

**COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS
FINANCIEROS**

DOBLE GRADO EN DERECHO Y ADE

Trabajo Fin de GRADO



**ENTORNO ECONÓMICO
INTERNACIONAL**

Estudio del riesgo-país de Brasil

Autor: Lozano Batanero, Nuria

Tutor: Iranzo Gutiérrez, Silvia

Madrid, enero de 2020

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
2. CONTEXTO MACROECONÓMICO DE BRASIL. ESTUDIO DE LOS DIFERENTES SECTORES ECONÓMICOS	5
2.1. CRECIMIENTO DEL PIB DE BRASIL: DETALLE DE SUS COMPONENTES Y COMPOSICIÓN POR SECTORES	5
2.2. POLÍTICA FISCAL Y DÉFICIT PÚBLICO	8
2.3. DISTRIBUCIÓN DE LA RENTA EN BRASIL Y TASA DE DESEMPLEO	9
2.4. TASA DE INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA	11
2.5. SECTOR EXTERIOR	13
2.6. SECTOR BANCARIO	16
3. CONTEXTO POLÍTICO DE BRASIL	18
3.1. RIESGO DE CONFLICTOS INTERNOS EN BRASIL	18
3.2. RIESGO DE CONFLICTOS EXTERNOS EN BRASIL	19
3.3. RIESGO GEOPOLÍTICO DE LA REGIÓN	19
3.4. WORLDWIDE GOVERNANCE INDICATORS	19
3.5. OTROS INDICADORES DEL RIESGO POLÍTICO	22
3.5.1. Political Risk Index de Credendo	22
3.5.2. El Índice de Percepción de la Corrupción de Transparency International	23
4. ANÁLISIS DEL RIESGO-PAÍS DE BRASIL	23
4.1. LAS AGENCIAS DE RATING: MOODY'S, STANDARD & POORS Y FITCH RATINGS	23
4.2. INDICADORES DE MERCADO DE RIESGO-PAÍS	25
4.2.1. EMBI Global	25
4.2.2. Spread del Credit Default Swap	27
4.3. OTROS INDICADORES DE RIESGO-PAÍS: LA CLASIFICACIÓN DE RIESGO-PAÍS DE LA OCDE	28
5. RECOMENDACIONES DE POLÍTICA	29
6. CONCLUSIONES	32
7. BIBLIOGRAFÍA	34

GRÁFICOS

Gráfico n°1 - Crecimiento del PIB de Brasil (en % anual) desde 2000 hasta 2018	5
Gráfico n°2 – Detalle del consumo, inversión y gasto público de Brasil (en % de PIB) desde 2000 hasta 2018	6
Gráfico n°3 – Composición del PIB de Brasil por sectores (en % de PIB).....	7
Gráfico n°4 – Evolución del déficit público y del déficit primario de Brasil (en % del PIB).....	8
Gráfico n°5 – PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo de 2016 a 2018 (en M\$).....	10
Gráfico n°6 – Tasa de desempleo de Brasil (en % anual)	11
Gráfico n°7 – Variación del IPC de Brasil de 2010 a 2018 (en % anual)	12
Gráfico n°8 – Evolución de la tasa SELIC de Brasil (en %).....	12
Gráfico n°9 – Saldo de la balanza comercial de bienes y servicios en Brasil (en miles de M\$) desde 2010 hasta 2018	13
Gráfico n°10 – Saldo de la balanza por cuenta corriente (en \$, a precios actuales).....	14
Gráfico n°11 – Evolución del tipo de cambio dólar-real de 2010 a 2019	16
Gráfico n°12 – Préstamos bancarios morosos sobre el total de préstamos (en %).....	17
Gráfico n°13 – Worldwide Governance Indicators de 2010 a 2018.....	21

TABLAS

Tabla n°1 – Evolución y composición de la deuda pública de Brasil de 2010 a 2018 (en % de PIB)	9
Tabla n°2 – Nivel de deuda externa y su composición.....	15
Tabla n°3 – Worldwide Governance Indicators de Brasil desde 2010 a 2018	20
Tabla n°4 – Sistema de notación de la calificación de la deuda por las agencias de rating	24
Tabla n°5 – Media anual del EMBI Global de la región latinoamericana de 2014 a 2019 (en puntos básicos).....	26
Tabla n°6 – Clasificación de riesgo-país de los países de la región Latinoamericana y del Caribe de la OCDE en 2019	29

1. INTRODUCCIÓN

El objeto específico del presente trabajo es el análisis del riesgo-país de Brasil.

El concepto de riesgo-país, acuñado hace algunas décadas en el vocabulario económico internacional, hace referencia a “*la probabilidad de que se produzca una pérdida financiera por circunstancias macroeconómicas, políticas o sociales, o por desastres naturales, en un país determinado*” (Iranzo, 2008). Es decir, mide el riesgo de que surja una crisis de pagos por causas distintas de las puramente comerciales¹. Se compone principalmente de 3 tipos de riesgos: el riesgo soberano, entendido como el riesgo del impago de la deuda pública; el riesgo de transferencia o riesgo del impago de la deuda privada; y los restantes riesgos de la actividad financiera internacional como podría ser el riesgo político o similares.

La crisis de pagos de los 80 de América Latina fue un antes y un después para el estudio y análisis de la deuda soberana de la región, puesto que fue en ese entonces cuando el concepto “riesgo-país” fue tomando relevancia en el entorno financiero internacional². Los analistas y autoridades supervisoras comenzaron a interesarse por este estudio, buscando anticiparse a las crisis de pagos que pudiesen ocurrir en el futuro, o incluso prevenirlas, con indicadores y métodos de evaluación que estableciesen alarmas a los gobiernos cuando fuese necesario.

Teniendo en cuenta tanto la superficie –casi 9 millones de kilómetros cuadrados³–, como los recursos y potencial económico de Brasil, tratamos con un país con presencia notable. Siendo la novena mayor potencia económica del mundo en términos de PIB nominal, y la octava en términos de PIB en paridad de poder adquisitivo (PPA), la estabilidad financiera de Brasil tiene un peso relevante en la economía regional e internacional. No solamente es una de las potencias económicas más importantes del mundo, sino que su PIB representa aproximadamente el 40% del PIB de toda la región latinoamericana, y por consiguiente es también la mayor cifra de entre todos los países que la componen⁴. Pertenece además a la estructura de integración regional Mercado Común del Sur (MERCOSUR), siendo el país más influyente del mismo junto con Argentina. También

¹ En base al contenido de la Circular 4/2002, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros (BOE, 30 de diciembre 2004).

² Iranzo, S. (2008) *Introducción al riesgo-país*, Madrid, Banco de España, p.12.

³ Central Intelligence Agency (2012): *The World Factbook*.

⁴ Datos obtenidos por el FMI sobre el PIB nominal de la región en 2019, que estudiaremos en este trabajo más adelante y con detenimiento.

es miembro del Grupo de los 20 (G-20). Su pertenencia a este último, teniendo en cuenta que se trata de la reunión de líderes del mundo de mayor relevancia, hacen de Brasil una importante potencia no sólo económica, sino también política. Además, es la B de los célebres BRICS, los países más desarrollados dentro de los considerados como Estados emergentes.

Es por tanto de notoria importancia el análisis exhaustivo del riesgo-país de Brasil, sobre todo ante la tendencia del territorio de América Latina a las crisis de pagos. Dado que Brasil no sólo es una potencia económica y política regional, sino también mundial, cualquier tipo de decisión en el país, con independencia del ámbito de la misma, podría afectar y sacudir al mundo entero. Así pues, el entorno económico, financiero y político de Brasil debe ser estable o favorable. El análisis del riesgo-país permite prevenir entonces una crisis de pagos en el territorio.

En este trabajo estudiaremos el país y sus niveles de riesgo en todos sus posibles ámbitos. En primer lugar, explicaremos la situación macroeconómica de Brasil y de sus sectores. Seguidamente, trataremos el contexto político del país. A continuación, analizaremos los principales indicadores de riesgo-país de Brasil. Finalmente, hablaremos sobre recomendaciones de política y se expondrán las correspondientes conclusiones del estudio.

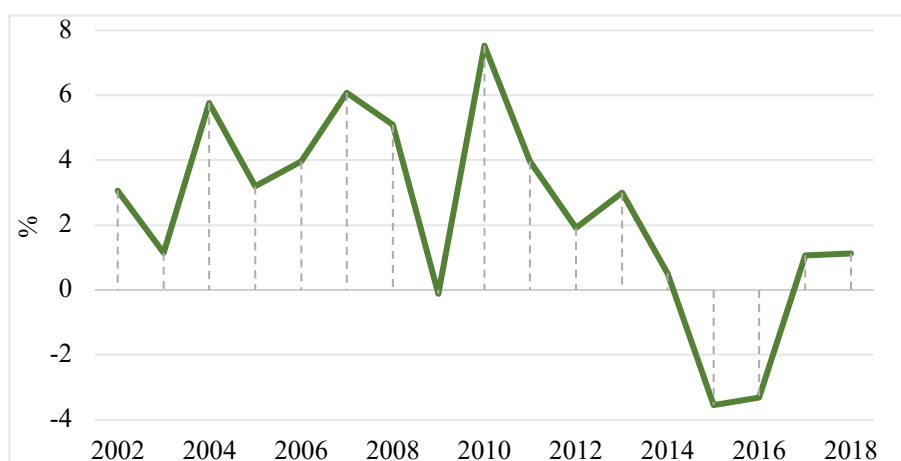
2. CONTEXTO MACROECONÓMICO DE BRASIL. ESTUDIO DE LOS DIFERENTES SECTORES ECONÓMICOS

2.1. CRECIMIENTO DEL PIB DE BRASIL: DETALLE DE SUS COMPONENTES Y COMPOSICIÓN POR SECTORES

Es de relevante necesidad medir el crecimiento económico de un país, dado que del PIB dependen los ingresos públicos de éste.

Entre el año 2003 y 2013, Brasil ha estado viviendo una época de crecimiento económico estable y de buenas políticas económicas que lo respaldaban. Los habitantes estaban contentos con la situación del país y gozaban de bienestar tanto económico como social, salvo con la repentina pero breve recesión de 2008 y 2009 por la crisis *subprime*, donde ese colchón de buen crecimiento económico ayudó a su pronta recuperación, además de las políticas monetarias y fiscales a corto plazo preventivas que resultaron en un completo éxito⁵. Como podemos observar en el Gráfico n°1, el pico de crecimiento del PIB ocurrió entre los años 2009 y 2010 con un 7,5%, un valor muy notable. En cifras monetarias, el PIB de Brasil pasó de 1,61 billones de dólares estadounidenses a 2,62 billones⁶. La media de crecimiento anual en ese intervalo se encuentra entre el 4% y 6%.

