

INFORME RIESGO PAÍS

BRASIL

Madrid, 25 de septiembre de 2024

BRASIL

Severa polarización política: El tercer mandato de Lula arrancó tras una ajustadísima victoria, con denuncias de fraude y el violento ataque al Congreso por parte de seguidores de Bolsonaro, reflejo de una extrema confrontación entre fuerzas de derecha e izquierda, que sigue vigente y cobra relevancia de cara a las elecciones municipales de octubre de este año.

Con el Congreso dominado por las fuerzas conservadoras y centristas, Lula se vio obligado a formar una coalición amplia, cediendo algunos ministerios y moderando su agenda progresista para obtener el apoyo político suficiente para gobernar. Su administración destaca en las reformas fiscales, los programas sociales y un ambicioso plan de infraestructuras. Sin embargo, enfrenta desafíos significativos relacionados con la corrupción y el deterioro institucional. Lula también ha tratado de revitalizar la política exterior de Brasil, buscando equilibrar las relaciones con las potencias globales y posicionarse como líder en desarrollo sostenible.

Economía grande y diversificada, pero con una marcada dependencia de las materias primas. La compleja burocracia, la limitada calidad de las infraestructuras y la escasa competencia lastran la productividad y el potencial de crecimiento. El consumo interno ha sido el pilar del crecimiento económico, sostenido por las políticas sociales expansivas y por un aumento considerable del crédito al consumo, mientras que la inversión se ha mantenido rezagada debido a la baja tasa de ahorro y al elevado peso de los gastos públicos.

A pesar de los desafíos, la economía brasileña ha mostrado una **sólida recuperación** tras la pandemia y una notable resistencia en los últimos dos años. El PIB creció un 3% en 2022 y un 2,3% en 2023; los sectores agrícolas y de hidrocarburos han sido los de mejor comportamiento. Sin embargo, las proyecciones para 2024 anticipan una **desaceleración** del crecimiento, debido a las políticas monetarias restrictivas y al impacto de varios desastres naturales asociados al clima, que entre otras cosas van a penalizar la producción agrícola.

El desequilibrio de las cuentas públicas es el mayor riesgo al que se enfrenta la economía brasileña. En 2023, el déficit llegó al 7,9% del PIB, y la deuda pública cerró en cerca del 85% del PIB. El FMI considera el riesgo de insostenibilidad como moderado. El predominio de la deuda emitida a largo plazo y en moneda local mitiga el riesgo. Calificación de la deuda soberana tres peldaños por debajo del grado de inversión.

Tradicional déficit por cuenta corriente, que se ha financiado sin problemas gracias a la elevada capacidad de atracción de IDE. **La deuda externa se encuentra en niveles manejables.** La estructura de plazos es favorable y más de un tercio está contraída entre empresas. El amplio colchón de reservas (más de 12 meses de importaciones), la baja dependencia de la deuda en divisas, y un tipo de cambio flexible apuntalan la solvencia del país.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

- La ajustada victoria de Lula en las elecciones de enero de 2023, seguida del asalto al Congreso días después, evidenció la extrema polarización política de Brasil. Bolsonaro, quien lideró una preocupante campaña de descrédito y cuestionó el resultado electoral, ha sido inhabilitado por abuso de poder, quedando excluido de las contiendas electorales hasta 2030.
- Lula, enfrentando un Congreso dominado por fuerzas conservadoras, ha formado una amplia coalición que incluye a antiguos opositores. Este enfoque pragmático le ha permitido avanzar en su agenda mediante reformas clave, como la simplificación del sistema tributario y la expansión del programa Bolsa Familia.
- Notable deterioro institucional: Caída en el Índice de percepción de la corrupción, exacerbado por decisiones judiciales recientes. Además, los Índices de Buen Gobierno muestran un deterioro significativo de los indicadores de estabilidad política, efectividad gubernamental y control de la corrupción en la última década.

TERCER MANDATO DE LULA

POBLACIÓN	204,2 mill. hab.
RENTA PER CÁPITA	10.642 \$
RENTA PER CÁPITA PPA	16.357 \$
EXTENSIÓN	8.515.770 Km ²
RÉGIMEN POLÍTICO	Presidencial
CORRUPCIÓN	104/180

La llegada de Luiz Inácio Lula da Silva a la presidencia, en enero de 2023, se produjo en un contexto de profunda polarización política. El líder del Partido de los Trabajadores (PT), quien ya había gobernado Brasil entre 2003 y 2011, se impuso a Jair Bolsonaro en una ajustada segunda vuelta electoral por un estrecho

margen del 1,8%. Los comicios reflejaron una nación profundamente dividida, enfrentada entre las promesas de cambio de Lula y el controvertido legado del gobierno de Bolsonaro. El polémico manejo de la pandemia de COVID-19 por parte de este último, sus ataques a los jueces del Tribunal Supremo⁽¹⁾ y su política medioambiental, que incluyó el desmantelamiento de muchas de las medidas implementadas por Lula en el pasado, fueron objeto de severas críticas dentro y fuera del país.

Tras la derrota electoral, Bolsonaro adoptó una postura similar a la de Donald Trump en Estados Unidos, cuestionando la legitimidad del sistema electoral brasileño. Durante meses, sembró dudas sobre la fiabilidad de las máquinas de votación electrónica y se negó a aceptar el resultado electoral. Su ausencia a la ceremonia de traspaso de poder y su silencio respecto a los campamentos montados por sus seguidores radicales frente a los cuarteles militares contribuyeron a una grave crisis política, que culminó en enero de 2023, cuando sus seguidores atacaron el Congreso Nacional, desafiando la legitimidad del nuevo Gobierno. Horas después, las autoridades recuperaron el control de los edificios, vacíos al ser domingo, arrestando a más de 1.500 personas.

Como consecuencia, en junio de 2023, el Tribunal Superior Electoral (TSE) dictó una sentencia histórica que inhabilita a Jair Bolsonaro por abuso de poder, excluyéndolo de las contiendas

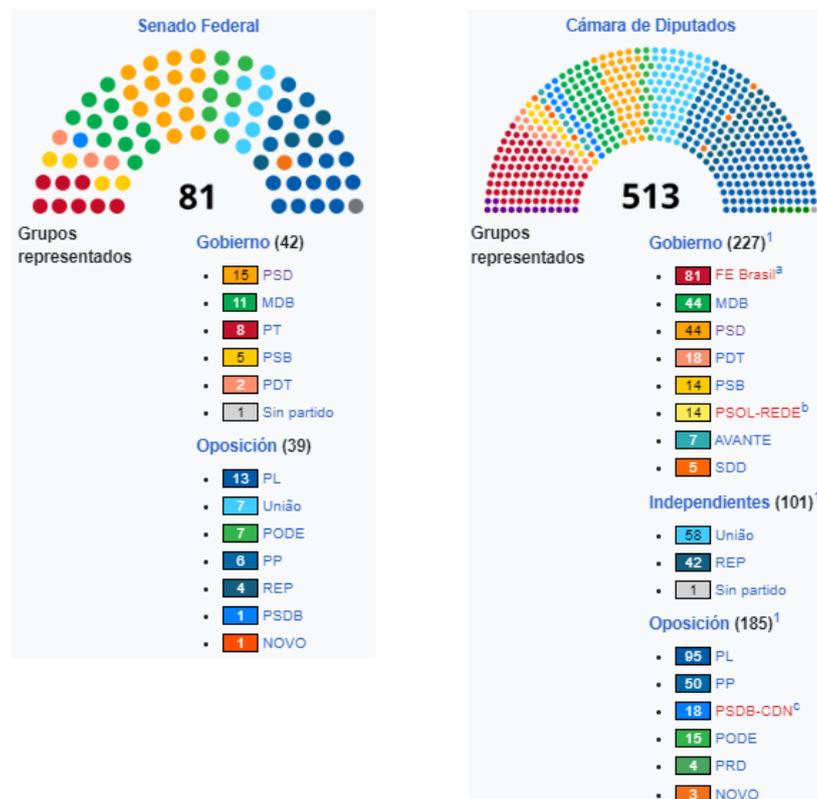
(1) Especialmente cuando el Tribunal Supremo anuló las condenas por corrupción del expresidente Lula Da Silva. Bolsonaro ha llegado incluso a asistir a manifestaciones donde parte de sus seguidores pedían directamente una intervención militar para destituir a los jueces.

electorales hasta 2030. El TSE destacó que la sentencia sienta un precedente clave para frenar la difusión de odio y desinformación electoral, y subraya la importancia de proteger la democracia en Brasil. Además, Bolsonaro enfrenta otros problemas legales relacionados con su gestión de la pandemia y su presunta implicación en el ataque al Congreso Nacional. Esta inhabilitación ha generado un vacío en la derecha brasileña, y ha llevado a la búsqueda de nuevos líderes dentro del bolsonarismo, como el gobernador de São Paulo, Tarcisio de Freitas, y Michelle Bolsonaro, la esposa del exmandatario.

La polarización también se refleja en las redes sociales. En agosto de 2024, el país prohibió la plataforma X (anteriormente conocida como Twitter), utilizada por 22 millones de personas, tras una prolongada disputa entre Elon Musk y el juez Alexandre de Moraes del Tribunal Supremo. Esta decisión no fue improvisada; entre 2020 y 2023, el Tribunal Supremo había iniciado tres investigaciones relacionadas con plataformas digitales: una sobre noticias fraudulentas, otra sobre grupos que manipulan el discurso en línea (conocidos como 'milícias digitais'), y una tercera que investigó a individuos y grupos implicados en el ataque contra el Congreso. La prohibición de X ha intensificado el debate sobre la regulación de las redes sociales y ha exacerbado más si cabe la confrontación política en el país.

