90, y que ha tomado un cariz preocupante en el último año. De hecho, en 2014 el PIB se mantuvo estancado (+0,1%) y entró en recesión en el último trimestre. En 2015, la contracción económica se estima que estará entre el 1 y el 2% del PIB, marcada por las subidas de tipos, el plan de ajuste fiscal y la caída de la demanda interna, con lo que será incluso superior a la registrada en 2009. En efecto, al deterioro de la demanda externa se está uniendo además ahora el mercado interno con la moderación del consumo y, sobre todo, la fuerte caída de la inversión, tanto pública como privada (ya cayó un 7% en 2014). El retroceso de la inversión obedece en buena parte al deterioro de la confianza, pero también a las dificultades financieras, no sólo por la repetidas subidas de tipos de interés sino, sobre todo, por la caída del real (llegó a desplomarse más de un 40% entre julio de 2014 y marzo de 2015, cuando alcanzó los 3,2 reales por dólar), que está afectando a muchas empresas fuertemente endeudadas en moneda extranjera y que ahora tienen dificultades para acceder al mercado internacional. A esto hay que añadir el impacto del escándalo Petrobras. El sector de la energía, dominado por Petrobras, supone por sí sólo alrededor de un 13% del PIB, pero, además, el escándalo está teniendo un fuerte impacto en el sector de la construcción y de la ingeniería civil, donde ya se han producido quiebras de importantes empresas con motivo del cese de los pagos por su implicación en las trama de corrupción, (OAS, Schahin, Galvao), incluso grandes grupos empresariales como Odebrecht o Camargo Correa se han visto afectados.

(7) En buena medida se debe a factores coyunturales, como la reciente subida de los precios subvencionados de los carburantes para ayudar las finanzas de Petrobras (vende gasolina en Brasil con pérdidas) o la fuerte sequía que, por segundo año consecutivo, afecta a buena parte del país y que está provocando serias dificultades tanto al sector eléctrico (más del 75% de la electricidad en Brasil se genera en centrales hidroeléctricas) como al agrícola, obligando incluso a periodos de racionamiento en algunos estados. Además, hay que señalar que la transmisión de la política monetaria se ve dificultada por la política de préstamos de los bancos públicos, con tipos de interés muy por debajo del mercado.

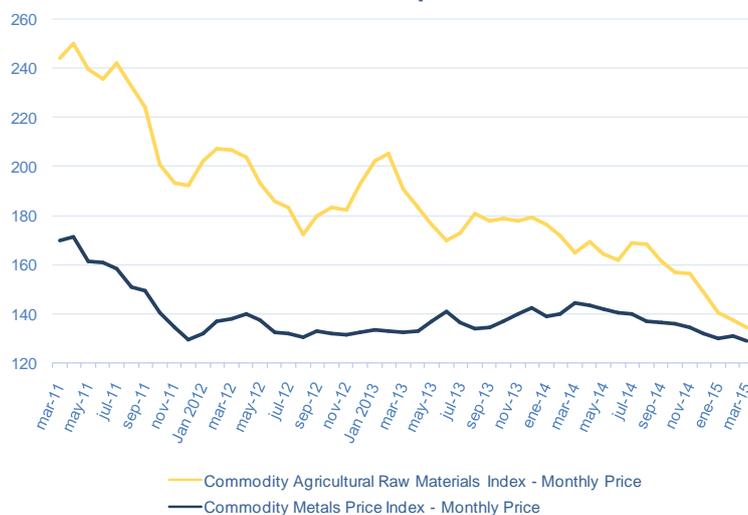
### Tipo de cambio



Fuente: IIF

Las previsiones apuntan a que la situación se estabilizará durante la segunda mitad de 2015 y 2016. Por un lado, la política de subidas de tipos de interés está llegando a su fin, aunque según algunos analistas todavía podríamos asistir a una última subida que los situase cerca del 14%. Por otra parte, la fuerte caída del real en 2015 ha eliminado prácticamente la apreciación de la moneda en términos reales, lo que debería ayudar a las cuentas externas. Finalmente, la publicación de resultados auditados por parte de Petrobras, el pasado 22 de abril, despeja la posibilidad de una quiebra técnica de la compañía y/o la necesidad de un rescate masivo por parte del Estado, lo que debería traducirse en una mejora paulatina de las condiciones financieras externas. Los pronósticos indican, no obstante, un crecimiento del PIB todavía muy débil en 2016, cercano al 1%, y una inflación que finalmente se moderaría hasta el 5,4%. Además, esta previsión está sujeta a importantes riesgos, como son un posible agravamiento de la situación política o una intensificación de las caídas de los precios de las materias primas. Por último, hay que señalar que el sistema financiero hasta el momento no refleja el deterioro de la situación económica y que podría ser fuente de alguna sorpresa negativa.