Gráfico n°1 - Crecimiento del PIB de Brasil (en % anual) desde 2000 hasta 2018



Fuente: Banco Mundial

A partir de 2013, la crisis económica en Brasil estalló. Todo surgió por la caída del precio de las materias primas de exportación en todo América Latina, lo que provocó un

⁵ Vicente Bachiller, J., *ob.cit.*, 2016, pp. 106-112

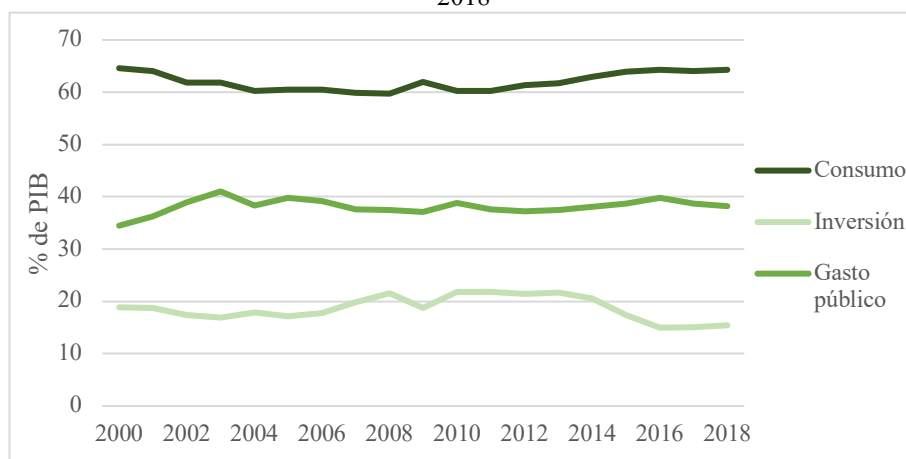
⁶ Cifras obtenidas del Banco Mundial.

reducido crecimiento en toda la región, y una recesión y crisis en Brasil. Adicionalmente, el planeta estaba pasando en ese entonces también por una época de crecimiento económico mundial lento y los tipos de interés internacionales estaban muy altos. Todo esto llevó a Brasil a una crisis económica de la que hoy en día trata aún de recuperarse⁷.

El antiguo gobierno de Dilma Rousseff⁸ implantó unas reformas económicas consideradas “anticíclicas” que llevaron al país a su peor nivel de crecimiento económico, con un -3,54% en 2014. Estas medidas trataban de promover el consumo mediante la subida de los salarios mínimos y la concesión de exenciones fiscales⁹, resultando en un empeoramiento de la economía a largo plazo. Asimismo, Brasil sufre una profunda crisis política desde el mencionado año que no termina de resolverse a día de hoy, de la que hablaremos más adelante, y que afecta directamente a los problemas económicos del país.

Actualmente, el PIB brasileño se encuentra en 1,87 billones de dólares estadounidenses¹⁰. Parece que desde el año 2017 Brasil está intentando superar la crisis, pasando de -3,3% en 2016, a un crecimiento del 1,06% en 2017. En 2018, el crecimiento fue de 1,1%, cifra que demuestra que aún la economía no se ha recuperado del todo de la recesión pero va por buen camino.

Gráfico n°2 – Detalle del consumo, inversión y gasto público de Brasil (en % de PIB) desde 2000 hasta 2018



Fuente: Banco Mundial.

⁷ Vicente Bachiller, J., *ob.cit.*, 2016, pp. 109-110

⁸ Dilma Rousseff fue presidenta de Brasil desde 2011 hasta 2016, siendo reelegida en 2014.

⁹ Lissardy, G. (2016): “Brasil: las 4 causas del desplome de la mayor economía de América Latina”, *BBC News*, 3 marzo.

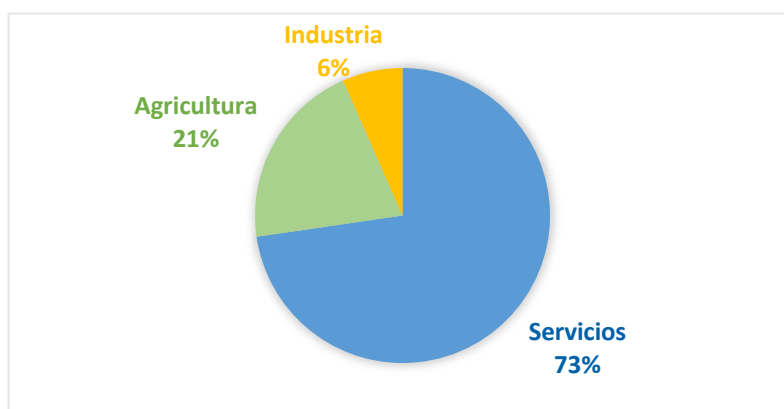
¹⁰ Dato de 2018. Fondo Monetario Internacional (FMI) (julio 2019): *Article IV Consultation – press release; staff report; and statement by the executive director of Brasil*, IMF country report n°19/242, Washington.

Adentrándonos en los componentes del PIB, en el Gráfico n°2 podemos apreciar la relevante proporción del consumo frente a los demás componentes, representando en 2018 el 64,33% del PIB.

El componente más afectado por la crisis de 2014 fue la inversión, que pasó de representar el 14,97% en 2016 al 15,42% en 2018 a causa de las dos crisis. Esta diferencia era sustituida por el incremento del consumo, el cual mejoró gracias al crecimiento económico, recuperado lentamente, lo que permitió una reducción de la tasa de desempleo, y así un mayor poder adquisitivo de los hogares que mejorase el consumo¹¹. La inversión también se vio afortunadamente favorecida por este crecimiento económico gracias a que las familias obtuvieron mayor acceso al crédito¹².

El gasto público representó en 2018 un 38,15% del PIB, casi 2% menos que en 2016, porque desde 2017 el antiguo presidente Michel Temer¹³ aplicó una política de congelación de gastos públicos que el actual presidente desde 2018, Jair Messias Bolsonaro, mantiene a día de hoy¹⁴.

Gráfico n°3 – Composición del PIB de Brasil por sectores (en % de PIB)



Fuente: FMI.

En cuanto a la composición por sectores del PIB, el más importante del país es el sector servicios, tal y como se muestra en el Gráfico n°3. Brasil se dedica principalmente al turismo y al comercio exterior. Este último representa el 24,1% del PIB de Brasil, siendo el país de los 25 mayores exportadores del mundo. El país importa principalmente

¹¹ Agencia EFE (2018): “Brasil registró su mayor crecimiento en seis trimestres impulsado por el consumo”, *Agencia EFE*, 30 de noviembre.

¹² Agencia EFE, *ob.cit.*, 2018.

¹³ Gobierno de 2016 a 2018.

¹⁴ Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2018): *Balance preliminar de las Economías de América Latina y del Caribe – Brasil*”, pp.1-4.

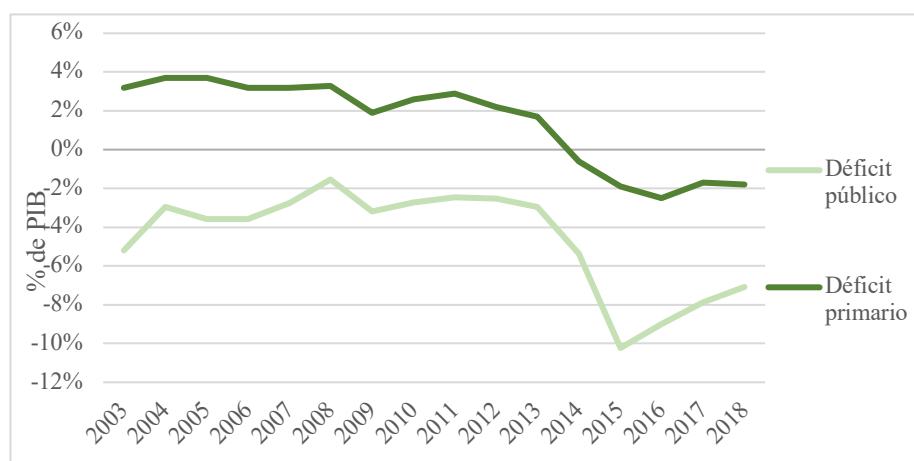
productos industriales, y exporta productos agrícolas, como el café o la soja¹⁵. De ahí la importancia del sector agrícola brasileño. Al ser el país más grande de América Latina, y teniendo un recurso tan relevante como la Amazonía, Brasil fomenta la agricultura de muchos productos y su posterior exportación.

2.2. POLÍTICA FISCAL Y DÉFICIT PÚBLICO

El nivel de déficit público de un país se mide con objeto de dilucidar su nivel de endeudamiento. De ahí que en este estudio lo analicemos de la siguiente manera.

La crisis de 2014 afectó gravemente al saldo público, aumentando el déficit hasta 7,5% de 2014 a 2015, tal y como se expresa en el Gráfico nº4. Es prácticamente el mismo déficit que tenía Venezuela en 2016¹⁶.

Gráfico nº4 – Evolución del déficit público y del déficit primario de Brasil (en % del PIB)



Fuente: Banco Mundial, Tesouro Nacional do Brasil

Así pues, este déficit en Brasil era en 2015 del 10,22%, reduciéndose en 2016 a 9%. La razón principal de esta reducción fue la congelación de los gastos públicos mencionada previamente como medida de saneamiento, consiguiendo un déficit del 7,09% del PIB en 2018, y obteniendo en el primer semestre de 2019 un 5,35%. El déficit público, en dólares estadounidenses, ascendió a 131.741M en el primer semestre de 2019¹⁷.

En cuanto al déficit primario (el déficit público con exclusión de los pagos por intereses de deuda), según el mencionado gráfico, vemos como la principal razón, hasta la crisis,

¹⁵ Santander Tradeportal (2019): *Cifras del comercio exterior en Brasil*

¹⁶ Banco Mundial.

¹⁷ FMI.

del déficit público brasileño era el gran volumen de intereses de la deuda que debía abonar el país. A partir de 2016 Brasil intenta lentamente corregir ese déficit primario, gracias a la implantación por parte del Congreso de un “techo de gasto público” ese mismo año, para poder controlarlo y conseguir un superávit¹⁸. El objetivo de esta medida era reducir el gasto público un 0,5% del PIB anualmente en 8 años. De esta forma, se reduciría el déficit primario, y por consiguiente la deuda pública.

Tabla n°1 – Evolución y composición de la deuda pública de Brasil de 2010 a 2018 (en % de PIB)

Años	Deuda pública total (% del PIB)	Deuda pública interna (% PIB)
2010	63,1%	51,8%
2011	61,2%	51,3%
2012	62,2%	53,8%
2013	60,2%	51,7%
2014	62,3%	56,3%
2015	72,6%	65,5%
2016	78,3%	70,0%
2017	84,1%	74,0%
2018	87,9%	77,0%

Fuente: FMI, Banco Central de Brasil, Tesouro Nacional do Brasil

Según podemos observar en la Tabla n°1, el país muestra una elevada ratio de deuda pública sobre el PIB, además de representar la deuda pública interna un gran porcentaje sobre el mismo también. La crisis económica y política resultó en un incremento de la deuda pública del 10% del PIB entre los años 2014 y 2015. En el primer semestre de 2019, la deuda pública total representó el 90,4% del PIB, dato preocupante para los expertos y las agencias de rating teniendo en cuenta que, según el informe del artículo IV del FMI, la deuda pública sobre el PIB de otros países emergentes no supera el 50% (sin tener en cuenta a Venezuela y Argentina). La deuda pública, en cifras absolutas, asciende a 1.641 millones de dólares (en adelante, M\$)¹⁹.