UNA AMPLIA COALICIÓN CON COSTES POLÍTICOS

Pasada la crisis inicial, Lula enfrentó serias dificultades para formar su Gobierno. Con un Congreso dominado por fuerzas conservadoras y centristas, tuvo que tejer una amplia coalición que incluyó a antiguos opositores. La elección del centrista Geraldo Alckmin como vicepresidente y la inclusión de partidos de derecha y centro, como el MDB y el PSD, le permitió



Fuente: Wikipedia

asegurar los apoyos necesarios para afianzar su mandato. Sin embargo, esto implicó la cesión de ministerios clave y la asignación de recursos a través del controvertido “presupuesto secreto”⁽²⁾. La principal crítica a esta financiación para estados y municipios es su falta de transparencia, al permitir el uso de recursos estatales para obtener apoyo legislativo y consolidar alianzas políticas, lo que favorece la cooptación política, el clientelismo y la corrupción. Además, la mayoría de las veces no hay controles posteriores sobre cómo se ha gastado el dinero. Aunque este enfoque pragmático consolidó su base legislativa en 24 de los 27 estados, ha tenido que moderar su agenda progresista y ceder a la influencia de sectores conservadores.

Una vez consolidado en el poder, Lula ha puesto en marcha una serie de medidas en línea con sus promesas de campaña, si bien en algunos casos con una versión algo edulcorada para lograr los consensos necesarios. En el ámbito de la **recuperación económica y la política fiscal**, uno de los pasos más importantes ha sido la reforma del IVA, que busca simplificar el sistema tributario y aliviar la carga fiscal sobre los productos básicos. Además, Lula ha promovido una revisión del impuesto sobre la renta y el patrimonio para que las personas con mayores ingresos y las grandes empresas contribuyan de manera más equitativa. Como consecuencia, se ha logrado un aumento del 5% en la recaudación fiscal en el último año, lo que ha permitido financiar programas sociales clave.

En este sentido, ha fortalecido **el programa Bolsa Familia**, al aumentar el monto de la ayuda mensual y extender su cobertura⁽³⁾. Ahora, familias que perciben hasta dos salarios mínimos pueden acceder al beneficio, lo que ha contribuido a reducir la pobreza extrema en un 7% en los primeros meses de su administración. Además, se ha incrementado el salario mínimo en un 10%, lo que beneficia a más de 59 millones de trabajadores, algo que también va a contribuir a fomentar el consumo interno.

Lula también ha lanzado un ambicioso plan de **infraestructuras**. Entre las iniciativas más destacadas se encuentra la modernización de la red de carreteras y la construcción de nuevas líneas de transporte público en las principales ciudades del país. Estos proyectos buscan no solo mejorar la conectividad y reducir los costes logísticos, sino también crear empleo. Gracias a estas iniciativas, se han generado más de 500.000 nuevos puestos de trabajo, lo que ha contribuido a reducir el desempleo al 8%, el nivel más bajo en una década.

En cuanto a la **política medioambiental**, ha reinstaurado políticas clave para proteger la Amazonía, fortaleciendo las agencias de vigilancia ambiental y aplicando sanciones más severas contra la deforestación ilegal. Esto ha resultado en una reducción del 30% en la tasa de deforestación en comparación con el año anterior. Además, ha renovado el compromiso de

(2) El "presupuesto secreto" se refiere a la asignación discrecional de fondos públicos, gestionada por congresistas, sin transparencia ni rendición de cuentas claras. En total, hasta ahora se han desembolsado 22.000 millones de reales, unos 4.029 mill.\$, superando los cerca de 17.000 millones de reales (3.113 mill.\$) repartidos antes de las presidenciales de 2022 en el Gobierno de Bolsonaro.

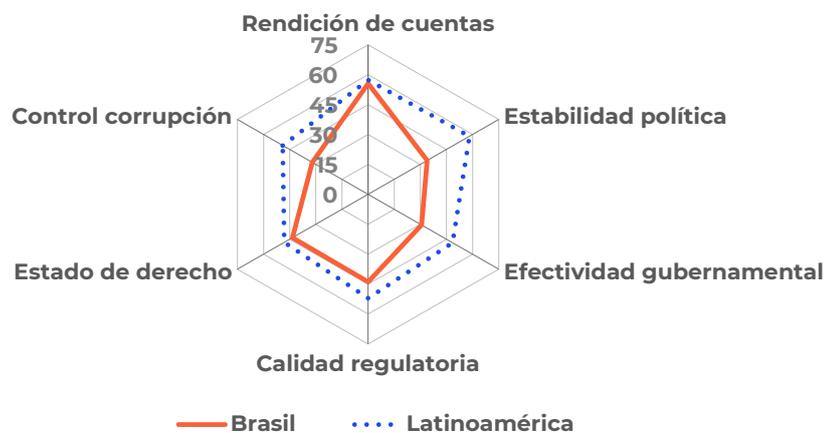
(3) Bolsa Familia es un programa de transferencia de ingresos que proporciona ayuda financiera a las familias pobres. A cambio, las familias se comprometen a que los niños asistan a la escuela y cumplan los calendarios de vacunación. Al programa, implantado en la primera legislatura de Lula, se le atribuye un gran impacto sobre la reducción de la desigualdad (10% entre 2011 y 2015, según un estudio del Instituto de Investigaciones Económicas Aplicadas de Brasil publicado en 2019). Durante el mandato de Bolsonaro, el programa fue sustituido por Auxilio Brasil, que amplió tanto el número de beneficiarios como el monto de las ayudas. Sin embargo, Lula ha decidido reinstaurar Bolsa Familia, un programa emblemático de su gobierno.

Brasil con los objetivos del Acuerdo de París y está promoviendo la inversión en energías renovables, con especial hincapié en aumentar la capacidad en energía solar y eólica⁽⁴⁾.

En el ámbito de la **reforma del sistema judicial y la transparencia**, Lula ha implementado cambios significativos para garantizar la independencia y eficiencia del sistema judicial. Se han establecido tribunales especializados en delitos de corrupción y se han reforzado los mecanismos de rendición de cuentas dentro del Gobierno. Brasil enfrenta serios desafíos en este campo. Según el Índice de Percepción de la Corrupción 2023 de Transparencia Internacional, el país descendió diez puestos, situándose en la posición 104 de 180 países. Esta caída refleja un retroceso en los esfuerzos para combatir la corrupción, exacerbado por decisiones judiciales recientes que han debilitado los marcos legales establecidos durante la Operación Lava Jato. Por ejemplo, la invalidación de las pruebas contra Odebrecht y la suspensión de multas significativas a empresas involucradas en casos de corrupción han erosionado la confianza en el sistema judicial.

Estas deficiencias también se reflejan en los Índices de Buen Gobierno del Banco Mundial, donde Brasil presenta un desempeño inferior al de la región en todos los indicadores, especialmente en las categorías de estabilidad política, ausencia de violencia, efectividad gubernamental y control de la corrupción. Este deterioro se ha intensificado en la última década, con caídas de casi 20 puntos en efectividad gubernamental y de 24 puntos en control de la corrupción.

Indicadores de gobernabilidad



Fuente: Banco Mundial

Finalmente, Lula ha puesto en marcha un plan para **revitalizar la industria brasileña**. Este plan incluye la modernización de la infraestructura industrial y el fomento de la investigación en tecnologías avanzadas. Se han introducido incentivos fiscales para las empresas que adopten prácticas sostenibles, y se ha puesto especial énfasis en el desarrollo de una economía verde. El programa ya ha arrancado y lo cierto es que la producción industrial ha crecido un 3% en el

(4) En realidad, las fuentes renovables son ya muy importantes en Brasil, donde más de la mitad de la matriz eléctrica proviene de plantas hidroeléctricas, algo que en los últimos años ha acarreado problemas debido a los repetidos episodios de sequía que ha sufrido el país. En los nuevos planes de desarrollo se da prioridad a la energía eólica y solar, que está previsto que aporten el 70% de la nueva potencia hasta 2050. Por ejemplo, en el primer semestre de 2024 entraron en funcionamiento 168 nuevas plantas de generación. De la nueva capacidad instalada, más del 90% corresponde a plantas eólicas y solares (datos de la Agencia Nacional de Energía Eléctrica).

último año, y sectores como la biotecnología y la manufactura sostenible son los que han liderado este crecimiento, contribuyendo a mejorar la balanza comercial del país.

Las elecciones municipales de octubre de 2024 serán cruciales para evaluar el apoyo popular al gobierno de Lula. Estos comicios reflejarán cómo la dinámica política nacional se traduce a nivel local y medirán también el éxito de su coalición. El PT aspira a recuperar su influencia a nivel local, que alcanzó niveles mínimos tras la histórica derrota de 2020, cuando no conquistó ninguna capital estatal; ahora gobierna solo 182 ciudades, menos de la mitad que hace dos décadas. Sin embargo, el partido no presentará candidatos en las principales ciudades, como São Paulo, Río de Janeiro o Belo Horizonte, debido a los compromisos adquiridos con otras formaciones que apoyaron a Lula en las presidenciales. Los diez partidos del Gabinete de 40 ministerios competirán por separado en las municipales. Los resultados influirán en la estabilidad del Gobierno, en la puesta en práctica de su agenda y en las futuras estrategias y alianzas políticas.