### Evolución materias primas 2005=100

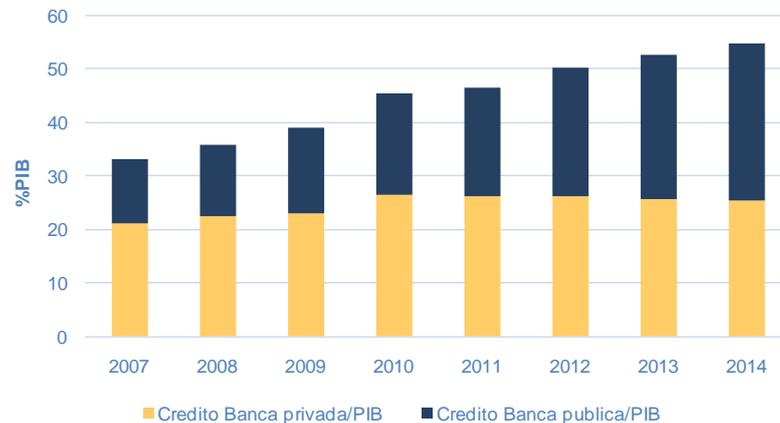


Fuente: IIF

## SISTEMA FINANCIERO DISTORSIONADO POR UNA EXCESIVA PRESENCIA PÚBLICA

El sistema bancario brasileño presenta, a primera vista, un aspecto saneado. No se vio excesivamente afectado por la crisis financiera internacional de 2009 y el sistema de supervisión es, en principio, comparable al de la mayoría de los 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 se acerca al 100%). Asimismo, las tasas de capitalización y rentabilidad arrojan también 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% (16,6% en diciembre de 2014), 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, ya que según datos del banco central la exposición es insignificante. El peso del préstamo en moneda extranjera es algo superior al 10%, pero está prácticamente cubierto por los activos. Además, a pesar del fuerte crecimiento del crédito, éste se encuentra todavía por debajo del 60% del PIB, una cifra relativamente baja. Por último, hay que señalar la sorprendente evolución de la morosidad que, si bien disparó las alarmas a lo largo de 2012 al elevarse rápidamente, ha vuelto a descender bruscamente en 2013-14 y se sitúa actualmente en cifras extraordinariamente bajas (2,8% en marzo de 2015), sobre todo si tenemos en cuenta la difícil coyuntura económica. En 2013, incluso, un análisis de resistencia realizado por el FMI arrojó resultados muy favorables.

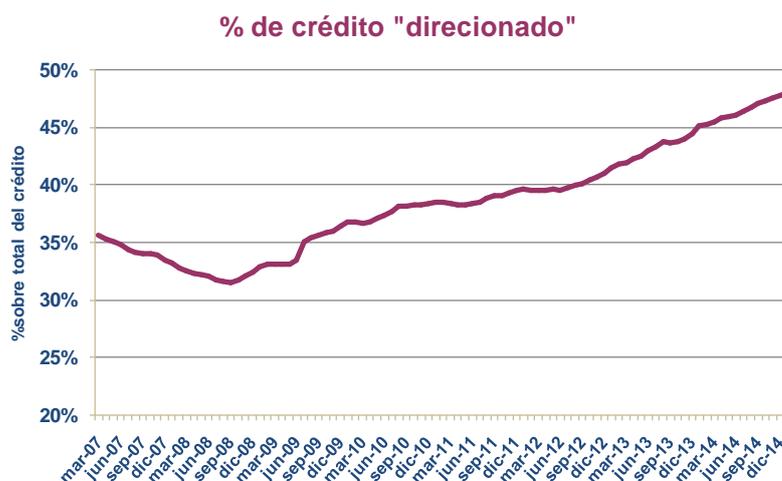
**Crédito / PIB %**



Fuente: Banco Central de Brasil

No obstante, esta imagen podría ser algo engañosa ya que algunas cifras señalan que se está incubando un problema de calidad de los préstamos dentro los bancos públicos, que han protagonizado la expansión del crédito en los últimos años a tipos de interés subvencionados, muy por debajo del mercado. Los tres grandes banco públicos (Banco Nacional de Desarrollo, Caixa Económica Federal, Banco do Estado do Rio Grande do Sul) ocupan un enorme peso en el sistema. El Banco Nacional de Desarrollo (BNDES) es la principal entidad del país y acumula por si solo más del 20% de todos los préstamos del sistema. En conjunto, los bancos públicos