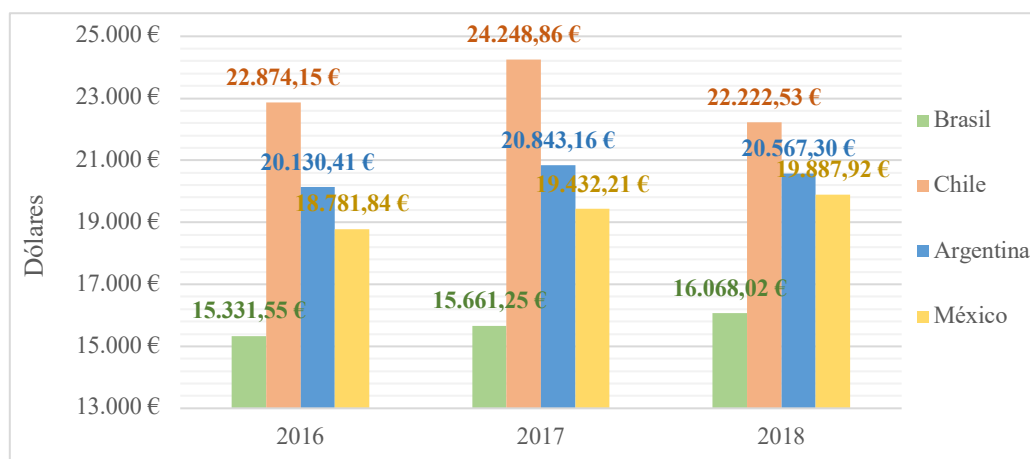
2.3. DISTRIBUCIÓN DE LA RENTA EN BRASIL Y TASA DE DESEMPLEO

La desigualdad económica provoca conflictos en los países, resultando finalmente en el deterioro del atractivo de inversión del territorio.

¹⁸ Informe del artículo IV del FMI.

¹⁹ Banco Mundial.

Gráfico n°5 – PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo de 2016 a 2018 (en M\$)



Fuente: FMI

Con una población de 208.8 millones de habitantes²⁰, las condiciones económicas del país no son las más favorables en los últimos años. Si comparamos el PIB per cápita de Brasil con el de otros países latinoamericanos como Argentina, México o Chile, podemos observar que es muy bajo. En 2018 ha subido en 407 dólares según podemos observar en el Gráfico n°5, pero sigue existiendo una desigualdad económica muy grande con respecto al otro “gigante latinoamericano”, Argentina, de 4.499,28 dólares. Teniendo el PIB más grande de toda América Latina, Brasil es uno de los países con menor renta per cápita de la región. Es por tanto un país con un reparto económico muy desigual, y existen otros indicadores que también así lo demuestran.

El índice de Gini es un indicador que mide la desigualdad de la renta entre los habitantes de un país. En 2017, el coeficiente de Brasil era 0,53. Teniendo en cuenta que 1 representa la desigualdad perfecta (es decir, que sólo una persona posea toda la riqueza del país), la cifra brasileña es superior a la media. Existe pues una desigualdad económica relevante en el país, y lleva siendo prácticamente la misma cifra desde 2016, variando únicamente los decimales²¹. Según el informe anual de Oxfam de 2017, la riqueza de los 100 millones de habitantes más pobres es la misma que la de las seis personas más adineradas del país.

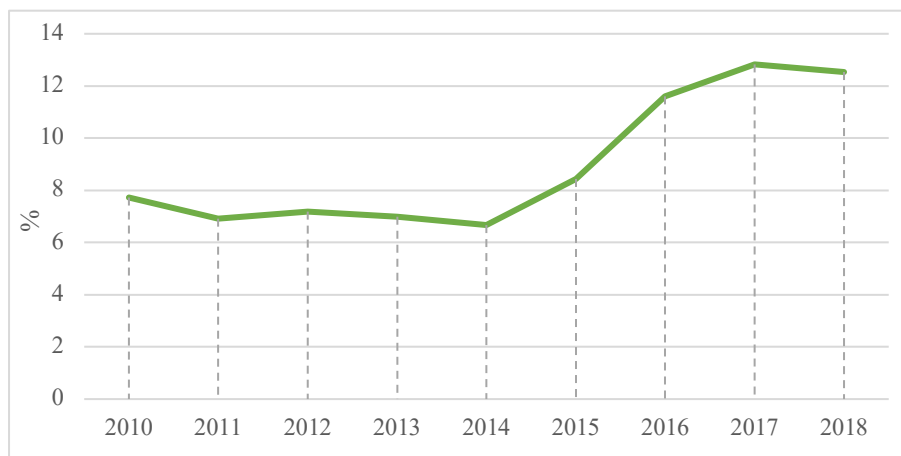
Las razones de esta gran desigualdad del país emergente son la desaceleración económica sufrida desde el final de las crisis económica y política, y sobre todo el desempleo. La

²⁰ FMI

²¹ Banco Mundial.

medición de este último es relevante puesto que la población desempleada deja de ingresar dinero en el país y la riqueza total de éste se ve afectada.

Gráfico n°6 – Tasa de desempleo de Brasil (en % anual)



Fuente: Banco Mundial

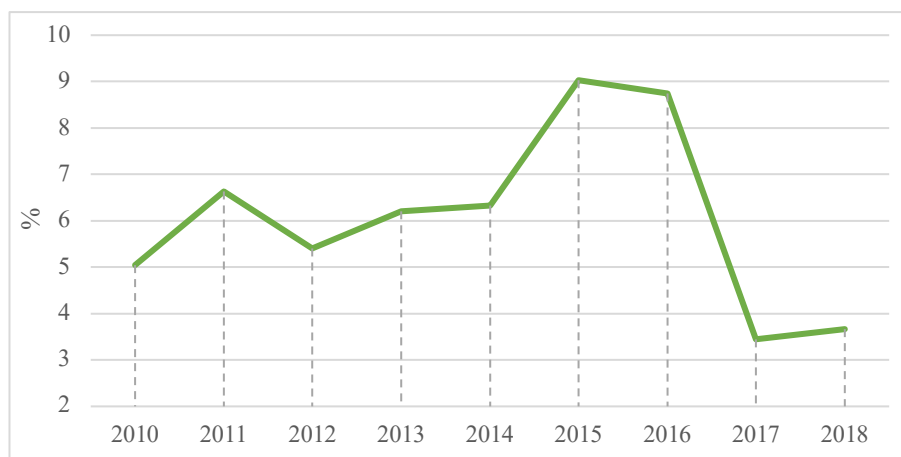
La tasa de desempleo brasileña ha aumentado en 6,2 puntos entre el periodo del nacimiento de la crisis económica y 2017, como podemos extraer del Gráfico n°6. La tasa de paro en 2018 fue del 12,5%, disminuyendo el 1% en el primer semestre de 2019²². Ésta sigue siendo una tasa muy alta en comparación con los años previos a la crisis, dato que preocupa a los expertos. En el año 2017 se implantó una reforma laboral que confirió gran autonomía a los empleadores y empleados en cuanto a sus condiciones contractuales de trabajo, lo que, según el FMI, es una de las causas de la reducción gradual del nivel de desempleo hasta el día de hoy.

2.4. TASA DE INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

Cuando hablamos de análisis de un país, tenemos que hablar necesariamente de la tasa de inflación, dada la pérdida de competitividad exterior que supone una elevada cifra de ésta. Asimismo, resulta en una menor cantidad de divisas y en una incertidumbre del nivel de precios.

²² Véase el informe del artículo IV del FMI.

Gráfico n°7 – Variación del IPC de Brasil de 2010 a 2018 (en % anual)

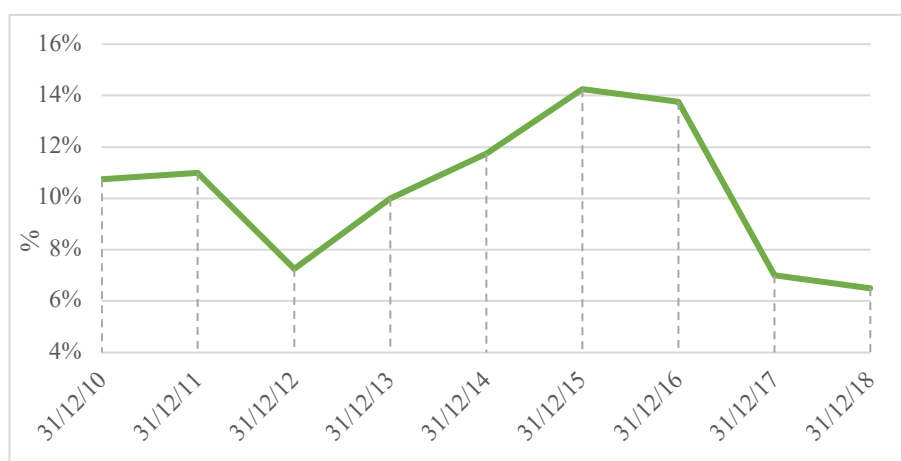


Fuente: Banco Mundial

A pesar de la elevada tasa de inflación brasileña en la época de la crisis, parece que desde 2016 ésta se ha ido controlando rápidamente, como se puede observar en el Gráfico n°7. Desde 2017, la tasa se ha mantenido alrededor del 4%, acercándose al 4,25%, objetivo planeado para 2019, según el informe del FMI. Así, se prevé que haya un estancamiento de la inflación.

Para medir los tipos de interés reales, hay que tener en cuenta la inflación del país. El tipo de interés real actual en Brasil es del 5,5%.

Gráfico n°8 – Evolución de la tasa SELIC de Brasil (en %)



Fuente: Banco Central de Brasil

Durante la crisis económica, las tasas de interés aumentaron significativamente dado el consumo extraordinario que se produjo en el país. La tasa de interés nominal de Brasil viene dada por el SELIC, es decir, la tasa de los préstamos interbancarios brasileña²³.

²³ Véase la base de datos de estadística del Banco Central de Brasil.