2. RELACIONES EXTERIORES

- Lula ha centrado sus esfuerzos en revitalizar la política exterior, tratando de reposicionar a Brasil como líder regional y reintegrándolo en los foros internacionales, rompiendo con el aislamiento que marcó la legislatura de Bolsonaro.
- A nivel regional, a pesar de sus esfuerzos por impulsar los mecanismos de integración y avanzar en acuerdos comerciales, prioridades como la firma del acuerdo de Mercosur continúan estancadas.
- Lula ha reafirmado el liderazgo de Brasil en temas de desarrollo sostenible, destacando su compromiso con la protección de la Amazonía y la Agenda 2030.

“BRASIL ESTÁ DE VUELTA”

Desde el inicio de su mandato, Lula ha enfocado su agenda en revitalizar la política exterior, tanto a nivel regional como global. Sus esfuerzos incluyen la reintegración en foros internacionales, el cumplimiento de los compromisos financieros con la ONU⁽⁵⁾, y la restauración de la confianza con sus socios internacionales. La frase "Brasil está de vuelta" ha sido recurrente, tanto por parte del Gobierno como de los líderes mundiales que visitaron el país durante su primer año de mandato, marcando un claro contraste con los últimos cuatro años de distanciamiento diplomático bajo la legislatura anterior.

La política exterior de Bolsonaro se caracterizó por un notable aislamiento y por el alineamiento con Donald Trump, lo que enfrió las relaciones con la Unión Europea y varios países latinoamericanos. También minimizó la cooperación multilateral y adoptó posturas controvertidas en temas como el medio ambiente, los derechos humanos y la pandemia, lo que perjudicó la imagen exterior del país.

(5) En diciembre de 2023 Brasil pagó sus deudas con la ONU, con un desembolso total de 1.360 millones de reales (280 millones de dólares), una deuda acumulada en parte durante el gobierno de Bolsonaro.

Lula, conocido por su activa diplomacia en anteriores mandatos, enfrenta una coyuntura internacional más complicada esta legislatura. Al inicio de su mandato, intentó posicionar a Brasil como mediador en el conflicto de Ucrania, pero su postura irritó a Kiev y Washington, ya que acusó a las potencias occidentales de alentar la guerra. Esto tensó las relaciones con Zelensky y limitó la influencia brasileña en el conflicto.

Respecto al conflicto de Gaza, Lula ha adoptado una postura crítica hacia Israel, en común con varios gobiernos de izquierda de la región. Además, ha expresado su apoyo diplomático al caso de Sudáfrica contra Israel ante la Corte Internacional de Justicia (que alega posible genocidio por parte de Israel en Gaza). Esta posición podría aumentar las tensiones no solo con Estados Unidos, sino también a nivel nacional, dada la gran población judía y árabe de Brasil y la importancia del movimiento evangélico. El tema también es divisivo en la región, ya que Argentina y Paraguay han adoptado una postura decididamente proisraelí.

En cuanto a las tensiones entre Washington y Pekín, Lula ha enfatizado la no alineación de Brasil, visitando a Biden y Xi Jinping poco después de asumir la presidencia. Sin embargo, el compromiso de Lula con el grupo de los BRICS (que ha incorporado a Irán como miembro), los ataques al dólar como divisa de referencia⁽⁶⁾ y su retórica contra el orden económico liderado por Estados Unidos se perciben como hostiles en Washington. China es el principal socio comercial de Brasil, representando cerca de un cuarto de sus intercambios comerciales.

A nivel regional, los intentos de revitalizar mecanismos de integración como la Comunidad de Estados Latinoamericanos y Caribeños (CELAC) y la Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR) han sido infructuosos. Las negociaciones para firmar un acuerdo de libre comercio entre Mercosur y la UE, en curso durante más de dos décadas, siguen estancadas. El presidente francés Emmanuel Macron se opone a la entrada de productos agrícolas para proteger la producción europea. Tampoco ha ayudado que las relaciones entre Brasil y Argentina, los dos mayores miembros de Mercosur, han sido tensas desde que Javier Milei asumió la presidencia argentina en diciembre de 2023. Lula respaldó firmemente al rival de Milei, el exministro de Economía Sergio Massa, en las elecciones y acusó a Milei de representar un peligro para la democracia. Buenos Aires ha dado marcha atrás en sus amenazas de cortar vínculos con Brasilia y abandonar Mercosur, pero las relaciones entre las dos capitales siguen siendo distantes.

En cuanto a las recientes elecciones en Venezuela, Lula ha asumido un papel de liderazgo en los esfuerzos diplomáticos internacionales para resolver la crisis política. Junto a México y Colombia, ha tratado de impulsar, sin éxito por el momento, el diálogo y la verificación imparcial de los resultados, con el fin de garantizar un proceso transparente, y de evitar así la desestabilización regional.

Lula ha reafirmado el liderazgo de Brasil en la promoción del desarrollo sostenible y la Agenda 2030⁽⁷⁾, destacando su compromiso con la protección de la Amazonía y la mitigación del cambio climático. En la COP28 de 2023 en Dubái, subrayó estos objetivos, así como, en la 78ª Asamblea General de la ONU; para la presidencia de Brasil del G-20, en 2024, delineó tres prioridades clave: erradicar el hambre y la desigualdad, fomentar el desarrollo sostenible en sus dimensiones

(6) Lula ha propuesto en varias ocasiones la creación de una moneda común regional para el comercio, buscando reducir la dependencia del dólar y fortalecer la identidad sudamericana.

(7) La Agenda 2030, adoptada por la ONU en 2015, establece 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible para erradicar la pobreza, proteger el planeta y garantizar la prosperidad global antes de 2030.

económica, social y ambiental, y reformar la gobernanza global. En los primeros once meses de mandato, el ritmo de la deforestación en la Amazonía se ha reducido en un 22%, aunque este sigue siendo un problema preocupante.

3. SITUACIÓN ECONÓMICA

- Crecimiento bajo y volátil, muy dependiente del precio de las materias primas. Brasil cuenta con abundantes recursos naturales y un muy potente sector agrícola, acompañado de una gran expansión de la agroindustria. Preocupante desindustrialización, provocada en buena parte por los altos costes operativos, las numerosas regulaciones y la competencia internacional.
- El consumo ha sido el principal motor de crecimiento, impulsado por las políticas sociales y el aumento del crédito. La inversión es muy limitada como consecuencia de la baja tasa de ahorro y los elevados gastos públicos, lo que ha dado como resultado que los avances en productividad sean muy escasos.
- Brasil ha demostrado una fuerte resistencia económica, con un crecimiento del PIB real del 3% en 2022 y 2,3% en 2023, impulsado por el aumento del gasto público, un consumo privado sólido y la expansión de la oferta agrícola y de hidrocarburos.
- Se espera que el crecimiento se modere en 2024 debido a las altas tasas de interés, las inundaciones y una menor producción agrícola.

UN CRECIMIENTO MUY DÉBIL

PIB	2.173.671 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	2,9%
INFLACIÓN	4,6%
SALDO FISCAL	-7,6%
SALDO POR C/C	-1,4%

Datos a 2023

El crecimiento económico de Brasil ha sido muy decepcionante en las últimas décadas, con la excepción de la etapa del *boom* de las materias primas⁽⁸⁾. Entre 1980 y 2023, ha promediado un 2,3%, muy por debajo de otras economías emergentes. Además, ha sido extremadamente volátil, reflejando una economía altamente dependiente de las exportaciones de materias

primas y de la agricultura desde el punto de vista de la oferta. Prueba de ello fue el desplome del crecimiento tras la caída de precio de las *commodities* a partir de 2010, una situación que afectó a Brasil de manera más severa que a sus países vecinos.

Lo cierto es que la agricultura sigue siendo crucial a pesar de la disminución de su peso relativo. Brasil es el tercer exportador mundial de productos agrícolas, y destaca en café, naranja, caña de azúcar y soja. Aunque la agricultura y la ganadería contribuyen con solo un 7% al PIB, emplea a una quinta parte de la población y representa un tercio de las exportaciones. Además, si se incluye la industria agroalimentaria, que ha tenido un desarrollo impresionante, y los servicios

(8) El "boom de las materias primas" fue un ciclo inusualmente largo de aumento de los precios de las materias primas en el mercado mundial, que se extendió aproximadamente desde el año 2000 hasta 2014. Durante este período, factores como el rápido crecimiento de economías emergentes, especialmente China, y la especulación financiera en los mercados impulsaron una demanda elevada y precios altos para productos como petróleo, metales y alimentos.

relacionados (transporte, etc.), el conjunto de todas las actividades ligadas al agro es responsable de más del 20% del PIB. Conviene destacar que las regiones agrícolas son las más afectadas por el cambio climático; han experimentado un aumento de la temperatura promedio de 2 grados centígrados en 2023, la mayor desde que se lleva registro, en 1964. Las sequías intensas y las olas de calor asociados afectan negativamente a la seguridad alimentaria, la calidad del suelo y de los alimentos, y podrían incrementar la incidencia de enfermedades como el dengue, el zika y la malaria.