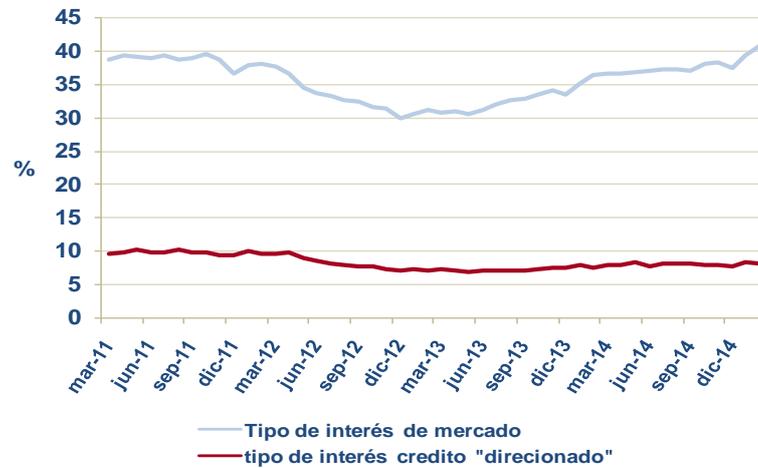
aglutinan cerca del 55% de todos los préstamos. Esto ha sido una ventaja a la hora de aplicar políticas anti cíclicas en los últimos años, y ha permitido registrar altas tasas de expansión del crédito incluso durante la crisis, pero ha intensificado todavía más la presencia de las entidades públicas y podría estar distorsionando el verdadero estado de salud del sistema. En efecto, el crecimiento del crédito se ha producido al mismo tiempo que los bancos privados se han mostrado reticentes a expandir sus carteras en los últimos años. De hecho, en 2014 el crecimiento del crédito se moderó al 11,2% en buena medida por el comportamiento del crédito privado, que incluso redujo su peso en relación al PIB en cuatro décimas.



Fuente: Banco Central de Brasil

La banca pública brasileña da crédito principalmente a través de los préstamos *direccionados*, que otorgan tipos de interés muy por debajo de mercado. Su creciente peso en el sistema provoca que actualmente el 48% de los préstamos del sistema sean de este tipo, con un tipo de interés anual medio en 2014 de 7,7%, muy por debajo del tipo oficial de referencia y prácticamente negativo en términos reales. En cambio, el resto del sistema elevó el tipo de interés en 2014 hasta el 37,2%, un descomunal diferencial de 3.000 puntos respecto a la banca pública. Esta política, para empezar, ayuda a explicar la escasa tracción que ha tenido la política monetaria a la hora de moderar la inflación. En segundo lugar, la morosidad en estos préstamos públicos es evidentemente muy baja, ya que en realidad es una fuente de rentabilidad para las empresas y apenas ha registrado cambios a lo largo del ciclo. Sin embargo, cabe preguntarse cuál sería la morosidad real en caso de que se termine con esta política y los bancos públicos se vean obligados a acercar sus tipos de interés a los del mercado.

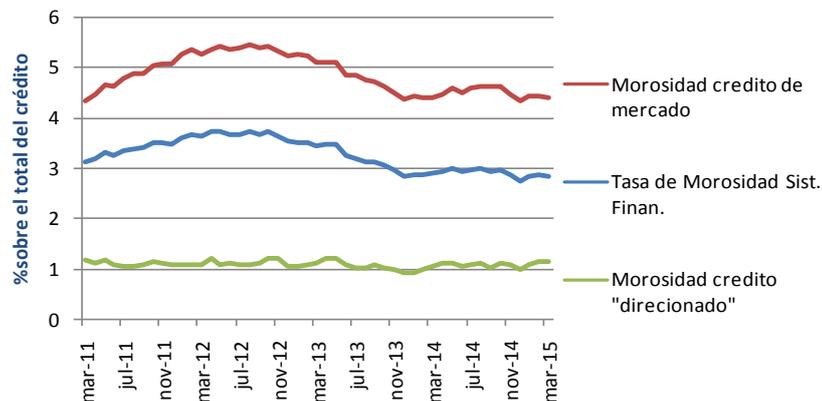
### Tipos de interés



Fuente: Banco Central de Brasil

En 2014 la morosidad de estos préstamos fue de apenas un 0,98%, frente al 4,4% del resto de entidades, de ahí que la morosidad total del sistema sea sorprendentemente baja. Por otra parte, la mayor parte de estos préstamos están dirigidos a empresas, lo que explica también la relativa resistencia que está mostrando el sector corporativo. En cambio, el préstamo a las familias y al consumo soporta tipos muy elevados, lo que provoca que el peso del servicio de la deuda sobre la renta disponible de las familias esté por encima del 20%.