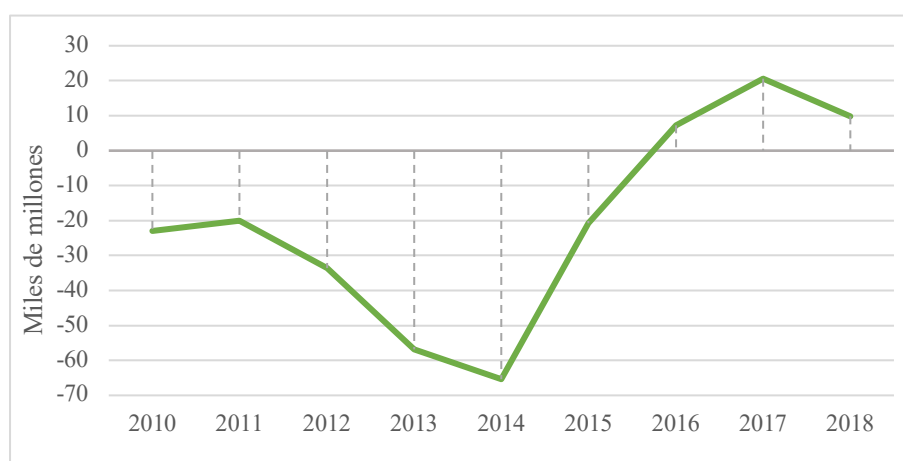
Desde 2018, la política monetaria brasileña, medida que determina el tipo de interés de la deuda interna además del atractivo de invertir en el país, ha buscado reducir –con éxito– la tasa SELIC hasta el nivel más bajo desde los años 80²⁴: desde agosto de 2019, la tasa SELIC es del 6%, 1 punto porcentual más baja que en 2018, según el Gráfico n°8.

2.5. SECTOR EXTERIOR

Las exportaciones son básicas para el crecimiento de un país, puesto que le otorgan divisas a la vez que inversiones extranjeras directas (IED).

Brasil es actualmente el vigésimo segundo mayor exportador del mundo. Hace dos años, la cifra de exportación era de 219.000M\$, y su mayor producto exportado era la soja, representando un 11,6% de las exportaciones totales, seguido de los minerales de hierro con un 9,2%. En cuanto a las importaciones, éstas fueron de 140.000M\$ en 2017, componiéndose principalmente de petróleo (8,1% del total de importaciones) y componentes para vehículos (3,62%)²⁵.

Gráfico n°9 – Saldo de la balanza comercial de bienes y servicios en Brasil (en miles de M\$) desde 2010 hasta 2018



Fuente: Banco Mundial, OCDE

El informe de la CEPAL de 2018 expone que esta disminución fue causada por varios factores. En primer lugar, las importaciones supusieron mayores gastos debido a la subida de precio del petróleo (principal importación del país). De igual forma, la venta de productos semifabricados descendió por el aumento de las producciones nacionales de

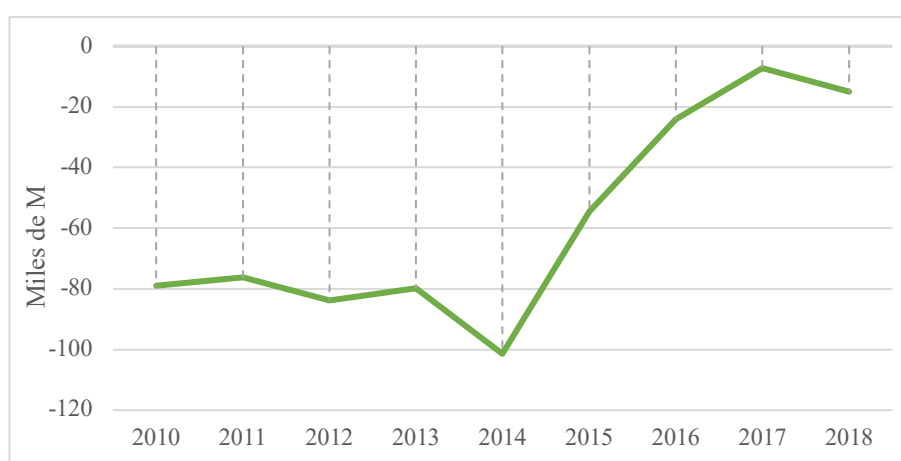
²⁴ Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), *ob.cit.*, 2018.

²⁵ The Observatory of Economic Complexity (OEC) (2017): *Economic Complexity Rankings - Brasil*,

Tailandia e India, principales importadores de estos productos, y por el incremento del arancel chino, siendo éste el principal socio comercial de Brasil. Además, la exportación de automóviles a Argentina también cayó en ese año por la recesión económica sufrida por este último país, mercado principal de estos productos brasileños.

La disminución en la balanza comercial de casi 11.000M\$ en 2018 ha afectado directamente al déficit de la balanza por cuenta corriente, que había mejorado algo en el año anterior al mencionado (7.300M\$ o 0,35% del PIB), elevándolo a la cifra de 14.910M\$, conforme al Gráfico n°10, o al 0,7% del PIB²⁶. Aún así, el FMI considera que se trata de un bajo déficit.

Gráfico n°10 – Saldo de la balanza por cuenta corriente (en \$, a precios actuales)



Fuente: Banco Mundial

Con respecto a la cuenta financiera, las IED vienen desacelerándose desde el año 2010. A partir de 2013, se recuperó el ritmo, y ahora Brasil es el mayor receptor de IED de América Latina, y el cuarto del mundo. A principios del año 2018 hubo una gran disminución de la IED, causada por la incertidumbre política por las elecciones presidenciales de ese mismo año, según informó la CNUCYD²⁷²⁸, pero consiguió reponerse del desequilibrio y terminó el año con una elevada cifra, que actualmente consigue compensar el déficit de la balanza por cuenta corriente, representando el 4,73% del PIB²⁹.

²⁶ CEPAL, *ob.cit.*, 2018.

²⁷ Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo.

²⁸ Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (2018): *World Investment Report 2018*, Nueva York y Ginebra, Naciones Unidas.

²⁹ FMI, *ob.cit.*, 2019.

El volumen de deuda externa del país con respecto al PIB no es excesivamente elevado como se puede observar en la Tabla n°2, sobre todo con respecto a la deuda externa a corto plazo que posee mayor riesgo, puesto que se ha ido disminuyendo poco a poco desde la crisis, afectando positivamente al nivel de vulnerabilidad externa del país. Es cierto que en 2018 esta ha aumentado ligeramente, pasando de 26,55% a 29,9% del PIB, pero esto se debe a un incremento de la deuda externa privada. Ésta última tiene un mayor peso que la deuda externa pública, que representó únicamente un 7,6% del PIB en 2018, y por tanto la primera afecta más a las variaciones de la deuda externa total. En cifras absolutas, Brasil tiene una deuda externa de 555 mil millones de dólares.

Tabla n°2 – Nivel de deuda externa y su composición

Años	Deuda externa (% de PIB)	Deuda externa a corto plazo (% de deuda externa)	Deuda externa a largo plazo (% de deuda externa)
2010	15,9%	18,0%	82,0%
2011	15,8%	10,4%	89,6%
2012	18,4%	7,30%	92,7%
2013	19,7%	6,90%	93,1%
2014	22,8%	10,4%	89,6%
2015	30,0%	9,60%	90,4%
2016	30,4%	10,5%	89,5%
2017	26,55%	9,60%	90,4%
2018	29,9%	11,9%	88,1%

Fuente: Banco Mundial

El nivel de reservas internacionales no ha hecho más que incrementarse en los últimos años, llegando a la cifra de 374.000M\$ en 2018, la mayor cantidad de reservas registrada en el país³⁰. De acuerdo a los datos del Banco Mundial, estas reservas internacionales podían financiar 14,5 meses de importaciones en 2018, convirtiendo a Brasil en el país latinoamericano que más meses de importaciones puede cubrir con sus reservas³¹.

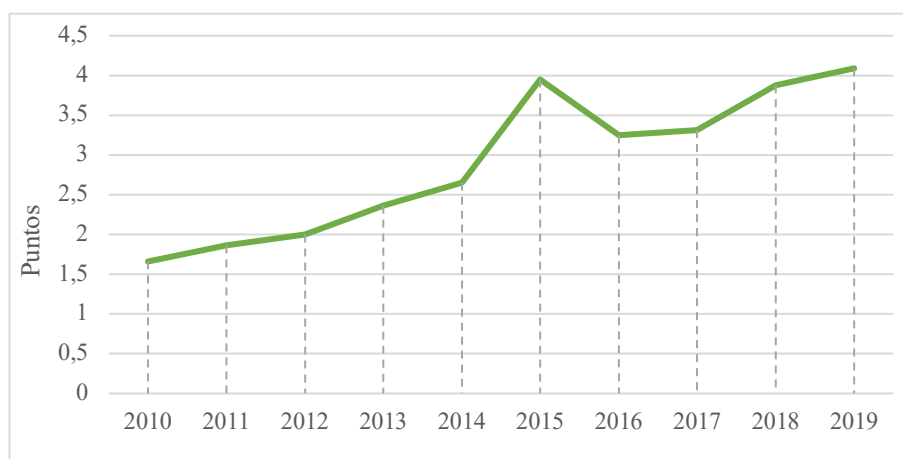
Brasil sigue, desde los años noventa, un régimen de tipo de cambio flexible, es decir, la determinación del mismo se realiza en función de las condiciones de los mercados. El tipo de cambio dólar-real se ha mantenido a lo largo de todo el año 2019 en 4 reales, y, como podemos observar en el Gráfico n°11, la moneda se ha ido depreciando a lo largo

³⁰ FMI

³¹ El Banco Mundial nos muestra que países como Argentina o Colombia pueden cubrir con sus reservas únicamente 7 meses de importaciones. España, por ejemplo, solamente cubre 2 meses. De esta forma, podemos apreciar el gran volumen de reservas internacionales que posee el país.

de la crisis hasta el día de hoy. Esta devaluación va a permitir una mejora de la competitividad de las exportaciones brasileñas, al volverse sus productos más baratos.

Gráfico n°11 – Evolución del tipo de cambio dólar-real de 2010 a 2019³²



Fuente: Federal Reserve Bond

2.6. SECTOR BANCARIO

Un elevado crecimiento del sector bancario puede financiar a las familias y aumentar el componente “inversión” del PIB, necesario para la riqueza general de un país.

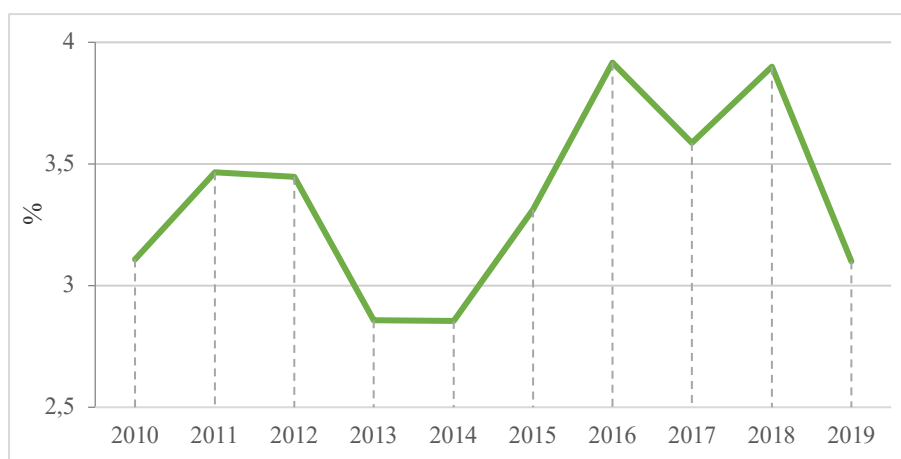
El sector bancario brasileño posee unos márgenes de intermediación muy elevados, lo que dificulta la inversión y las concesiones de créditos. Aún así, en 2019 la concesión de préstamos por los bancos privados, incluyendo a los hogares, ha crecido alrededor del 8%, conllevando un ligero crecimiento de los préstamos en general, y una mejora del sector³³.