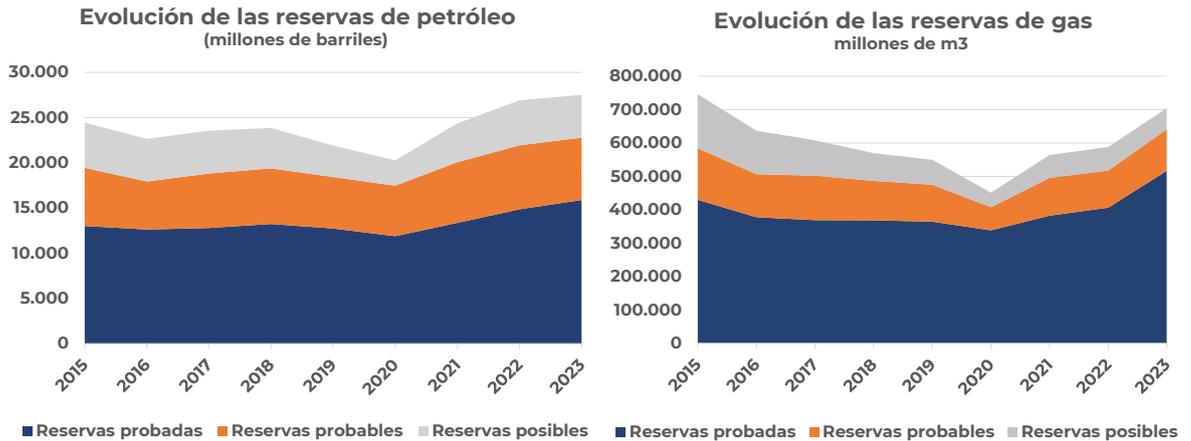
La industria brasileña es extensa y diversificada (además de la industria alimentaria, entre las más destacadas se encuentran la construcción, la textil, la química, y la automotriz). Sin embargo, el país padece un progresivo deterioro del tejido industrial. La industria manufacturera, que solía representar más del 30% del PIB en la década de 1980, ha descendido a alrededor del 12% en la actualidad. Los altos costos operativos, la pesada carga regulatoria, los problemas en las infraestructuras y, sobre todo, la falta de inversión, explican gran parte de este declive, a lo que se une la creciente competencia internacional. La tendencia se ha acentuado en los últimos veinte años. El *boom* de las materias primas registrado a partir de 2001 aumentó la rentabilidad de las exportaciones de *commodities* en detrimento de las manufacturas, lo que desincentivó el desarrollo del sector en un entorno de tipo de cambio apreciado.

Valor añadido de las manufacturas sobre el PIB (%)



Fuente: Morceiro; TD Nereus 02-2019

La abundancia de recursos naturales hace que la industria extractiva sea especialmente significativa. El país posee importantes yacimientos de hierro, cobre, oro, plomo, bauxita, petróleo y gas. En poco más de una década, Brasil se ha convertido en uno de los principales productores de petróleo del mundo, alcanzando el noveno lugar a finales de 2023. Sin embargo, el desarrollo de este sector se vio afectado por el escándalo de Lava Jato, la caída de los precios del petróleo y la crisis provocada por la COVID-19, lo que ralentizó la expansión de nuevas explotaciones y redujo las reservas probadas de petróleo durante unos años.



Fuente: ANP⁽⁹⁾

A pesar de estos desafíos, las reservas probadas de petróleo crecieron casi un 7% en 2023, alcanzando 15.894 millones de barriles. Según la Agencia Nacional de Petróleo y Gas (ANP), las reservas probadas y probables llegaron a 22.779 millones de barriles, un aumento del 3,81% interanual, suficiente para mantener la producción actual de cerca de 3,3 millones de barriles diarios durante los próximos 13 años. En cuanto al gas natural, las reservas probadas también aumentaron significativamente, creciendo un 27,12% hasta alcanzar los 517.077 millones de metros cúbicos."

El sector servicios es el más grande de la economía brasileña; genera aproximadamente dos tercios del PIB y ofrece empleo a una proporción similar de la población activa. Este sector incluye áreas como los servicios financieros y el turismo, y en los últimos años, ha visto un incremento en los servicios de alto valor añadido, como la aeronáutica y las telecomunicaciones.

UN MODELO BASADO EN EL CONSUMO

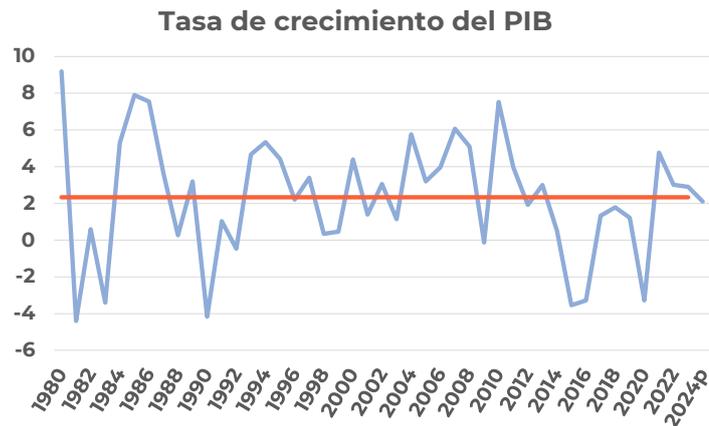
Desde el punto de vista de la demanda, el crecimiento se ha apoyado principalmente en el consumo, impulsado por políticas sociales como la Bolsa Familia que incrementó significativamente el poder adquisitivo de la clase baja. Además, la drástica reducción de las tasas de interés entre 2002 y 2014 fomentó un notable aumento del crédito a los hogares, que prácticamente se duplicó con relación al PIB.

No obstante, la inversión se mantuvo baja, obstaculizada por la débil tasa de ahorro interno y el alto nivel de gasto público corriente, que limitó el espacio para la inversión pública. Esta falta de inversión, junto con otros factores, como las deficiencias en el sistema educativo, una regulación laboral estricta y la prevalencia de la economía informal han provocado una baja productividad. Además, el complejo y burocrático sistema fiscal, uno de los más engorrosos del mundo, exige a las empresas más tiempo y recursos para cumplir con sus obligaciones tributarias, y la apertura de nuevos negocios es un proceso lento. Finalmente, la política de

(9) Las reservas probadas son cantidades de petróleo con alta certeza de recuperación bajo las condiciones actuales. Las reservas probables tienen una probabilidad razonable (al menos 50%) de ser recuperadas, pero con menos certeza que las probadas. Las reservas posibles tienen una baja probabilidad (menos del 10%) de ser recuperadas y se basan en datos menos confiables o más especulativos.

proteccionismo arancelario ha impedido el desarrollo de mecanismos de mercado que podrían haber fomentado un entorno productivo más favorable y competitivo. Conviene señalar que la productividad ha evolucionado de manera desigual en los últimos 40 años: en el sector industrial ha disminuido, el de servicios se ha mantenido estancado y, aunque el agronegocio ha crecido, este avance no ha sido suficiente para mejorar la productividad en el sector agrícola.

Como resultado, el crecimiento ha provenido principalmente de la acumulación de factores, especialmente de mano de obra. Sin embargo, las proyecciones demográficas indican que el período de dividendo demográfico podría finalizar en las próximas dos décadas, lo que hace necesario que el país diversifique sus bases de crecimiento económico.



Fuente: FMI

La debilidad de este patrón de crecimiento fue muy evidente a partir de 2012, cuando el consumo comenzó a estancarse debido al deterioro de las finanzas públicas, la disminución de ingresos por materias primas y el aumento de las tasas de interés. La situación empeoró con el escándalo de Lava Jato, que frenó los proyectos de inversión y generó una crisis política y de confianza de gran magnitud, llevando al país a una profunda recesión, con caídas del PIB del 3,5% en 2015 y 3,3% en 2016. Tras unos años de crecimiento muy débil estalló la crisis de la COVID-19, que afectó a la economía a través de la disminución de las exportaciones de materias primas, la interrupción de las importaciones de componentes industriales y de una fuerte depreciación del real, un 29%, que fue una de las monedas más afectadas. El PIB se contrajo un 3,2% en 2020; la caída no fue mayor gracias a un amplio paquete de ayudas fiscales y monetarias, equivalente a más del 15% del PIB.

UNA NOTABLE RESISTENCIA

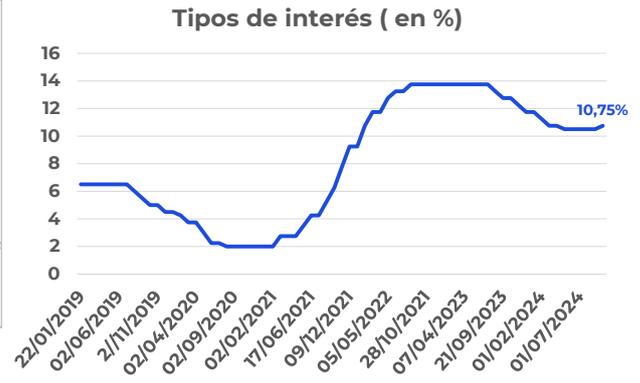
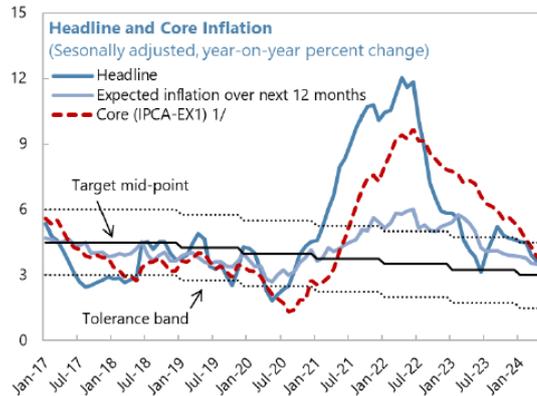
Sin embargo, la economía brasileña ha mostrado una notable resistencia en los últimos años. A pesar de la compleja coyuntura económica, la actividad se recuperó relativamente rápido, alcanzando niveles prepandemia antes que sus vecinos regionales. En 2022 y 2023, el PIB real creció un 3% y un 2,3% respectivamente, superando las expectativas. Muchas de las medidas de política económica tendentes a favorecer la demanda que ya se han comentado han contribuido a alimentar ese crecimiento, desde el aumento del gasto público a los programas

de transferencia de renta⁽¹⁰⁾, la revalorización del salario mínimo⁽¹¹⁾, la caída del desempleo y el desendeudamiento de las familias⁽¹²⁾, por su impacto sobre el consumo privado; a ello se une la expansión en la oferta de producción agrícola y de hidrocarburos.