### Distintos grados de morosidad



Fuente: Banco Central de Brasil

Así pues, cabe albergar serias dudas sobre la verdadera calidad de los balances de estos bancos, que han necesitado inyecciones de capital recurrentes por parte del Estado. Sólo BNDES ha recibido un total acumulado de 364.000 mill.\$ entre 2009 y 2014; el pasado año ascendieron a 60.000 mill.\$, el equivalente al 1,2% del PIB. Por otra parte, BNDES se ha visto salpicado recientemente por un caso de corrupción en el que presuntamente se habrían otorgado créditos por valor de al menos 800 mill.\$ de forma fraudulenta, lo que añade todavía más dudas sobre la aparente salud del sistema financiero y la calidad real de los activos. Esto supone un riesgo

añadido aunque de magnitud incierta para las cuentas públicas por la deuda contingente a la que podría tener que hacer frente. En este sentido, el gobierno ha anunciado recientemente que el Tesoro no hará más préstamos a BNDES. El tipo de interés fijado por el Consejo Nacional Monetario que sirve de referencia para los préstamos subsidiados se elevó en 100 puntos básicos, hasta el 6%.

### 3. SECTOR PÚBLICO

#### FUERTE DETERIORO FISCAL

- ➔ Elevado peso del sector público. Los altos tipos de interés y el volumen de la deuda determinan un elevado peso del servicio de la deuda.
- ➔ Primer déficit fiscal primario en décadas. La relajación del gasto y la escalada del déficit, hasta un amplio 6,7% del PIB, han provocado la necesidad de acometer un severo ajuste fiscal en 2015 con el objetivo de no perder la confianza y el acceso a los mercados.
- ➔ Se ha revertido el proceso de reducción del peso de la deuda pública, aunque se mantiene en niveles moderados y posee una buena estructura.
- ➔ Peligra el grado de inversión de la deuda soberana en 2015-16.

En la última década Brasil se había 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. Incluso durante la crisis de 2009 se mantuvo un superávit primario del 2% del PIB. No obstante, se registraban habitualmente déficits fiscales a causa del elevado peso de la deuda pública, en particular debido a los altos intereses de la misma, herencia de pasadas décadas de excesos fiscales y descontrol monetario. Con todo, los déficits eran manejables y Brasil había ido reduciendo el peso relativo de la deuda y consolidando su perfil deudor como grado de inversión.

Sin embargo, a partir de 2013 la desaceleración económica y la mayor relajación fiscal han erosionado gravemente la situación presupuestaria. En 2014, coincidiendo con el año electoral, se produjo un deterioro tal, que por primera vez desde la década de los noventa se registró un déficit fiscal primario, lo que hizo saltar las alarmas en los mercados. Es por ello que se ha nombrado tras las elecciones un Ministro de Hacienda de las características de Joaquim Levy, con la difícil misión de llevar a cabo un ajuste fiscal que permita recuperar saldos primarios superiores al 2%.

### Saldo fiscal primario y final



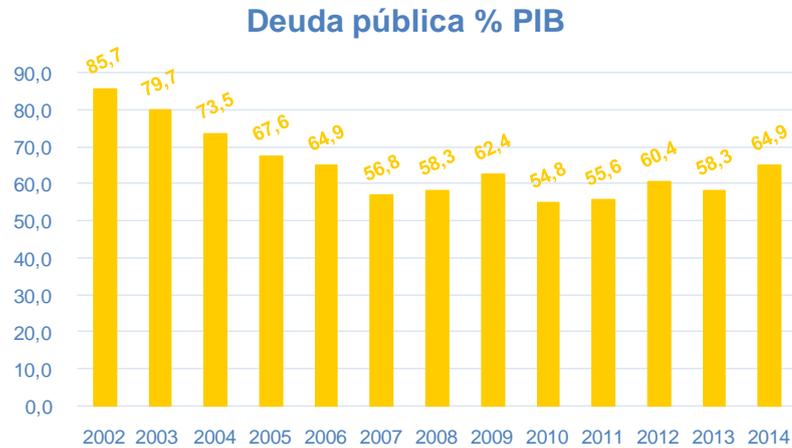
Fuente: IIF

Brasil cuenta con uno de los sectores públicos de mayor tamaño de Latinoamérica. Los ingresos públicos en proporción al PIB eran en 2014 del 35,7%, 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 deuda de la última década vienen en buena parte determinadas por la evolución de la economía y el alto nivel de presión fiscal. Entre 2009-2013, el déficit público promedió un relativamente moderado 2,8% del PIB. Incluso en 2009, 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 gobierno mantuvo cierto tono de moderación fiscal.