Conforme a los datos obtenidos por el Banco Central de Brasil, el 61% de los activos bancarios pertenecen a las cuatro instituciones más grandes del país: Banco do Brasil, Itaú Unibanco, Caixa Econômica Federal y Bradesco. El quinto banco más grande de Brasil es la firma española Banco Santander.

³² El tipo de cambio corresponde en cada año a la fecha de 31 de diciembre, salvo en 2019, que corresponde al 11 de octubre.

³³ FMI, *ob.cit.*, 2019.

Gráfico n°12 – Préstamos bancarios morosos sobre el total de préstamos (en %)



Fuente: Banco Mundial, FMI

Los bancos de Brasil son líquidos y solventes. De acuerdo con el Gráfico n°12, los préstamos morosos representan el 3,1% del total de préstamos bancarios en 2019, y el CET1³⁴ ascendía a 18% en 2018, en comparación con el 17,2% de los dos años anteriores³⁵. Así pues, los bancos tienen recursos para hacer frente a los *shocks* macrofinancieros, pero al estar expuestos al riesgo de mercado por el tipo de cambio flexible, su situación puede variar enormemente de un año a otro.

En cuanto a la supervisión bancaria, el sistema financiero está regulado por varias instituciones como el Consejo Monetario Nacional, órgano supremo de deliberación del sistema financiero brasileño; el Consejo Nacional de Seguros Privados y el Consejo Nacional de Planes de Pensiones, que se encargan respectivamente de regular los seguros privados y las pensiones; el Banco Central de Brasil, supervisor y regulador del sector bancario brasileño; el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES), principal institución de financiación a largo plazo; el Banco de Brasil, la Caixa Econômica Federal, entidades mixta y pública respectivamente, siendo las más importantes fuentes de financiación de empresas de Brasil; y la Financiadora de Estudios y Encuestas y la Agencia Especial de Financiación Industrial, que se encargan de la financiación de ciencias tecnológicas y comercialización de máquinas y equipos manufacturados en el país³⁶.

³⁴ Siglas de capital base sobre activos ponderados por riesgo. Cuanto más arriesgado sea el activo, más capital se va a necesitar para las contingencias bancarias. Por tanto el aumento de este es un signo de mejoría en el sector.

³⁵ FMI, *ob.cit.*, 2019.

³⁶ ICEX España Exportaciones e Inversiones (n.d.): *Sistema Financiero*.

3. CONTEXTO POLÍTICO DE BRASIL

3.1. RIESGO DE CONFLICTOS INTERNOS EN BRASIL

Brasil ha tenido desde el año 2013 una serie de gobiernos de coalición –ya que ningún partido brasileño ha conseguido gobernar sin aliarse con otros– y escándalos de corrupción en masa. Jair Bolsonaro ascendió a la presidencia del país motivado por el descontento político. Su presencia en el gobierno no está generando estabilidad y confianza en el país³⁷. Su imposibilidad de construir una relación favorable con el Congreso brasileño hace que tanto la población como las empresas estén perdiendo la confianza en el presidente, puesto que está “*perjudicando las perspectivas de implementación de un paquete de reforma de pensiones que se necesita para corregir el desequilibrio fiscal*” (Willis Towers Watson, 2019), entre muchas otras medidas.

Según el informe de la consultora Willis Towers Watson de verano de 2019 sobre el riesgo político, el reciente recorte presupuestario en educación pública universitaria y la reforma de la seguridad social han sido los detonantes de las protestas de aquellos que se encuentran descontentos con las medidas. Otra de las medidas más polémicas fue el traspaso de la competencia de delimitación de tierras indígenas al Ministerio de Agricultura: el Ministerio pretende mejorar la economía de la agricultura brasileña, mientras que las poblaciones indígenas ven amenazados sus hogares y sus propias vidas, y provocan revueltas en el país³⁸.

El índice de violencia política de Willis Towers Watson para Brasil es de 58 puntos, siendo 95 un riesgo extremadamente alto y 5 extremadamente bajo. Por lo tanto, el índice de Brasil es “*significativo*”, añadiendo que este riesgo tiene tendencias y perspectivas de aumento³⁹. Por consiguiente, internamente, la población brasileña tiene criterios dispares y la posibilidad de crear acuerdos en el futuro cercano no parece existir. Así pues, se prevén mayores concentraciones y riesgos en el futuro cercano.

³⁷ Davidson, P.L. (2019), *Political Risk Index Summer 2019 Report*.

³⁸ Solano, *ob.cit.*, 2019, p. 16.

³⁹ Davidson, *ob.cit.*, 2019.

3.2. RIESGO DE CONFLICTOS EXTERNOS EN BRASIL

Dentro como fuera de América Latina, las relaciones internacionales de Brasil han cambiado en algunos aspectos. Los primeros cambios notables tras la investidura del actual presidente fueron los apoyos de Donald Trump, presidente de los Estados Unidos, y de Benjamin Netanyahu, presidente de Israel⁴⁰. Esto no fue más que un acto simbólico de lo que Jair Bolsonaro pretendía conseguir para el país: descartar el sesgo ideológico en las relaciones internacionales de Brasil.

Así pues, nacieron relaciones hostiles con Venezuela (tanto por reconocer a Juan Guaidó como presidente del mencionado país sumergido en crisis, y no a Nicolás Maduro, como al tratar de enviar ayuda humanitaria a Venezuela y este último bloquear su entrada), con Cuba y con Nicaragua. Además, ha decidido cerrar cinco embajadas en el Caribe por motivo de ahorro en política exterior, reduciendo así su presencia regional.⁴²

3.3. RIESGO GEOPOLÍTICO DE LA REGIÓN

Desde 2014, toda la región latinoamericana sufre por una gran crisis económica. Este problema se acompaña de gobiernos dictatoriales que no prevén la sostenibilidad a largo plazo de sus respectivas economías o de la región entera, sino que resultan en hiperinflaciones y grandes déficit públicos difícilmente corregibles, afectando asimismo al país objeto del estudio⁴³.

3.4. WORLDWIDE GOVERNANCE INDICATORS

El Banco Mundial elabora cada año un análisis universal de los principales indicadores de riesgo gubernamental en todos sus ámbitos, usando una escala de -2,5 a 2,5, siendo el primero el valor más débil y el último el valor más fuerte. Estos indicadores son seis: voz

⁴⁰ Luiz Inácio Lula da Silva fue de los primeros presidentes brasileños en reconocer a Palestina como país. Por eso la presencia del presidente israelí y su apoyo a Bolsonaro causó tanta polémica en el país. Además, el presidente Bolsonaro quiere cambiar la sede de la embajada de Brasil en Israel de Tel Aviv a Jersualén, al igual que el presidente Trump.

⁴¹ Solano, *ob.cit.*, 2019, p. 14.

⁴² Si bien es cierto que puede parecer una medida riesgosa, las embajadas que han decidido cerrar han sido aquellas en las que la presencia brasileña no es de gran importancia. Bolsonaro confía en que los países con más influencia en esas regiones resguardarán los intereses del Caribe. Fuente: Lissardy, G. (2019): "Jair Bolsonaro: cómo cambió la relación de Brasil con el resto de América Latina tras 6 meses como presidente", *BBC News Mundo*, 1 de julio.

⁴³ Seguros de Impago y Gestión de Riesgo de Crédito (COFACE) (mayo 2015): *Riesgo político en Latinoamérica*.

y responsabilidad –mide la capacidad en que los ciudadanos pueden elegir su propio gobierno y la existencia de libertad de opinión, de prensa y de asociación– , estabilidad política y ausencia de violencia –evalúa la inestabilidad de un gobierno y el nivel de violencia política– , eficacia gubernamental –refleja la calidad de los servicios públicos, sociales y legislativos, y su independencia frente a presiones políticas, al igual que la confianza en el gobierno– , fortaleza institucional –muestra la capacidad de un país para implementar regulaciones que fomenten el desarrollo del sector privado– , índice de nivel de estado de derecho – expresa el nivel en que los ciudadanos confían en las normas del estado, en su protección de los derechos y bienes privados, en los cumplimientos contractuales, y en los tribunales y justicia del país– y nivel de corrupción.

Tabla n°3 – Worldwide Governance Indicators de Brasil desde 2010 a 2018⁴⁴

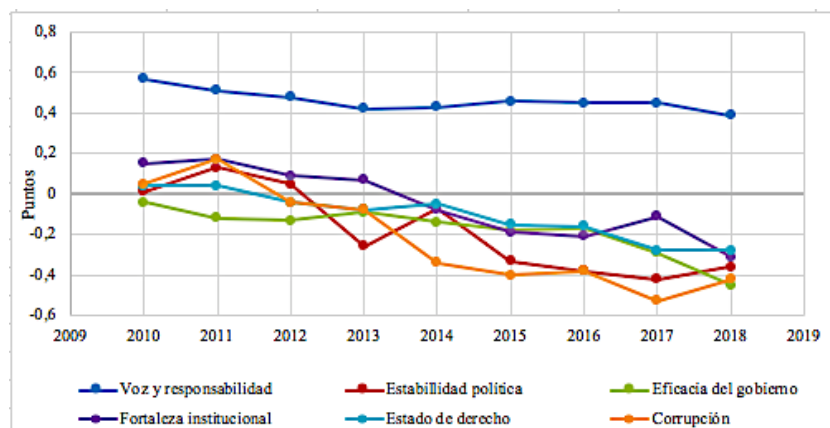
Años	Voz y responsabilidad	Estabilidad política	Eficacia del gobierno	Fortaleza institucional	Estado de derecho	Corrupción
2010	0,57	0,01	-0,04	0,15	0,04	0,05
2011	0,51	0,13	-0,12	0,17	0,04	0,17
2012	0,48	0,05	-0,13	0,09	-0,04	-0,04
2013	0,42	-0,26	-0,09	0,07	-0,08	-0,08
2014	0,43	-0,07	-0,14	-0,08	-0,05	-0,34
2015	0,46	-0,33	-0,18	-0,19	-0,15	-0,40
2016	0,45	-0,38	-0,17	-0,21	-0,16	-0,38
2017	0,45	-0,42	-0,29	-0,11	-0,28	-0,53
2018	0,39	-0,36	-0,45	-0,31	-0,28	-0,42

Fuente: Banco Mundial

Como podemos observar en el Gráfico n°13, todos y cada uno de los indicadores poseen una tendencia decreciente, es decir, el riesgo político en Brasil es cada vez más relevante. El punto en el que los valores empiezan a decrecer significativamente, e incluso la mayoría pasar de una cifra positiva a una negativa, es en todos los casos entre 2013 y 2014. Esto se debe tanto a la crisis económica, explicada en los anteriores capítulos, como a la crisis política.

