Brasil: un evento de varias sigmas

La victoria de Luiz Inácio Lula da Silva en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales brasileñas el pasado 25 de octubre ha provocado un fuerte aumento de la prima de riesgo en los activos financieros del país. El real llegó a caer en el día más de un 10% frente al dólar, mientras que la bolsa brasileña, medida en dólares, registró descensos de hasta el 27%.

Se trata de un movimiento excepcional, **la caída del real es la mayor desde la introducción del régimen de flotación cambiaria en 1999**, mientras que el retroceso del mercado bursátil en dólares representa un evento de más de diez desviaciones estándar respecto a su comportamiento histórico, lo que implica que se trata de un evento prácticamente imposible de presenciar por puro azar en la vida real.

Más allá del resultado electoral, la magnitud del movimiento refleja una pérdida muy brusca de confianza por parte de los inversores y una importante reevaluación del riesgo brasileño, pero ¿tanto ha cambiado la situación en el país?

¿Por qué han reaccionado con tanta intensidad los mercados?

Durante la campaña, Lula ha defendido la necesidad de reforzar la inversión pública y mantener los programas sociales. Estas medidas pueden sostener el consumo y favorecer el crecimiento a corto plazo, pero también podrían aumentar el déficit si no van acompañadas de ingresos suficientes o de un control adecuado del gasto.

El foco de los inversores se centrará durante los próximos meses especialmente en:

- La elección del ministro de Hacienda y del resto del equipo económico.
- La definición de un marco fiscal creíble.
- La evolución del gasto público y de las transferencias sociales.
- La relación del Gobierno con el Congreso.
- La autonomía y credibilidad del Banco Central.

La reacción actual no debe interpretarse únicamente como una valoración negativa de la figura de Lula. El mercado está tratando de anticipar si el nuevo Gobierno mantendrá una política fiscal compatible con la estabilidad de la deuda o si optará por una expansión del gasto más agresiva lo que, dada la maltrecha posición financiera del país, podría dificultar la estabilidad económica tan deseada por los inversores.

Un movimiento de más de diez sigmas

Las caídas observadas superan ampliamente lo que se considera una sesión normal de volatilidad. Un movimiento de más de diez desviaciones estándar es un acontecimiento extraordinariamente improbable bajo los supuestos habituales de los modelos financieros.

Esto no significa que el mercado esté obligado a rebotar inmediatamente ni que las cotizaciones hayan alcanzado necesariamente un suelo. Sí indica que se ha producido una dislocación muy importante, en la que probablemente han coincidido varios factores:

- Deshacer posiciones apalancadas las cuales se han ido acumulando en el corto plazo tras la victoria de Bolsonaro en primera ronda.
- Ventas forzadas por pérdidas y llamadas de margen.
- Reducción de liquidez en los mercados locales.
- Aumento repentino de la prima de riesgo.
- Revisión a la baja de las expectativas sobre el crecimiento y las cuentas públicas.

Es importante recordar que cuando los mercados sufren movimientos de esta magnitud, las cotizaciones dejan de reflejar únicamente el valor fundamental de las compañías. También incorporan la necesidad urgente de reducir riesgo por parte de determinados inversores, lo que exacerbado por la baja liquidez amplifica los movimientos a la baja del precio de los activos.

Por este motivo, la caída en dólares del mercado brasileño puede ser mucho más intensa que la experimentada por los inversores locales. A la caída de las acciones se añade el efecto negativo de la depreciación del real frente al dólar.

La política fiscal será el principal factor de riesgo

El nuevo Ejecutivo tendrá margen para impulsar la inversión pública y determinados programas sociales. También podrá favorecer sectores como las infraestructuras, la vivienda y los servicios básicos.

El problema aparecería si el aumento del gasto se convierte en permanente y no existe una estrategia clara para financiarlo. En ese caso, el mercado podría exigir una mayor rentabilidad para comprar deuda brasileña, elevando el coste de financiación del Estado y presionando al alza los tipos de interés.

Brasil puede mantener una política fiscal activa, pero tendrá que demostrar que ésta es compatible con la estabilidad de la deuda. La reacción de los mercados dependerá menos de los anuncios iniciales que de la credibilidad de su ejecución.