Sin embargo, a partir de 2012-13, la desaceleración se profundiza y se emprende una mayor relajación fiscal con el objetivo de estimular el crecimiento, a través de diversos programas de gasto social y rebajas tributarias. A esto se suma el mal comportamiento de la economía, con lo que el superávit primario cae progresivamente del 3,1% al 1,9% del PIB en 2013. En 2014 el país entra en recesión y el gasto, a pesar del anuncio de ciertos recortes, continúa creciendo, con lo que no sólo se incumple el objetivo de superávit fiscal primario, sino que se registra un déficit del 0,6%, lo que se traduce en un abultado déficit fiscal final del 6,7% del PIB. Tras la elecciones el gobierno se ha comprometido a alcanzar un superávit primario del 1,2% del PIB en 2015 y del 2% en 2016. Para ello, ha aprobado ya medidas que suponen, en principio, un ajuste del 0,9% del PIB y que van desde la subida de impuestos a los carburantes, la congelación de varias partidas de gasto y la reducción de los subsidios a la electricidad. El resto de medidas necesitan de la aprobación en el legislativo lo que va a ser complicado de lograr. Parece difícil pues, que se cumplan los objetivos del gobierno. En marzo de 2015 el déficit primario acumulado de los últimos doce meses era del 0,7% del PIB.

La ampliación de los desequilibrios fiscales han implicado, además, que se interrumpa la reducción de la deuda pública en relación al PIB, uno de los pilares de la política fiscal desde los años 90, cuando ésta se volvió insostenible. En la pasada década, los moderados déficits públicos no habían impedido que el peso de la deuda pública respecto al PIB descendiera de

forma radical, del 85,7% del PIB al 55,6% que registró en 2011. La deuda en 2014 se estima que ascendió al 64,9% del PIB, la más alta desde 2006. El peso de los intereses supone casi un 20% del presupuesto.



Fuente: IIF

Afortunadamente, la transformación de la estructura de la deuda es más difícil de revertir. Brasil ha aprovechado 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 2014 era poco más de un tercio. Igualmente, la deuda a 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 5%. La sensibilidad frente 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. En buena parte gracias a ello, la calificación de la deuda soberana por parte de las agencias de rating se ha mantenido relativamente estable a pesar del deterioro macroeconómico y fiscal.

	Moody's	S&P	Fitch
Chile	Aa3	AA-	A+
México	A3	BBB+	BBB+
Colombia	Baa2	BBB	BBB
Brasil	Baa2	BBB-	BBB
Turquía	Baa3	BB+	BBB-

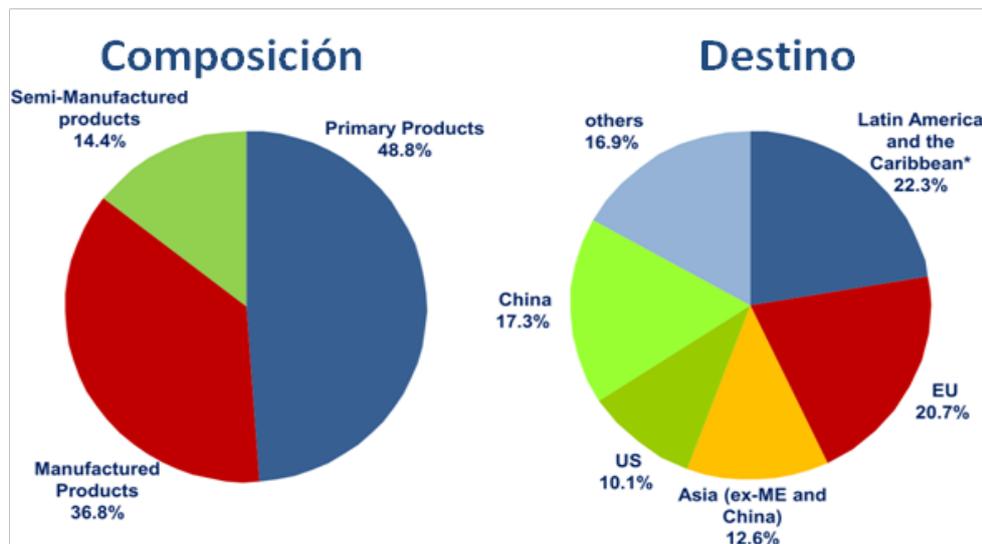
En abril de 2015 todavía las tres grandes agencias de rating calificaban la deuda soberana dentro del grado de inversión. Sin embargo, en 2014 S&P la rebajó un escalón, justo por encima del grado de inversión, y el resto han puesto a Brasil en perspectiva negativa. En caso de que el plan de consolidación fiscal se incumpla y continúe el deterioro de la situación económica, Brasil corre el riesgo de perder el grado de inversión en 2015-16.