⁴⁴ Se ha escogido el intervalo 2010-2018 para reflejar con mayor precisión el cambio que supuso para el país tanto la crisis económica como los escándalos de corrupción de los anteriores gobiernos a partir de los años 2012 y 2013 y siguientes. Así podremos comparar el “antes” y el “después”.

Gráfico n°13 – Worldwide Governance Indicators de 2010 a 2018



Fuente: Banco Mundial

La crisis política comenzó en 2013 por el creciente número de manifestaciones que surgieron con motivo de cambios en la reforma de los servicios públicos y en el sistema político, con el que la población empezaba a estar descontenta⁴⁵, tal y como mencionamos en el anterior apartado. A partir de ese mismo año, sucedieron una serie de eventos polémicos que destruyeron la confianza de la población en el sistema gubernamental del país: el escándalo de la petrolera pública Petrobras, el *impeachment* de Dilma Rouseff y el encarcelamiento de Luíz Inácio Lula da Silva.

En 2014, tiene lugar la mayor investigación de corrupción de Brasil, denominada Operación Lava Jato, que destapó el escándalo de Petrobras. Las empresas contratistas del país obtenían contratos inflados con esta petrolera pública gracias a las grandes cantidades de sobornos entregadas a los altos cargo estatales del país⁴⁶. El descubrimiento de esta trama política es una de las razones por las que el índice del nivel de corrupción se derrumbó, pasando de -0,08 en 2013 a -0,34 en 2014 (ver la Tabla n°3).

A lo largo del 2015 y 2016, la expresidenta Dilma Rouseff, que era sumamente popular en el país, quebrantó ciertas normas fiscales, maquillando el déficit presupuestario de Brasil, usando fondos de bancos públicos con objetivo de cubrir ciertos programas de responsabilidad del gobierno. En principio esta práctica estaba prohibida por una norma de Responsabilidad Fiscal en Brasil, pero aún así se realizó. Esto conllevó la destitución o *impeachment* de la presidenta, que al ser tan querida en el país, supuso el descontento y decepción de toda la población⁴⁷. Como vemos en la Tabla n°3 y/o Gráfico n°13, son

⁴⁵ Vicente Bachiller, J. (2016): “Brasil, una nación quebrada por la crisis”, *Política exterior*, Vol. 30 (n°172), pp. 106-107.

⁴⁶ Vicente Bachiller, J., *ob.cit.*, 2016, pp. 106-112

⁴⁷ Solano Gallego, E. (2018): “Impeachment, Lava Jato y elecciones”, *Política exterior*, Vol. 32 (n°185), pp. 72-74.

tres los indicadores que se desploman entre 2016 y 2017 por el escándalo de Rousseff: la eficacia gubernamental (de -0,17 a -0,30), el nivel de estado de derecho, (de -0,16 a -0,28) y el nivel de corrupción (de -0,38 a -0,53), siendo este último dato además el más bajo de todos los indicadores de gobernabilidad.

Por último, y volviendo a la Operación Lava Jato, en 2018 el expresidente de Brasil Lula da Silva⁴⁸ fue encarcelado por las acusaciones recibidas por su implicación en el caso de corrupción de Petrobras. Este último estallido fue uno de los más duros golpes para los ciudadanos brasileños, puesto que este fue el presidente más amado y confiado de todo el país desde el principio de su mandato, llegando a gobernar con una popularidad del 87% en 2010⁴⁹. Como podemos observar en la Tabla n^o3, este hecho afectó enormemente a la percepción de los ciudadanos sobre la calidad del gobierno: tanto Lula da Silva como Rousseff pertenecen al Partido de los Trabajadores⁵⁰, partido que había gobernado el país durante casi 15 años. Todos estos acontecimientos no hicieron más que mermar la confianza del ciudadano en ese partido y gobierno, y la que tuviesen en cualquier otro partido que subiese al poder. Es por esta razón también por lo que Michel Temer, nombrado presidente de Brasil al ser destituida Rousseff, fue considerado el presidente más impopular de todo Brasil⁵¹, y también la causa por la que los ciudadanos opten por un gobierno más extremista como el actual. Así, en 2018 el índice de eficacia gubernamental se encuentra en -0,45 y el índice de fortaleza institucional en -0,31.

3.5. OTROS INDICADORES DEL RIESGO POLÍTICO

3.5.1. *Political Risk Index de Credendo*

El Credit Insurance Group (Credendo)⁵² ofrece un indicador de medición del riesgo político homónimo. El objetivo de este indicador es evaluar si el país puede hacer frente a sus obligaciones a corto y/o largo plazo cuando se producen acontecimientos políticos

⁴⁸ Su gobierno empezó en el año 2003 y terminó en 2011, sucediéndole en el cargo Dilma Rousseff.

⁴⁹ Vicente Bachiller, J., *ob.cit.*, 2016, p. 106.

⁵⁰ Además de Lula da Silva, la mayor parte de los miembros del Partido de los Trabajadores fueron acusados y condenados por el caso Petrobras.

⁵¹ Solano, *ob.cit.*, 2018, p. 73.

⁵² El Credendo es uno de los grupos europeos de seguros de crédito más grandes del continente, con sede en Bruselas. Proporcionan soluciones y ayudas frente a los riesgos crediticios y políticos. A su vez, posee una base de datos y criterios de evaluación de riesgo personalizados.

y similares. El indicador adopta valores del 1 a 7, siendo 1 el valor de riesgo político más bajo y el 7 el más alto.

Brasil, en el corto plazo, es puntuado con un 2, lo cual significa que la política no afectará gravemente a las obligaciones del país, pero es importante mantenerlo estable. En cambio, en el largo plazo Brasil posee un 5, dato bastante elevado y muy diferenciado del corto plazo. La razón de estas diferencias es la política económica que Jail Bolsonaro pretende implantar: la privatización de empresas, una mayor austeridad fiscal, la independencia del Banco Central, la salida del país del Pacto Global sobre Migración y el abandono del Acuerdo de París sobre el cambio climático⁵³.

3.5.2. El Índice de Percepción de la Corrupción de Transparency International

El Índice de Percepción de la Corrupción hace una comparación del nivel de percepción de la corrupción del sector público de 180 países. Para ello, utiliza una escala del 0 al 100 puntos en intervalos de 10 puntos, siendo el intervalo de 0 a 9 el nivel más alto de corrupción. Brasil actualmente exhibe 35 puntos, estando situado en el cuarto de los diez intervalos del índice. Es por tanto una cifra notable y preocupante, como también pudimos observar con los *Worldwide Governance Indicators*. Brasil está, además, situado en el puesto n°105 de 180 países, siendo este último el puesto de máxima corrupción. Por último, dentro de América Latina, es el tercer país con mayor percepción de la corrupción, después de Paraguay, Bolivia y Venezuela respectivamente.

4. ANÁLISIS DEL RIESGO-PAÍS DE BRASIL

4.1. LAS AGENCIAS DE *RATING*: MOODY'S, STANDARD & POORS Y FITCH RATINGS

Las agencias de calificación de la deuda o agencias de *rating* son entidades privadas que puntúan a los países conforme al riesgo de impago de sus deudas. De esta forma, los inversionistas tienen una forma de conocer la rentabilidad de las deudas de cualquier país y la posibilidad de recuperar su inversión de una manera sencilla.

⁵³ Solano Gallego, E. (2019), “Los primeros pasos de Bolsonaro en Brasil”, *Política exterior*, Vol. 23 (n°188), pp. 12-16.

Las agencias de calificación más conocidas son *Moody's*, *Standard & Poor's* y *Fitch Ratings*. Estas miden el riesgo soberano a corto y largo plazo, en moneda extranjera principalmente. Dos de ellas, *Standard & Poor's* y *Fitch Ratings* utilizan la misma notación, mientras que *Moody's* utiliza uno completamente diferente⁵⁴, pero éstas son comparables entre ellas. Las agencias dividen las calificaciones en dos tipos de categorías: el grado de inversión, en el cual existen menos posibilidades de impago de la deuda (va desde BBB-, o Baa2 de *Moody's*, hasta AAA o Aaa, la nota máxima), y el grado especulativo, (va desde BB+, o Ba1 de *Moody's*, hasta D, o C de *Moody's*, la nota mínima). La notación de las agencias de *rating* se aprecia en la Tabla n°4.

Tabla n°4 – Sistema de notación de la calificación de la deuda por las agencias de rating

	Standard & Poor's	Fitch Rating	Moody's
Grado de inversión	AAA	AAA	Aaa
	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
	BBB+	BB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
Grado especulativo	BBB-	BBB-	Baa3
	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
	CCC+	CCC+	Caa1
	CCC	CCC	Caa2
CCC-	CCC-	Caa3	
Default	CC	CC	CC
	C	C	C
	D	D	C

Fuente: Moody's, Standard & Poor's, Fitch.

⁵⁴ Iranzo, *ob.cit.*, 2008.

Un estudio realizado por los autores Cantor y Packer en 1996 sobre los determinantes e impacto de los *ratings* de crédito por parte de estas agencias muestra que las causas de que se califique mejor o peor a un país dependen sobre todo de indicadores macroeconómicos, y en especial de los 6 siguientes: el crecimiento del PIB, el PIB per cápita, la tasa de inflación, el nivel de desarrollo económico, la deuda externa y el historial de deudas impagadas. Asimismo, estos autores explicaron como existe una relación entre los indicadores de mercado de riesgo-país y los *ratings*.

La deuda soberana brasileña está calificada como BB- por *Standard & Poor's* y *Fitch Ratings* y Ba2 por *Moody's*. Este es el nivel más alto dentro del grado de especulativo. En general significa que el riesgo político es alto y afecta a la economía del país, resultando en un reducido ingreso per cápita, un crecimiento económico lento y una deuda elevada⁵⁵.

Tal y como hemos visto al analizar la situación económica del país, todos estos criterios se cumplen: la renta per cápita es muy baja en comparación con los demás países de la región latinoamericana, el país acaba de salir de una crisis económica y está intentando recuperarse y tiene un nivel de deuda pública muy alto, todo ello causado – en parte – por una profunda crisis política interna. Es por tanto razonable que las agencias de calificación hayan puntuado a Brasil en dicho nivel.