No obstante, se espera que el crecimiento se modere este año. En primer lugar, el impulso fiscal va a ser menor que en 2023, debido a la necesidad de ir reduciendo el déficit público; en segundo lugar, como consecuencia del impacto de las inundaciones en Rio Grande do Sul⁽¹³⁾ responsables también de la menor producción agrícola; por último, debido a que los tipos de interés continúan siendo muy restrictivos, de cara a completar la convergencia de la inflación con el objetivo del banco central. Las previsiones para 2024 varían desde el 2,1% del FMI hasta el 2,3% del Banco Central. En el primer trimestre del año, el PIB creció un 2,5% en términos interanuales gracias a la expansión de los servicios y la agricultura; tan solo la industria registró una caída.

La inflación se ha ido reduciendo significativamente desde el pico de 12,1% alcanzado en abril de 2022, hasta el 3,6% en abril de 2024 (ya dentro de la tasa objetivo del 3% \pm 1,5). Esto obedece, por una parte, a la caída de los precios de la energía y, por otra, a las expectativas de inflación a corto plazo, gracias a una acción decidida del banco central, que llegó a situar el precio del dinero en el 13,75% en agosto de 2022, lo que favoreció la apreciación del real. Por otra parte, el cambio en la formación del precio de los combustibles de Petrobras, que desvincula los precios internos de las fluctuaciones internacionales y del tipo de cambio, contribuyó así mismo a mitigar las presiones sobre los precios. La contención de la inflación permitió al banco central recortar los tipos de interés a partir de agosto del 2023 hasta llegar al 10,5% en mayo de este año, Sin embargo, en septiembre, la autoridad monetaria los aumentó en un cuarto de punto, citando como razones que la inflación subyacente se encuentra por encima de la meta, el dinamismo económico es mayor de lo previsto y el entorno internacional desafiante.

-
- (10) Uno de los programas centrales es el Bolsa Familia, que fue relanzado en marzo de 2023. El programa ahora beneficia a 21,06 millones de personas, con un valor medio de 686,1 reales, y se ha ampliado para incluir beneficios adicionales para mujeres embarazadas, madres lactantes y niños. Ahora también incluye una "Regla de Protección" que permite a los beneficiarios permanecer en el programa hasta dos años después de conseguir un empleo formal.
- (11) El salario mínimo se subió un 8% a inicios de 2023 y se aprobó una actualización anual automática a partir del promedio de la variación del PIB de los últimos dos años acumulado con la variación de precios al consumidor.
- (12) El programa Desenrola Brasil fue lanzado en 2023 con el objetivo de ayudar a los ciudadanos a regularizar sus deudas y aliviar su situación financiera. El programa ofrece condiciones especiales para el pago de las deudas, como descuentos y facilidades de pago, especialmente para los hogares de bajos ingresos.
- (13) En 2023, las inundaciones en Rio Grande do Sul causaron daños económicos superiores a 5.000 millones de reales, afectando intensamente a las viviendas, la infraestructura y la agricultura.



Fuente: FMI

Lula ha mantenido una posición muy crítica hacia el presidente del Banco Central, Roberto Campos Neto, por su política restrictiva, argumentando que las altas tasas de interés obstaculizan el crecimiento económico y desincentivan la inversión, y ha acusado a Campos de tener una agenda política, cuestionando abiertamente su independencia. Esta confrontación supone una amenaza para la credibilidad del Banco Central, con posibles repercusiones negativas para la política monetaria y dificultades en la gestión de las expectativas económicas. El presidente del Banco Central será reemplazado al finalizar su mandato en diciembre por Gabriel Galipolo, actual director de Política Monetaria del Banco Central y nominado por el presidente Luiz Inácio Lula da Silva. La designación de Galipolo, de 42 años y exsubsecretario de Finanzas, ha sido bien recibida por los mercados y puede que reduzca algo las tensiones actuales con el gobierno.

El sistema financiero se mantiene sólido y los riesgos sistémicos están controlados. Los bancos presentan elevados niveles de liquidez, con ratios de cobertura muy por encima del mínimo regulatorio, alcanzando el 185% a finales de 2023. Además, están adecuadamente capitalizados, con una ratio de capital CET1⁽¹⁴⁾ del 14,8% al final de 2023. Las provisiones siguen estando muy por encima de las pérdidas esperadas. Las últimas pruebas de estrés realizadas por las autoridades continúan destacando la resistencia del sector bancario ante choques de crédito, del mercado, deterioro fiscal, choques de liquidez y choques climáticos.

Por lo que respecta a las perspectivas a medio plazo, el FMI prevé que el crecimiento alcance el 2,5%, impulsado por la reforma del IVA (analizada en la parte de política fiscal) y el aumento de la producción de hidrocarburos. La inflación se proyecta que volverá al 3% en la primera mitad de 2026. A nivel externo, los factores que podrían comprometer esas previsiones incluyen una disminución más lenta de lo esperado en la inflación subyacente en las principales economías avanzadas, lo que podría llevar a los mercados financieros a ajustar al alza sus expectativas de tasas de interés y presionar los costos de endeudamiento y las monedas de las economías emergentes. También, la volatilidad de los precios de las materias primas y la posibilidad de que se produzca una desaceleración global abrupta, especialmente en los principales socios comerciales de Brasil, como China y EE.UU., que podría debilitar las exportaciones y el crecimiento, son factores a tener en cuenta. A nivel interno, las interrupciones en el suministro de mercancías debido a las inundaciones de 2024 podrían ser más graves de lo previsto, y aún

(14) La ratio CET1 mide la fortaleza financiera de un banco, calculando el capital de máxima calidad (acciones y reservas) en relación con sus activos ponderados por riesgo. Un valor alto indica mayor capacidad para absorber pérdidas.

hay incertidumbre sobre su impacto en el crecimiento y el balance fiscal. La incertidumbre sobre las medidas fiscales podría reducir la credibilidad de la política, resultando en mayores costos de financiación.

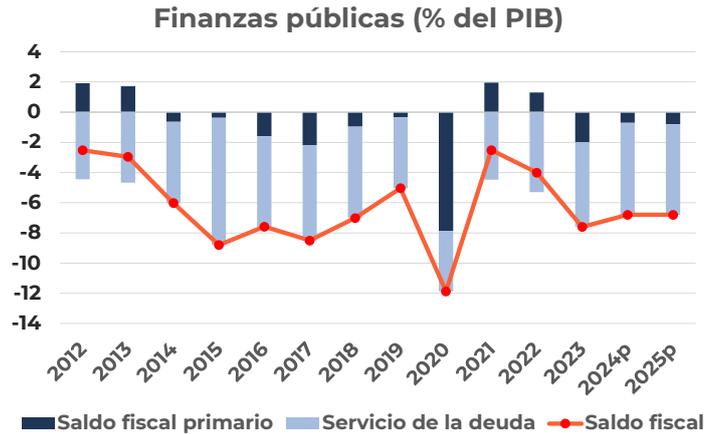
4. SECTOR PÚBLICO

- El desequilibrio de las cuentas públicas es el mayor riesgo al que se enfrenta la economía brasileña. El origen del déficit es estructural, derivado de un gasto excesivo, de carácter corriente y con una fuerte rigidez a la baja. A ello se ha sumado una coyuntura poco favorable la última década y un elevado servicio de la deuda.
- Con la llegada de Lula se aprobaron varias medidas fiscales, incluyendo la sustitución del límite de crecimiento cero en el gasto público por un "corredor de gasto" más flexible y la reforma del IVA, enfocada a mejorar la productividad y la equidad fiscal.
- En 2023, el déficit público de Brasil alcanzó el 7,9% del PIB, impulsado por una serie de gastos extraordinarios y por la anulación de reformas previas. La deuda pública cerró el año en cerca del 85% del PIB, pero al predominar la denominada en moneda local y a largo plazo se mitiga el riesgo. El FMI considera el riesgo de insostenibilidad como moderado. La calificación de la deuda soberana por parte de las agencias de *rating* se encuentra dos peldaños por debajo del grado de inversión.