## 4. SECTOR EXTERIOR

### DETERIORO DE LAS CUENTAS EXTERNAS

- Escasa apertura exterior y dependencia de las materias primas.
- Los superávits por cuenta corriente se han transformado en déficits, que en 2014 alcanzó un preocupante 4,2% del PIB, aunque de momento no presentan dificultades para su financiación gracias a la inversión directa.
- Perfil de solvencia externa relativamente favorable. Moderada deuda externa, aunque en crecimiento. Fuerte entrada de capitales tanto en forma de inversión directa como de corto plazo. Elevado nivel de reservas.

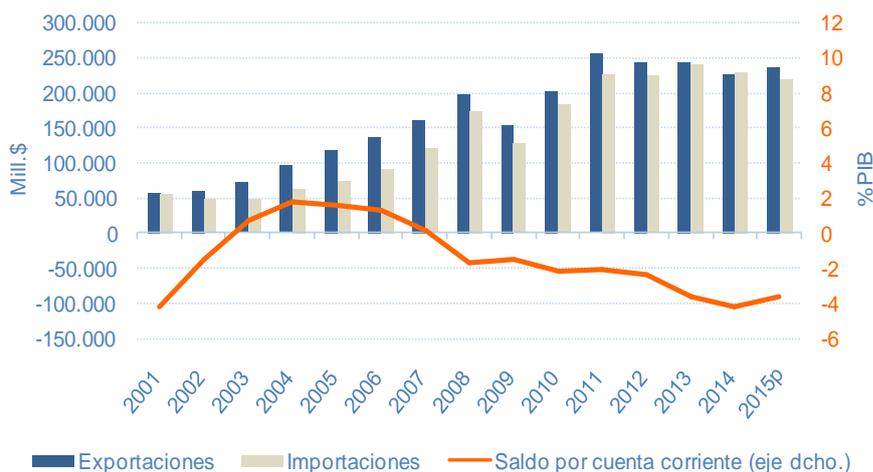
La economía brasileña ha sido tradicionalmente muy poco abierta, en buena parte a causa del elevadísimo nivel de protección arancelaria y, especialmente, administrativa (licencias de importación, reglamentaciones técnicas, mínimos de producción nacional en los proyectos). En 2014 la tasa de apertura 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 al 48,7% en 2014. Así pues, se ha producido cierto declive de la industria exportadora en favor de un sector sujeto a las fuertes variaciones en los precios de los mercados internacionales. En cuanto al destino de las exportaciones, llama la atención por el mismo motivo el fuerte crecimiento de China, que con más del 17% 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 período excepcionalmente positivo para su balanza exterior. Tras la fuerte depreciación del real posterior a la crisis de 2001-02 y gracias también 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. Tras la crisis, a pesar de que las exportaciones se recuperaron con fuerza, no sólo no se han recuperado los superávits sino que han vuelto a registrarse saldos corrientes negativos, debido al fuerte crecimiento de las importaciones. En 2014 incluso se ha registrado un déficit comercial y la magnitud del déficit corriente, sin ser alarmante, fue ya de un abultado 4,2% del PIB. Los desequilibrios se cubren principalmente con la entrada de inversión extranjera directa, por lo que no plantean excesivos problemas desde el punto de vista de la solvencia. Además, es previsible que la abrupta depreciación del último año y la caída de la demanda interna corrijan el desequilibrio hasta, por lo menos, el 3% del PIB. Evidentemente, estas previsiones están sujetas a la evolución de las materias primas.