4.2. INDICADORES DE MERCADO DE RIESGO-PAÍS

4.2.1. EMBI Global

El EMBI Global, o *Emerging Markets Bond Index* Global, de JP Morgan Chase es un indicador de riesgo-país desde el punto de vista del mercado. Siendo la versión ampliada del EMBI+, el EMBI Global expresa el rendimiento total de los bonos de los países emergentes comprendidos en el EMBI+, que incluye 19 países. El EMBI+ contiene los bonos emitidos en moneda extranjera (en este caso, en dólares) por países latinoamericanos, o cualquier préstamo denominado en dólares, así como los Eurobonos. Este indicador utiliza la clasificación crediticia de las agencias de rating para su selección de países, que deben estar calificados alrededor de BBB+ o Baa1 según las mediciones

⁵⁵ Iranzo, *ob.cit.*, 2008.

de *Moody's* o *Standard & Poor's*, a diferencia del EMBI Global que, a pesar de medir los mismos instrumentos de deuda, se sirve para ello de la renta per cápita⁵⁶. Es decir, el EMBI+ mide el diferencial entre la tasa media de interés de los bonos o préstamos estatales de los países emergentes denominados en dólares y los Bonos del Tesoro estadounidenses, los más seguros en cuanto a riesgo. Cuánto mayor sea el *spread* o diferencial, mayor será el riesgo de estos bonos⁵⁷.

Tabla n°5 – Media anual del EMBI Global de la región latinoamericana de 2014 a 2019 (en puntos básicos)⁵⁸

	País	2019
Países de América Latina	América Latina + Caribe	504,2
	Argentina	1.044,70
	Brasil	238,6
	Chile	134,5
	Colombia	185,7
	Ecuador	625,9
	El Salvador	459,4
	Jamaica	318,2
	México	322
	Panamá	142,1
	Perú	130,5
	República Dominicana	328
	Trinidad y Tobago	270,5
	Uruguay	173,2
	Venezuela	7.427,30
Otros países emergentes	Rusia	206
	Sudáfrica	209
	Indonesia	190
	China	180

Fuente: Banco Mundial

Brasil es uno de los países pertenecientes al EMBI+, y por tanto incluido en el EMBI Global. En la Tabla n°5 podemos observar el EMBI Global de América Latina, con inclusión de los países de la región caribeña. El país objeto de este trabajo mostró en 2019 un *spread* de 238,6, que, al estar medido en puntos básicos, significa que el país estaría pagando de media un 2,38% más que el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados

⁵⁶ Definida opor el Banco Mundial.

⁵⁷ Iranzo, *ob.cit.*, 2008.

⁵⁸ No están incluidos todos los países de América Latina puesto que no todos cumplen los requisitos para estar en esta clasificación.

Unidos. En comparación con otros países con un PIB per cápita muy aproximado al de Brasil, como Argentina (1.044,7) o México (322), se trata de un diferencial más reducido. De los países de esta tabla, Brasil es el sexto país con menor *spread* de EMBI Global de Latinoamérica.

Sin embargo, si comparamos el EMBI Global de Brasil con el de otros emergentes, tales como Rusia (306), Sudáfrica (209), Indonesia (190) o China (180), podemos observar que Brasil tiene realmente uno de los *spreads* más elevados de entre esta categoría de países, y por tanto un elevado riesgo soberano en comparación.

Por consiguiente, podemos afirmar que Brasil, teniendo en cuenta su influencia económica regional y mundial, tiene uno de los menores riesgos dentro de América Latina, pero no en comparación con los demás Estados emergentes. Esto se reflejaría en las decisiones de inversión de los agentes externos del mercado, que probablemente prefieran invertir en países más atractivos.

4.2.2. Spread del Credit Default Swap

El Credit Default Swap (CDS) es un contrato de seguro *over the counter* mediante el cual un inversor poseedor de un título de deuda transfiere el riesgo del mismo a un comprador, en caso de que ocurra un “evento de crédito” como impago, quiebra etc., a cambio de una prima periódica. Esta prima o *spread*, al estar hablando de transmisión de riesgos soberanos, es un instrumento muy útil para medir el riesgo-país del emisor del mismo. A mayor *spread*, mayor será el riesgo de que ocurra el evento de crédito⁵⁹.

Generalmente, se utiliza el *spread* del CDS a 5 años, es decir, que el contrato permanecerá vigente durante 5 años durante los cuales el asegurado tendrá que ir pagando la prima al asegurador, y este pagará en lugar del asegurado si ocurre el evento de crédito.

Brasil tiene actualmente un *spread* de 129 puntos básicos. Esto significa que existe un riesgo de impago del 1,29%, o lo que es lo mismo, si la deuda fuese de 100 dólares, la prima pagada anualmente durante 5 años sería de 1,29 dólares. Es una cifra moderadamente baja, y significaría que la deuda soberana brasileña no pareciera tener un riesgo de impago excesivo. Aún así, al estar por encima de 100, y correlacionándolo con

⁵⁹ Iranzo, *ob. cit.*, 2008.

los *ratings* de las agencias de calificación, sí existe un riesgo: los países desarrollados o aquellos que tienen un AAA de calificación de deuda tienen menos de 50 puntos básicos de *spread*. Dentro de los países emergentes, algunos como India o Rusia tienen algo más de 70 puntos básicos. Sin embargo, países como Sudáfrica, con una calificación de la deuda muy parecida a la de Brasil, e incluso levemente superior (BB), tienen un *spread* de 179⁶⁰.

Se puede por consiguiente destacar la existencia de un riesgo soberano en Brasil alrededor del 1%, dado que la casi ausencia de riesgo significaría una *spread* más cercano al 0. Teniendo en cuenta el *rating* de la deuda brasileña, esta prima puede no ser muy atractiva para los inversores, puesto que es de los países emergentes con mayor *spread*.

4.3. OTROS INDICADORES DE RIESGO-PAÍS: LA CLASIFICACIÓN DE RIESGO-PAÍS DE LA OCDE

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante, OCDE) es una organización que busca promover normas internacionales para establecer una armonía económica, social y medioambiental entre países⁶¹. Elabora, gracias a su campo de expertos, una clasificación anual de prácticamente todos los países del mundo en función de su grado de riesgo-país. La puntuación sigue una escala del 1 al 7, siendo este último número el indicador de mayor riesgo-país y el 1 del menor⁶².

De esta forma, en la Tabla nº6 encontramos la clasificación de los países pertenecientes a América Latina y Caribe, dónde vemos que Brasil tiene una puntuación de 5. Esta calificación se aproxima más al 7 que al 1, lo que muestra un grado moderadamente alto de riesgo-país. Los países que están en ese mismo nivel son Honduras, Paraguay, El Salvador y Bolivia, pero ninguno de ellos es tan importante tanto económica como políticamente como Brasil. En consecuencia, podría ser preocupante su alto nivel de riesgo-país, estando un nivel por debajo de Argentina, país que presenta una de las peores economías del mundo actualmente según el FMI.

⁶⁰ *World Government Bonds*.

⁶¹ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (2019): *La OCDE*.

⁶² Iranzo, *ob. cit.*, 2008.

Tabla n°6 – Clasificación de riesgo-país de los países de la región Latinoamericana y del Caribe de la OCDE en 2019

País	Clasificación de riesgo
Cuba	7
Haití	7
Nicaragua	7
Venezuela	7
Argentina	6
Ecuador	6
Jamaica	6
Bolivia	5
Honduras	5
Paraguay	5
El Salvador	5
Brasil	5
Guatemala	4
República Dominicana	4
Colombia	4
Perú	3
Uruguay	3
Panamá	3
México	3
Trinidad y Tobago	3
Chile	0

Fuente: OCDE.

5. RECOMENDACIONES DE POLÍTICA

El FMI ofrece en su informe del artículo IV varias opciones de políticas recomendadas para mejorar la situación global de los países que estudia, como Brasil. De manera general, el FMI opina que el país necesita serias reestructuraciones y reformas para mejorar el crecimiento económico, tales como reformas fiscales, mayor número de privatizaciones, mejora en la intermediación bancaria y, sobre todo, terminar de implementar el plan de reforma de las pensiones brasileñas.

En cuanto a la política económica, el FMI espera un crecimiento del PIB del 0,8% en 2019 y de un 2,4% en 2020, si efectivamente se implantan ciertas medidas consideradas necesarias para el crecimiento sostenible, que fomenten el consumo, la inversión y la explotación de las áreas más importantes del sector servicios brasileño. Dicho de otro modo, esto solamente se conseguirá si el presidente mantiene la política económica

acomodaticia ya implantada, basada en la congelación del gasto público y en la reducción del desempleo, para mejorar la riqueza del país centrándose sobre todo en el fomento del consumo como componente más grande del PIB.

Dado el gran peso del déficit público, es necesario un saneamiento presupuestario. Los analistas del informe aún prevén un incremento de la ratio de la deuda en 2024, llegando a alcanzar el 96% del PIB, siendo en gran parte la deuda pública interna la principal causante del déficit público brasileño. El crecimiento económico aún no consigue reducir este déficit y por eso el gobierno necesita endeudarse más. Con la política de congelación de los gastos públicos, y una política fiscal neutral, el gobierno brasileño desea centrarse en reducir el déficit mediante una política económica centrada en fomentar el consumo para hacer crecer al PIB. Así, si la riqueza del país es mayor, se podrá hacer frente al endeudamiento y obtener mejores resultados, reduciendo el peso de la deuda pública y haciendo frente a los intereses de deuda. Aunque el FMI recomiende una política fiscal neutral en 2019, también recomienda que poco a poco ésta se vuelva algo restrictiva, siguiendo como referencia el techo constitucional del gasto público para lograr el superávit primario, y aplicando una serie de recortes presupuestarios y privatizaciones. En añadido, la reforma de las pensiones⁶³ es un objetivo esencial en la mejora fiscal del país a medio plazo, puesto que induciría a los hogares a incrementar la inversión y el ahorro privado, y este último afectaría favorablemente a la cuenta corriente brasileña.

Para no verse afectado por los efectos secundarios de la reducción del déficit fiscal y de la inflación, Brasil debería optar por mantener la política monetaria acomodaticia. La implantación de una política monetaria acomodaticia para reducir el déficit público afecta al tipo de interés y a la inflación. Esta política tiene como objetivo disminuir los efectos producidos por los años de crisis mediante la ampliación de la oferta monetaria y la compra de bonos. Y así, también podría aumentar ligeramente la inflación para llegar al objetivo mencionado en el Título 2.4, ya que ahora mismo se encuentra “anclada”⁶⁴ dadas las bajas expectativas inflacionistas del mundo entero.

⁶³ Esta reforma se constituye principalmente por el aumento de la edad de jubilación a 62 para las mujeres y 65 para los hombres, una mejora de las condiciones para los profesores, policías y agricultores, y una reducción de las pensiones de viudedad (pero aún por encima del salario mínimo).

⁶⁴ Término utilizado por el FMI en su artículo número 4.