DÉFICIT FISCAL RECURRENTE

Brasil ha enfrentado déficits fiscales recurrentes durante los últimos treinta años, incluso durante los periodos de altos precios de las materias primas. A diferencia de otros países de la región, la proporción de ingresos públicos respecto al PIB ronda el 30%, similar al promedio de la OCDE (35%), por lo que no se puede atribuir el problema a una recaudación insuficiente. El desbalance estructural proviene del elevado gasto público, que aumentó un 30% entre 2013 y 2018, una cifra sin precedentes. La mayor parte de este gasto es corriente, lo que limita los recursos que se pueden destinar a la inversión pública, precisamente en un país con infraestructuras deficientes y con una gran necesidad de mejorar la productividad. La rigidez en las partidas de gasto corriente, algunas protegidas constitucionalmente, complica aún más la consolidación presupuestaria.

Además, el elevado costo del servicio de la deuda pública, que en los últimos diez años ha promediado el 5,5% del PIB, ha sido una carga significativa. Aunque el saldo primario (excluyendo intereses y amortización de la deuda) ha sido positivo en varios años, el servicio de la deuda ha superado con creces estos superávits. A estos problemas estructurales se ha añadido una situación económica adversa, con un crecimiento persistentemente débil, lo que ha afectado negativamente a los ingresos públicos.



Fuente: FMI

La crisis del COVID-19, al igual que en otros países, agravó el desequilibrio de las cuentas públicas. En respuesta, Bolsonaro aprobó un extenso paquete de estímulos equivalente a más del 15% del PIB, lo que llevó al déficit público a un récord del 11,8% de dicha magnitud. En 2021, se introdujo el programa Auxilio Brasil en sustitución del Bolsa Familia, que amplió los beneficiarios de 14,5 a 17 millones de familias y aumentó la prestación media a 400 reales (70 dólares) mensuales. Para financiarlo, se llevó a cabo una reforma constitucional (PEC 23/21), la cual ajustó el cálculo del techo de gasto y permitió posponer el pago de las deudas gubernamentales (*precatórios*) hasta 2026, generando así un espacio fiscal adicional de 106.000 millones de reales (18.800 mill.\$). Esta modificación suscitó críticas porque se consideró una medida política que comprometía la confianza en la disciplina fiscal del país, y porque el aplazamiento de los pagos de la deuda podría resultar en una acumulación preocupante de obligaciones financieras.

El año pasado, el Tribunal Supremo aceptó el argumento del nuevo Gobierno de Lula de que esta reforma era inconstitucional. Como resultado, se gastaron 92.000 millones de reales (más de 16 mill.\$) para liquidar estas deudas, de las cuales unos 35.000 millones de reales estaban por encima del techo impuesto por la enmienda constitucional recién invalidada. Este gasto fue uno de los factores detrás del notable incremento del déficit, hasta el 7,6% del PIB, en 2023. A lo anterior se sumaron otros gastos extraordinarios. Por una parte, la decisión de compensar a los estados por la reducción de ingresos sufrida a raíz de la bajada de impuestos decretada por la administración Bolsonaro antes de las elecciones generales de 2022 costó 26.000 millones de reales el año pasado⁽¹⁵⁾. Por otra, se dotó con 6.000 millones de reales un fondo que generará pagos destinados a incentivar a los jóvenes de bajos ingresos a completar su educación secundaria. Por último, el servicio de la deuda alcanzó el 5,6% del PIB. El déficit primario equivalió al 2% del PIB; Lula argumenta que se esta cifra se reduciría al 1,3% si se excluyeran todos los pagos ordenados por el Tribunal supremo. Si, además, no se consideraran las compensaciones a los estados y la creación del fondo para estudiantes, que son operaciones extraordinarias, el déficit primario habría sido de alrededor del 1% del PIB.

(15) En junio de 2022 el gobierno de Bolsonaro aprobó la reducción de impuestos cobrados por los gobiernos regionales sobre combustibles, energía, transportes y telecomunicaciones con el objetivo de frenar la inflación, lo que generó un gran malestar entre los gobernadores.

REFORMA FISCAL

Durante este tercer mandato de Lula se han realizado varios cambios en el régimen fiscal. En primer lugar, se aprobó una enmienda constitucional que reemplazó el límite de "crecimiento cero" en el gasto público real federal, vigente desde 2016, por un "corredor de gasto" con un crecimiento mínimo del 0,6% y un máximo del 2,5%, dependiendo de la recaudación de ingresos y la distancia a una meta de saldo primario⁽¹⁶⁾. Los pagos de los *precatórios* y las ayudas de emergencia por las inundaciones en Río Grande do Sul han sido excluidos del límite de gasto para 2025 y 2026. Además, la enmienda de 2023 estableció un mínimo de gasto para la inversión pública del 0,6% del PIB. Ello dota de una flexibilidad notablemente mayor al Gobierno de cara a aplicar sus programas sociales.

En segundo lugar, se aprobó una reforma del IVA, que busca mejorar la productividad y la equidad del sistema fiscal al fusionar cinco impuestos en un IVA dual y un impuesto especial. La reforma también pretende que los impuestos sobre el consumo sean menos regresivos mediante un sistema de reembolsos y mediante la reducción de tasas. El objetivo es que la reforma del IVA sea neutra en términos de ingresos, si bien la reducción de tasas impositivas en sectores con altos impuestos, las dificultades en la integración del sector informal y la pérdida de ingresos por cambios en la base impositiva muy posiblemente acaben penalizando algo la recaudación⁽¹⁷⁾.

Para 2024, las autoridades brasileñas se han comprometido a alcanzar un déficit primario cero. Sin embargo, el FMI considera ese objetivo poco probable, y proyecta en cambio que se reduzca al 0,7% del PIB desde el 2% en 2023. Esto se debe a que los ingresos adicionales esperados solo aumentarán en un 1,1% del PIB, mientras que las necesidades de gasto están en aumento, particularmente en seguridad social debido al alza del salario mínimo y a la expansión en el número de beneficiarios. Además, el gasto de emergencia en Río Grande do Sul se estima en un 0,2% del PIB.

Para 2025, el FMI prevé un déficit primario similar; pero calcula una gradual reducción del mismo hasta alcanzar un superávit del 1,5% del PIB para 2033. Este escenario base asume un aumento en los ingresos relacionados con la expansión del sector de hidrocarburos, una moderación en el crecimiento del gasto guiada por la regla fiscal, y la aplicación de medidas adicionales basadas en la intención de las autoridades de ampliar la base impositiva.

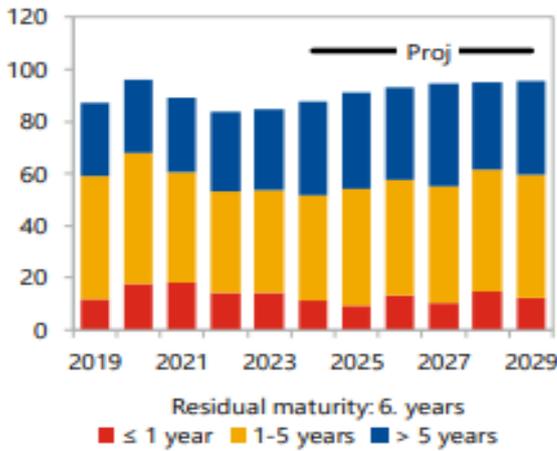
DEUDA PÚBLICA

La deuda pública cerró 2023 cerca del 85% del PIB, algo menor del pico del 96% alcanzado en 2020. El FMI califica el riesgo de insostenibilidad de la deuda como moderado (julio de 2024). Bajo el escenario base, se prevé que la deuda continúe creciendo a el medio plazo, antes de estabilizarse en torno al 95% del PIB, condicionado a que se lleve a cabo un ajuste fiscal gradual.

(16) Concretamente, si el saldo primario en el año t está dentro de un rango preestablecido, el crecimiento planeado del gasto real federal en el año $t+2$ será igual al 70% del crecimiento real de los ingresos en $t+1$ (a mitad de año). Si el saldo primario en el año t está fuera de ese rango, el crecimiento del gasto será del 50% del crecimiento real de los ingresos en $t+1$.

(17) El FMI ha realizado una estimación del impacto de esta reforma según la cual la producción podría aumentar entre un 6% y un 11%, gracias a la eliminación de ineficiencias, y se fomentaría la creación de empleos formales. Aun sabiendo que dicha estimación asume que la reforma se aplica en su totalidad y sin interferencias, los resultados parecen más bien optimistas.

Public Debt by Maturity (Percent of GDP)

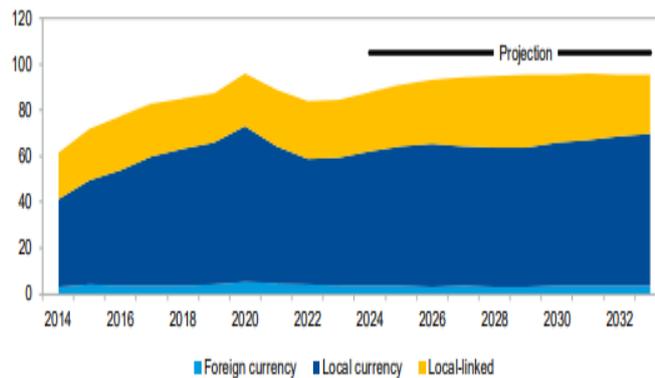


Fuente: FMI

Los riesgos de liquidez a medio plazo son moderados gracias al significativo colchón de efectivo (15% del PIB) y a que una gran parte de la deuda bruta del Gobierno (casi el 25% del total) está en manos del banco central, lo que reduce el riesgo de refinanciación. Además, solo una cantidad muy pequeña está contraída en divisas extranjeras y bajo legislación extranjera. Estos factores mitigantes también contribuirían a suavizar el impacto de cualquier choque temporal. Sin embargo, las proyecciones de deuda son altamente sensibles a los cambios en las tasas de interés, dada la alta proporción de deuda a corto plazo y con cupones variables. El FMI señala en su DSA que, a largo plazo, Brasil debería continuar

acometiendo reformas para abordar los riesgos derivados del envejecimiento de la población, que profundizarán los déficits ya considerables de los regímenes de seguridad social.