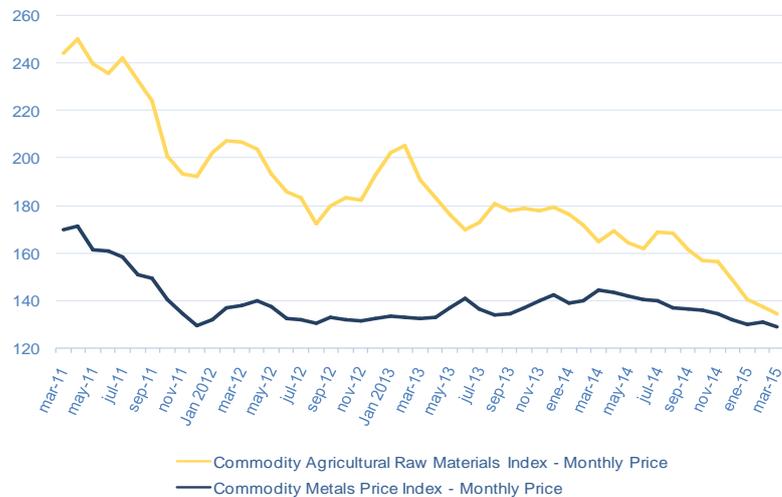
### Balanza por cuenta corriente



Fuente: IIF

Resulta llamativa la debilidad exportadora reciente y, sobre todo la fuerte caída del superávit comercial en los últimos años, provocada por el descenso de los precios de las materias primas, (especialmente significativa en los metales como el hierro, que supone por sí solo el 12% de las ventas) y la escasa competitividad del resto de sectores. En 2014 las exportaciones se redujeron en un 7%, hasta 225.101 mill.\$, y acumulan ya tres años seguidos de caídas. Por su parte, las importaciones, aunque cayeron ligeramente, alcanzaron los 229.164 mill.\$ . Así pues, el superávit comercial de casi 30.000 mill.\$ registrado en 2011 se ha convertido en un pequeño déficit de 3.930 mill.\$ en 2014, el primero desde el año 2000.

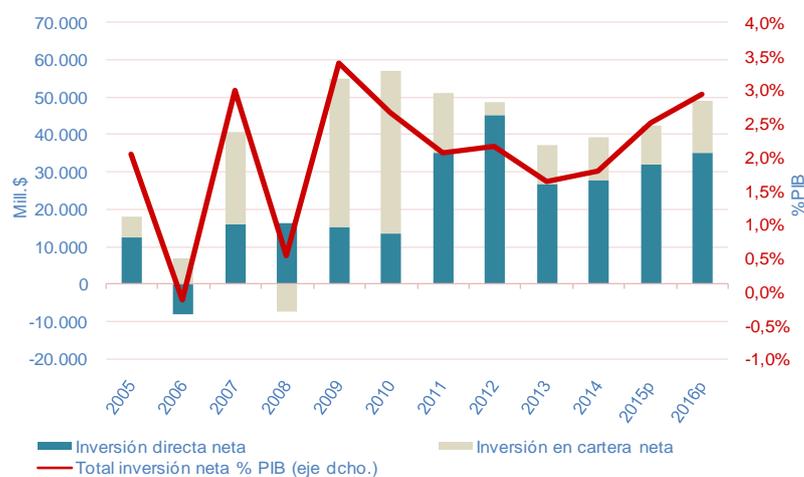
**Evolución materias primas 2005=100**



Fuente: Index Mundi

De este modo, a pesar de que el déficit de la balanza de servicios, transferencias y rentas se ha mantenido relativamente estable, la balanza por cuenta corriente registró en 2014 un déficit de 90.948 mill.\$, lo que representa ya un amplio desequilibrio del 4,2% del PIB, seis décimas más que el año anterior. En 2015 se espera que este desequilibrio se modere de la mano de un real más competitivo y de la estabilización de los precios de las materias primas. Así, se estima que el déficit por cuenta corriente podría alcanzar en el 2015 el 3,8% del PIB, una cifra todavía notable. 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. Del mismo modo, a partir de 2015 Brasil será sensible al inicio, y sobre todo al ritmo, de las subidas de tipos interés por parte de la Fed. El otro factor determinante será, evidentemente, la evolución del crecimiento chino y su impacto sobre las materias primas.

**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 tradicionalmente 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 los tipos de interés que prevalecen en los países desarrollados. 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 (en 2014 parece que se habría recuperado algo, hasta cerca de 10.000 mill.). 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, que le han colocado entre los mayores receptores de IDE en el mundo. Tras alcanzar una cifra record en 2012, se ha contraído de forma notable en los dos últimos años hasta situarse en algo más de 27.000 mill. en 2014, una cifra todavía notable pero que cubre ahora solo una tercera parte del creciente déficit corriente, cuando en los últimos años cubría más de la mitad<sup>(8)</sup>.



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 registrados en 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 2014 las reservas registraban un espectacular monto de 360.965 mill.\$, que equivalen aproximadamente a un año de importaciones de bienes y servicios.

(8) Por otra parte, hay que señalar que según algunos estudios tanto en Brasil como en otros países latinoamericanos las cifras oficiales podrían estar sobreestimando la IDE, en más de un 25% en el caso de Brasil. Esto se debería a que los flujos entre las filiales y la matriz de las empresas nacionales se computan como inversión directa, cuando en realidad en buena parte provienen de la emisión de deuda de dichas filiales en el exterior, método de financiación muy utilizado en los últimos años.