Además de la búsqueda del crecimiento económico, el FMI insiste en encontrar una solución contra la desigualdad en el poder adquisitivo de los brasileños. El expresidente Lula da Silva implementó en sus años de mandato la Bolsa de Familia, una medida de bienestar social por la cual se les proporciona a las familias pobres brasileñas una ayuda económica siempre que éstas se aseguren de enviar a sus hijos a la escuela y de cumplir con su vacunación. Al ser un programa que adquirió gran relevancia tanto regional como internacionalmente, el actual presidente debería mantener esta medida sin realizar muchas modificaciones en ella, concediéndole la importancia que merece para la solución de la desigualdad social brasileña. Sin embargo, Bolsonaro ya está pensando en disminuir el presupuesto del programa, decisión que podría afectar a la inconformidad del país y resultar en conflictos internos más graves.

El sector exterior brasileño va por buen camino y no expresa gran preocupación, según el informe del FMI. Tanto la devaluación de la moneda como la gran cantidad de reservas internacionales que tiene el país va a permitir a Brasil hacer frente a la deuda externa fácilmente y conseguir ser más competitivo en el exterior. Comparado con otros mercados emergentes, Brasil exhibe un déficit de la balanza por cuenta corriente muy bajo, posee muchas reservas internacionales y flujos de IED, y muy poca deuda externa. En consecuencia, Brasil posee unos colchones exteriores muy apreciable que resultan en un mínimo riesgo de *shocks* exteriores. Por lo tanto, el régimen cambiario debe seguir siendo flexible para que el país no pierda competitividad y pueda seguir amortiguando estos *shocks*.

En cuanto al sector bancario, son necesarias más acciones legales para fortalecerlo. El Banco Central debe tener mayor independencia como supervisor bancario y otorgar mayor protección, introduciendo las reformas que así lo permitan. Es relevante fomentar el progreso de la intermediación bancaria, por ejemplo con una reducción del papel de los bancos públicos, puesto que las empresas y hogares se enfrentan a un coste de endeudamiento excesivamente elevado que frena la inversión y el consumo.

6. CONCLUSIONES

En definitiva, podemos afirmar que el país tiene diferentes niveles de riesgo, que es en general muy relevante. El país incorpora todas las circunstancias características de un Estado emergente, como son un gran nivel de desigualdad económica, un déficit público creciente, y una situación política inestable. Por ello, la OCDE ha clasificado al país con un 5, dentro de una escala de 7 puntos, para describir el nivel de riesgo-país de Brasil. De esta forma, se concluye el estudio con los siguientes resultados:

I. El riesgo soberano brasileño es bastante elevado por varias razones. La primera, el nivel de ingresos públicos, que, como hemos podido comprobar, es escaso. El país necesita corregir ese déficit público con un crecimiento económico mayor. Pero la gran crisis económica de 2013, y que finalizó aproximadamente en 2016, ha dejado cicatrices que dificultan la recuperación de la riqueza del país, como para sanear las cuentas públicas. Asimismo, el PIB per cápita sigue siendo muy bajo en comparación con los demás países emergentes conocidos, lo que supone un crecimiento económico irreal en el país. Otra de las razones es, claramente, la inestabilidad política del país, que resulta en una cultura de impago de la deuda. Por estas razones, la prima de riesgo se encuentra en 238 puntos básicos, y las agencias de *rating* puntúan a Brasil con un BB-, provocando incertidumbre mundial en cuanto a la capacidad y voluntad de pago por parte del Estado. Por contra, el nivel de reservas internacionales ha incrementado en los últimos años, obteniendo Brasil un “colchón” importante en caso de *shocks* externos. La solvencia y liquidez bancarias también son un aspecto favorable relevante a considerar.

II. Cabe destacar que el riesgo de transferencia del país no es muy elevado, dado el reducido peso de la deuda externa brasileña en el PIB y la gran cantidad de reservas internacionales poseídas en 2018. La depreciación de la moneda no es muy significativa, y las inversiones extranjeras directas no dejan de crecer.

III. Así pues, el riesgo con mayor peso dentro del análisis del riesgo-país es el riesgo político. Es decir, la mayor parte de las dificultades y obstáculos al crecimiento económico y el bienestar de Brasil surgen del contexto interno del país. Como se ha comentado anteriormente, el país sufre desde 2013 una crisis política relevante, donde la confianza de los habitantes disminuye conforme pasan los años. Los *World Governance Indicators* se encuentran todos por debajo de 0, destacando el gran nivel de corrupción,

lo que refleja una inseguridad y descontento con el gobierno muy importantes, a los que se debería encontrar una solución cuánto antes. Desafortunadamente, a esta insatisfacción política se suma la reciente denuncia del expresidente Lula da Silva por el caso de la constructora Odebrecht, algunas semanas después de haber salido de la cárcel por el anterior caso de corrupción, lo que refleja que estos conflictos políticos no parecen detenerse de manera inminente.

IV. Se espera que con el nuevo gobierno de Jair Bolsonaro la economía del país crezca a mayor velocidad, pero necesita de medidas de control para que este crecimiento sea sostenible. La ansiada reforma de las pensiones puede ocasionar a corto plazo una mayor inestabilidad social, pero se vería a largo plazo compensada por un crecimiento de la riqueza. Si el presidente sigue los consejos de implantación de políticas ofrecidos por el FMI, el país puede lograr la estabilidad económica buscada. Pero la confianza política va a ser mucho más complicada de lograr, puesto que la misma no va a depender de organizaciones e instituciones externas, sino de los propios gobernantes y partidos políticos que planteen como objetivo primordial en sus proyectos y campañas la recuperación de la seguridad institucional.

7. BIBLIOGRAFÍA

1. Banco Central de Brasil (n.d.): *Banco Central do Brasil – Statiscal Data* [en línea]. Disponible en: <https://www.bcb.gov.br/en#!n/PAYSYSDATA>. [Consulta: 3-10-2019].
2. Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2015): “Módulo 6 - Política Monetaria y Cambiaria” [en línea], en Lora, E., *La Realidad Macroeconómica*, Instituto Interamericano para el Desarrollo Económico y Social (INDES), Mathra Comunicación Integral. Disponible en: https://courses.edx.org/assetv1:IDBx+IDB9x+2015_T2+type@asset+block/modulo_6_22_06_2015final.pdf. [Consulta: 8-10-2019].
3. Banco Mundial (2019): *World Bank Data – Brazil Data* [en línea]. Disponible en: <https://datos.bancomundial.org/pais/brasil> [Consulta: 30-9-2019].
4. Cantor, R y Packer, F. (1996): “Determinants and impact of sovereign credit rating”, *Economic Policy Review*, issue Oct., pp. 37-53.
5. Central Intelligence Agency (2012): *The World Factbook* [en línea]. Disponible en: <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/>. [Consulta: 27-9-2019].
6. Comisión económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2018): *Balance preliminar de las Economías de América Latina y del Caribe – Brasil*” [en línea], pp.1-4. Disponible en: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44326/129/BPE2018_Brasil_es.pdf. [Consulta: 11-10-2019].
7. Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (2018): *World Investment Report 2018* [en línea], Nueva York y Ginebra, Naciones Unidas. Disponible en: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf. [Consulta: 15-10-2019].
8. Credit Insurance Group (Credendo) (n.d.): *Country Risk – Brazil* [en línea]. Disponible en: <https://www.credendo.com/country-risk/brazil>. [Consulta: 8-10-2019]
9. Davidson, P.L. (2019): *Political Risk Index Summer 2019 Report* [en línea], n.d., Willis Towers Watson. Disponible en: <https://willistowerswatson.turtl.co/story/politicalriskindexsummer19online>. [Consulta: 8-10-2019].
10. Federal Reserve Board (2019): *Foreign Exchange Rates – Historical rates for the Brazilian real* [en línea]. Disponible en: https://www.federalreserve.gov/releases/h10/hist/dat00_bz.htm. [Consulta: 16-10-2019].
11. Fondo Monetario Internacional (FMI) (abril 2019): *World Economic Outlook Database* [en línea]. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx>. [Consulta: 27-9-2019].
12. Fondo Monetario Internacional (FMI) (julio 2019): *Article IV Consultation – press realease; staff report; and statement by the executive director of Brasil*, IMF country report n°19/242, Washington, FMI.
13. Fortuna Biato, M. (2018): “Brasil, sobre la crisis y los clichés”, *Política exterior*, Vol. 32 (n°185), pp. 82-90.

14. García Menéndez, J.R. (1989): *Política económica y deuda externa en América Latina*”, IEPALA Editorial, Madrid.
15. ICEX España Exportaciones e Inversiones (n.d.): *Sistema Financiero*. Disponible en: <https://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/informacion-de-mercados/paises/navegacion-principal/invertir-en/sistema-financiero/index.html?idPais=BR>. [Consulta: 24-10-2019].
16. Irazo, S. (2008): *Introducción al riesgo-país*, Madrid, Banco de España.
17. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (2019): *Country Risk Classification* [en línea]. Disponible en: <http://www.oecd.org/trade/topics/export-credits/arrangement-and-sector-understandings/financing-terms-and-conditions/country-risk-classification/>. [Consulta: 21-10-2019].
18. Seguros de Impago y Gestión de Riesgo de Crédito (COFACE) (mayo 2015), *Riesgo político en Latinoamérica* [en línea]. Disponible en: <https://www.coface.es/Noticias-y-Publicaciones/Publicaciones/Riesgo-politico-en-Latinoamerica>. [Consulta: 8-10-2019].
19. Solano Gallego, E. (2019): “Los primeros pasos de Bolsonaro en Brasil”, *Política exterior*, Vol. 33 (nº188), pp. 12-16.
20. Solano Gallego, E. (2018): “*Impeachment*, Lava Jato y elecciones”, *Política exterior*, Vol. 32 (nº185), pp. 72-80.
21. Tesouro Nacional (2019): *Brazilian Federal Public Debt – Investor Presentation*. [en línea]. Disponible en: http://www.tesouro.gov.br/documents/10180/597721/Kit_Ingles_23.02.18+novo+1/7411fb37-d6eb-4b0d-8088-06330cd6353c. [Consulta: 23-10-2019].
22. The Observatory of Economic Complexity (OEC) (2017): *Economic Complexity Rankings – Brasil* [en línea]. Disponible en: <https://oec.world/en/profile/country/bra/>. [Consulta: 15-10-2019].
23. Vicente Bachiller, J. (2016): “Brasil, una nación quebrada por la crisis”, *Política exterior*, Vol. 30 (nº172), pp. 106-112.
24. Willis Towers Watson (2019): “Political Risk Index: así se comportará el riesgo político en 2019” [en línea], *Willis Towers Watson*, 3 de enero. Disponible en: <https://willistowerswatsonupdate.es/gestion-de-riesgos/riesgo-politico-2019/>. [Consulta: 8-10-2019].
25. World Government Bonds (2019): *Brazil 5 year CDS – Historical Data*. Disponible en: <http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/brazil/5-years/>. [Consulta: 21-10-2019].