Debt by Currency (Percent of GDP)



Fuente: FMI

Brasil perdió el grado de inversión tras sufrir varios ajustes entre 2015 y 2018, cuando enfrentó una severa crisis económica tras el *boom* de las materias primas. Desde entonces no ha logrado recuperarlo y actualmente las tres principales agencias de calificación lo sitúan a dos peldaños del grado de inversión. Tanto S&P como Moodys mejoraron el año pasado el *rating* debido a un desempeño macroeconómico y fiscal mejor de lo esperado, a los avances en materia de reformas económicas y fiscales, y a la expectativa de pragmatismo en las políticas del nuevo Gobierno de Lula da Silva, “que impidan desviaciones radicales en la política macroeconómica y microeconómica”. Fitch prevé que las nuevas medidas tributarias establezcan la posición fiscal del país y la ratio entre la deuda pública y el PIB crezca a un ritmo más lento.

No obstante, la prima de riesgo (tal y como se aprecia en el indicador EMBI⁽¹⁸⁾) se ha situado por debajo de la media regional, lo que obedece a que el país dispone de algunas fortalezas en caso

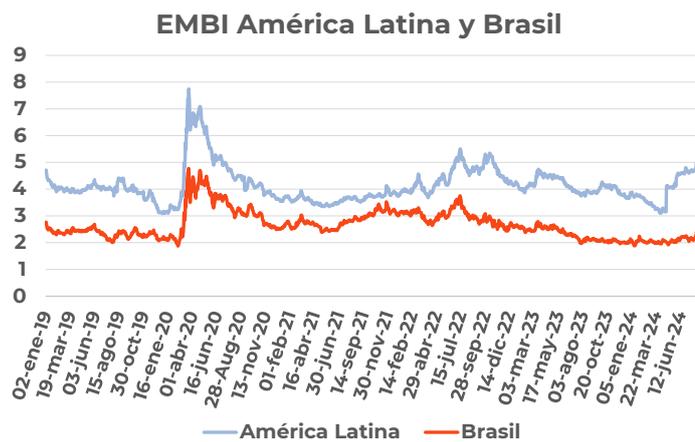
(18) El EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es el principal indicador de riesgo país. Es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países emergentes, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran «libres» de riesgo.

de aumento de la volatilidad financiera: un elevadísimo volumen de reservas internacionales, un sector bancario razonablemente sólido y una proporción baja de la deuda pública denominada en divisas.

	Moody's	S&P	Fitch
Chile	A2	A	A-
Perú	Baa1	BBB-	BBB
México	Baa2	BBB	BBB-
Colombia	Baa2	BB+	BB+
Brasil	Ba2	BB	BB

El grado de inversión comienza en **Baa3** (Moody's) y **BBB-** (S&P y Fitch)

Fuente: Country Economy



Fuente: Invenómica

5. SECTOR EXTERIOR

- El déficit por cuenta corriente se ha reducido al 1,4% del PIB en 2023, gracias a un superávit comercial récord del 3,7% del PIB impulsado por elevadas exportaciones, principalmente en productos agrícolas y petróleo, que ha compensado parcialmente los altos déficits en servicios de transporte e ingresos primarios.
- La inversión extranjera directa (IED) ha sido clave para financiar los recurrentes déficits de cuenta corriente de Brasil. Representa más del 95% de los flujos netos de capital. Los sectores más beneficiados han sido petróleo, gas natural y energías renovables, con Europa y América del Norte encabezando la inversión.
- Deuda externa manejable, que se ha reducido en relación al PIB, pasando del 45% en 2020 al 33,7% en 2023. La mayoría de esta deuda es con acreedores privados y a largo plazo, lo que mitiga el riesgo de refinanciación.

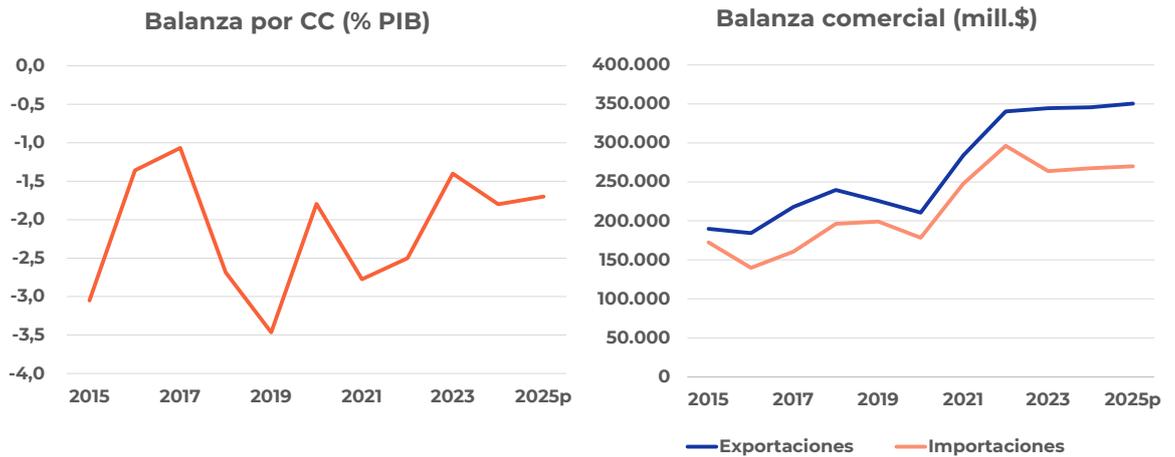
UNA SOLVENTE POSICIÓN EXTERIOR

Brasil ha mantenido déficits moderados en su cuenta corriente de manera recurrente, financiados gracias a su capacidad para atraer capital extranjero. A diferencia de otros exportadores de materias primas, sus exportaciones están relativamente diversificadas, aunque predominan los productos agrícolas. El crecimiento del país ha dependido en gran medida de los ingresos por exportaciones de materias primas, que han financiado sus programas sociales. Sin embargo, desde 2011, la caída en los precios de estas materias afectó negativamente a los ingresos por exportación, que se recuperaron en parte tras la mejora de los precios en 2016. Los principales productos de exportación son la soja, el petróleo y el mineral de hierro, que juntos representan el 36% del total.

En los últimos años, Brasil ha diversificado sus socios comerciales, con China convirtiéndose en el principal destino de sus ventas al exterior (26,4%), seguido por EE.UU. (10,7%), Argentina (4,51%) y Países Bajos (3,45%). En cuanto a las importaciones, predominan los productos manufacturados, principalmente provenientes de China (23,7% del total) y EE.UU. (18,3%), con Alemania y Argentina también como proveedores importantes.

En 2023 el déficit por cuenta corriente se redujo al 1,4% del PIB, frente al 2,5% en 2022, gracias a registrar un significativo superávit en la balanza comercial, del 3,7% del PIB (2,3% en 2022). Este superávit comercial récord obedece a las elevadas exportaciones, que ascendieron a 344.400 mill.\$, con una fuerte expansión de las ventas de productos agrícolas y petróleo, pero también a una caída del 10% de las importaciones (263.000 mill.\$). En cambio, los servicios de transporte y los ingresos primarios relacionados con beneficios y dividendos fueron, como es habitual, fuertemente deficitarios. El desequilibrio en la cuenta corriente refleja el déficit de ahorro e inversión en el sector público, parcialmente compensado por el superávit del sector privado.

Se espera que el déficit exterior aumente al 1,8% del PIB este año. Hasta julio, el superávit comercial ha caído un 7,3% en comparación con el mismo periodo del año pasado, debido al aumento de las importaciones, que han superado a las exportaciones. A medio plazo, se proyecta que el déficit por cuenta corriente se mantenga cerca del 1,5% del PIB, impulsado por las mayores exportaciones de petróleo y una mejora en el ahorro público.



Fuente: IIF

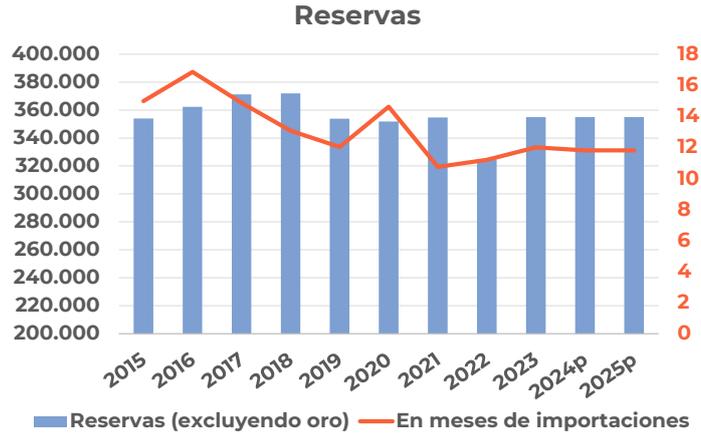
La financiación de este déficit tradicionalmente se ha cubierto sin problemas gracias a la gran capacidad de atracción de inversión. La inversión directa extranjera (IDE) ha sido crucial, representando más del 95% de los flujos netos de capital. Desde la crisis financiera global, ha aumentado significativamente. El volumen neto de IDE pasó del 1,3% del PIB entre 2003 y 2009 al 2,7% del PIB entre 2010 y 2023, y en términos de dólares, creció más del 250% en promedio. Brasil ha recibido alrededor del 40% de los flujos de IDE dirigidos hacia América Latina y el 9% de todos los destinados hacia las economías emergentes y en desarrollo desde entonces.