Por otra parte, ante la repentina salida de capitales en 2013, el Banco Central llevó 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, no exentas de polémica, con el objetivo de limitar la pérdida de reservas y mantener así la confianza de los mercados. Así, en 2013 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 preveía la posibilidad de inyectar dólares a través de instrumentos financieros (swaps y repos). La utilización de productos derivados para intervenir el tipo de cambio ha sido controvertida, sobre todo teniendo en cuenta el enorme monto de reservas acumuladas. La idea que defendía el Banco Central era que era mejor permitir la depreciación y, posteriormente, ofrecer la posibilidad a las empresas de cubrirse de su exposición cambiaria a través de los derivados. De este modo, permite que se ajuste la competitividad de la economía al tiempo que mitiga los temidos efectos sobre los balances de las empresas. La institución evitaba también el coste directo de la utilización de reservas, pero incurre en mayores pérdidas potenciales si la depreciación del real se intensifica, como así ha sucedido. El Banco Central anunció recientemente que dejaría de inyectar más volumen en estos instrumentos, aunque sí permitiría la renovación de los existentes, alegando que tienen ahora tamaño suficiente para cubrir el riesgo cambiario de los agentes. A finales de 2014 el volumen de swaps ascendía a 112.700 mill.\$ y los repos a 9.600 mill.\$.

## **DEUDA EXTERNA MODERADA, PERO CRECIENTE**

---

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 han sido liquidados 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. No es descartable que dicha clasificación pueda empeorar a grupo 4 en la próxima reunión de Riesgo-País de la OCDE, que tendrá lugar el 28-29 de octubre de 2015.

### Deuda externa % PIB



Fuente: IIF

El deterioro de la cuenta corriente de los últimos años ha supuesto que el endeudamiento con el exterior se incremente de forma significativa, aunque continúa en un nivel moderado. En 2014 ascendía a 707.000 mill.\$, equivalente al 32,3% del PIB y a, este sí más elevado, un 259% de los ingresos corrientes externos. En 2015 se espera que alcance ya el 45,4% del PIB. Por otra parte, la deuda externa de corto plazo es relativamente pequeña. En 2014 era de 73.000 mill.\$, poco más del 10%, 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, en buena parte como consecuencia del notable coste que acarrearán los elevados tipos de interés, en 2014 equivalió a un 27,9% de los ingresos por exportación de bienes y servicios. En 2015 aunque todavía seguiría muy lejos de los exorbitantes niveles de principios de la pasada década, se estima que podría ascender al 35,2%, un valor ya preocupante.

Por acreedores, la deuda bancaria (27%) y la deuda comercial no bancaria (57%) se reparten casi la totalidad de la deuda externa. Las Instituciones Financieras Internacionales y la deuda oficial bilateral representan una parte pequeña, el 4,6% y el 10,4% 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 dejó atrás definitivamente el episodio de moratorias e impagos de principios de los 90.

## 5. CONCLUSIONES

### DETERIORO DEL RIESGO-PAÍS

---

Se ha producido un significativo deterioro del riesgo-país, en buena medida originado por la falta de reformas estructurales durante la última década. El empeoramiento del riesgo viene marcado por una coyuntura en recesión y una persistente inflación, así como por los crecientes déficits fiscal y externo, muy afectados por la caída de los precios de las materias primas. Al mismo tiempo, Brasil atraviesa una difícil coyuntura política, con una Presidenta extremadamente impopular por los escándalos de corrupción y un gobierno de coalición inestable, con problemas de gobernabilidad por falta de apoyo en el legislativo. Este entorno hace al país, además, muy vulnerable en 2015-2016 a los efectos en el flujo de capitales y en el tipo de cambio derivados de la política monetaria de la Reserva Federal y el entorno de desaceleración de los países emergentes.

Brasil parte, no obstante, de una posición de solvencia externa relativamente sólida, gracias a un período de crecimiento elevado, al tamaño y potencial de su economía, y, sobre todo a unos niveles de endeudamiento externo manejables, así como al abultado monto de reservas. No obstante, el margen de maniobra es limitado. El gobierno necesita corregir en los próximos dos años el deterioro fiscal si no quiere poner en peligro la calificación de grado de inversión de su deuda soberana. Por otra parte, es necesario vigilar el deterioro de la calidad crediticia del sector privado de cara a la toma de riesgos, así como la evolución del sistema financiero, donde posiblemente existen riesgos importantes camuflados por la intensa participación de la banca pública.