Las principales áreas receptoras de IDE han sido los sectores de petróleo y gas natural, y la energía renovable. Los inversores de Europa y América del Norte dominan la base de inversión, representando el 62% y el 23% respectivamente, siendo los Países Bajos y Luxemburgo los principales de Europa. Sin embargo, países como Estados Unidos y China tienen una mayor inversión directa cuando se aplica el criterio del control final⁽¹⁹⁾.

Brasil es un foco de atracción para la inversión extranjera debido a su gran mercado interno, una población de más de 210 millones de habitantes, y su posición geográfica estratégica. Al formar parte de MERCOSUR, ofrece a las empresas acceso a otros países de la región y a acuerdos comerciales estratégicos. Además, su riqueza en recursos naturales lo convierte en un destino clave para inversiones en agricultura, minería y energía. Su entorno político estable, un marco regulatorio confiable y un gobierno receptivo a la inversión extranjera refuerzan aún más su atractivo para los inversores internacionales. Sin embargo, en 2023 la IDE cayó un 17%, a lo que posiblemente afectó la inestabilidad política del comienzo del año y la incertidumbre que rodeó el arranque del mandato de Lula.

Brasil cuenta, además, con un amplio colchón de reservas, lo que permitió a la autoridad monetaria intervenir en los mercados cambiarios para hacer frente a la intensa depreciación del real en 2020. Actualmente, ascienden a más de 350.000 mill.\$, por lo que cubren unos 12 meses de importaciones, una cantidad muy holgada que constituye uno de los principales pilares de la solvencia del país. Además, el tipo de cambio flexible es un importante amortiguador de choques.

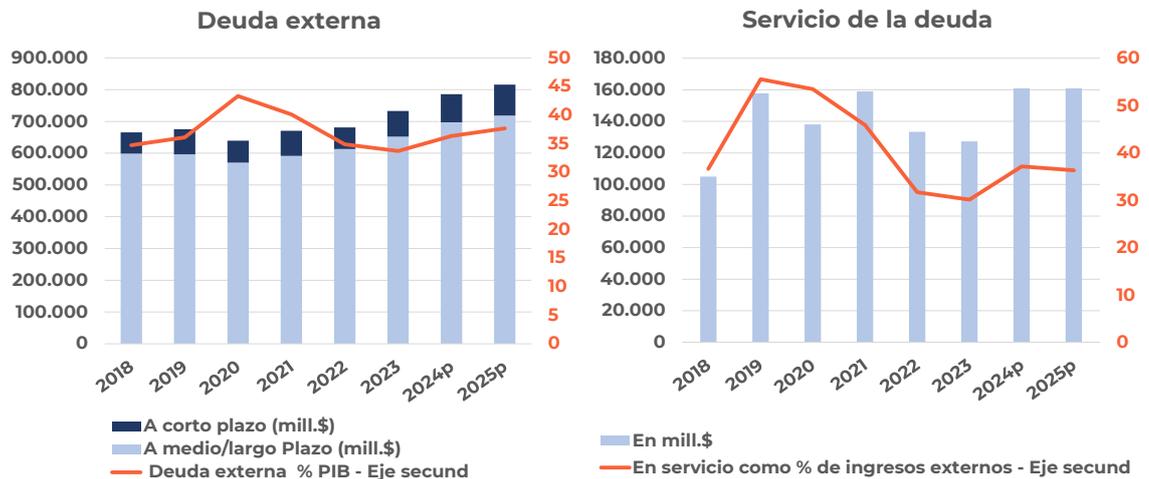
(19) El "criterio de control último" identifica el país donde reside el control final de una inversión, considerando la empresa matriz que ejerce la autoridad última sobre la inversión. A diferencia del criterio inmediato, que se enfoca en el país del inversor directo, este criterio ofrece una visión más precisa del origen real de la inversión.



Fuente: IIF y FMI

DEUDA EXTERNA MANEJABLE

La deuda externa se encuentra en niveles manejables, si bien ha registrado una tendencia ascendente en los últimos años. En 2023 su importe ascendió a 732.655 mill.\$, una cifra moderada con relación al PIB (33,7%), pero muy elevada con relación a los ingresos por exportación (173,3%). Su peso con respecto al PIB se ha ido reduciendo desde el repunte de 2020, a causa de la pandemia, en que ascendía a cerca del 45%. El FMI prevé que esta tendencia continúe hasta situarse en torno al 28% del PIB en 2028. Es importante señalar dos rasgos que matizan el riesgo: en torno a un 38% de la deuda externa es deuda intraempresa y casi un 90% está contraída a largo plazo, lo que reduce el riesgo de refinanciación. Por acreedores, predominan los privados, que abarcan en torno al 70% de la deuda a largo plazo.



Fuente: IIF

El servicio de la deuda alcanzó los 127.326 mill.\$ en 2023, equivalente a un 30,1% de los ingresos externos corrientes. Este indicador ha experimentado un aumento los últimos años (y muy especialmente en plena crisis sanitaria) ya que en 2011 no llegaba al 20%. No obstante, no destaca especialmente desde una perspectiva temporal más amplia. De hecho, en Brasil esta

cifra ha bajado del 50% en apenas unos pocos ejercicios en los últimos 45 años, y en algunos momentos ha superado el 80% o incluso el 100% de los ingresos corrientes externos.

El historial de pagos brasileño fue irregular hasta mediados de los años 90, cuando se logró estabilizar la economía gracias, entre otras cosas, a la introducción del real. Hasta entonces, el descontrol macroeconómico y la acumulación de deudas causaron numerosas moratorias en los pagos exteriores. Brasil ha acudido en seis ocasiones al Club de París, la última en 1992, refinanciando siempre en términos clásicos. Ya ha satisfecho todos los pagos derivados de estos acuerdos.

La evolución del perfil de riesgo de Brasil se ha visto reflejada en la clasificación de riesgo país de la OCDE. De pertenecer al grupo 6 en 2004, fue subiendo escalones hasta alcanzar el grupo 3 en 2007, en el que permaneció hasta octubre de 2015. Tras dos degradaciones en años consecutivos, se mantuvo en grupo 5 hasta octubre de 2023, cuando se decidió mejorar hasta grupo 4.

6. CONCLUSIONES

- El contexto político y económico del tercer mandato de Lula es mucho más complejo que el de sus dos primeras legislaturas. El mandatario enfrenta un ambiente político altamente fragmentado, sin las coaliciones sólidas que le permitieron gobernar con mayor estabilidad en el pasado. La construcción de alianzas con fuerzas conservadoras limitará su capacidad para implementar de manera íntegra su agenda progresista.
- Lula ya no cuenta con el viento a favor del *boom* de materias primas que impulsó el crecimiento durante sus primeros gobiernos. Hoy, la coyuntura global postpandemia, marcada por la inflación, la desaceleración económica y una serie de conflictos geopolíticos, se suma a un contexto interno de elevado déficit fiscal y una deuda pública considerable. Esto restringirá las posibilidades de adoptar políticas expansivas o de ser tan generoso como en el pasado con programas sociales emblemáticos como Bolsa Familia, cuyo fortalecimiento es crucial pero más difícil de financiar en esta etapa.
- Además, el agotamiento del modelo basado en el consumo exige acometer cambios estructurales que favorezcan la inversión, combatan la desindustrialización y permitan avanzar en la transición energética. Las reformas aprobadas hasta ahora van en la dirección adecuada, pero mantener los apoyos necesarios será clave para profundizar y aplicar estas medidas. Las elecciones municipales de octubre serán clave en este sentido. No solo van a medir el apoyo popular a Lula, sino que van a condicionar su poder de negociación con los sectores más conservadores.
- Las finanzas públicas son el talón de Aquiles de Brasil. Los persistentes déficits fiscales son de origen estructural y están ligados a un elevadísimo gasto público que se disparó durante la pandemia del covid bajo el mandato de Bolsonaro. Las reformas aprobadas - hasta el momento en este frente, como la modificación del límite de crecimiento del gasto y la reforma del IVA, buscan mejorar la flexibilidad fiscal y la eficiencia, si bien son insuficientes para lograr la necesaria consolidación presupuestaria. Se prevé que la

deuda se estabilice en torno al 85% del PIB, una cifra muy elevada, si bien es cierto que el predominio de la deuda emitida a largo plazo y en moneda local mitiga el riesgo.

- Sólida posición externa. Brasil goza de una elevada capacidad de atracción de capitales que le permite financiar con holgura el tradicional, pero moderado, déficit por cuenta corriente. La deuda externa está en niveles manejables, su estructura de plazos es favorable y más de un tercio está contraída entre empresas. El país cuenta, además, con un elevadísimo nivel de reservas, que cubre un año de importaciones y toda la deuda externa a corto plazo y gran parte de la deuda a largo.