Un país acostumbrado a la volatilidad política

Brasil ha atravesado en las últimas décadas importantes crisis económicas, financieras e institucionales. El país ha vivido la recesión de 2015-2016, el *impeachment* de Dilma Rousseff, cambios profundos en la orientación política, la presidencia de Jair Bolsonaro y el regreso de Lula al poder.

Sin embargo, estos episodios no han impedido que algunas empresas hayan crecido de forma extraordinaria, especialmente fuera de sus principales tesoros como son las materias primas. MercadoLibre, aunque desarrolla su actividad en varios países de Latinoamérica, se ha consolidado en la región después de haber superado crisis monetarias, recesiones y cambios regulatorios, y de haber hecho frente a grandes compañías como Amazon.

Más recientemente, NU Holdings se ha convertido en uno de los mejores ejemplos de cómo pueden surgir compañías tecnológicas de gran crecimiento en entornos

complejos. La entidad fue creada en 2013, en un periodo de elevada inestabilidad económica y política en Brasil fruto de la emprendeduría y la necesidad de solucionar problemas cotidianos como el acceso a los productos bancarios, y ha conseguido expandirse de forma exitosa durante el *impeachment* de Dilma Rousseff, la presidencia de Bolsonaro y el regreso de Lula.

Entre otros, estos casos muestran que la volatilidad política y macroeconómica no afecta de la misma forma a todas las compañías. Una empresa diferenciada con una propuesta de valor clara, costes bajos, una fuerte penetración digital y capacidad para ganar cuota de mercado puede seguir creciendo incluso en entornos complicados.

De hecho, la historia reciente muestra que los mandatos de Lula da Silva han sido los más fructíferos para los mercados de renta variable en el país.



Fuente: MSCI, Macrobond

Implicaciones para los activos financieros

La victoria de Lula puede tener efectos muy distintos según el activo y el horizonte temporal. A corto plazo, la reacción estará determinada principalmente por la percepción de riesgo fiscal y por la composición del nuevo Gobierno. A medio plazo, la evolución dependerá de si el Ejecutivo consigue combinar una política social y de inversión ambiciosa con un marco fiscal creíble.

- Tipos de interés y deuda pública

La deuda será especialmente sensible a las primeras decisiones del Gobierno. Si el gasto aumenta sin una financiación clara, los inversores exigirán mayores rentabilidades, sobre todo en los vencimientos largos. Esto reflejaría una mayor prima fiscal y unas expectativas de inflación más elevadas, encareciendo la financiación del Estado y generando más presión sobre el déficit.

- El real brasileño

El real reaccionará rápidamente a cualquier cambio en la confianza inversora, como ha sido el caso. Una política fiscal expansiva podría provocar salidas de capital y nuevas depreciaciones. La debilidad de la moneda favorecería en reales los ingresos de exportadores y empresas vinculadas a materias primas, pero encarecería las importaciones y podría elevar la inflación, dificultando la labor del Banco Central.

Además, las pérdidas para los inversores internacionales podrían ser mayores, al combinarse la caída de los bonos y/o la bolsa local con la depreciación del real frente al dólar.

- Mercado de renta variable

La bolsa evolucionará de forma desigual. Las compañías vinculadas al consumo interno, las infraestructuras, la inversión pública y algunos servicios regulados podrían beneficiarse de una política fiscal expansiva. En cambio, las empresas más endeudadas, inmobiliarias o sensibles a los tipos de interés sufrirían si aumenta la prima de riesgo.

Los bancos también estarán condicionados. Unos tipos altos pueden sostener inicialmente sus márgenes, pero una desaceleración podría aumentar la morosidad y reducir la demanda de crédito. Las entidades sólidas, sin embargo, podrían beneficiarse de una futura recuperación económica y de la curva de tipos.

Por último, los exportadores y productores de materias primas presentan una sensibilidad diferente: la depreciación del real puede favorecer sus resultados en moneda local, aunque seguirán dependiendo de los precios internacionales, la demanda china y las condiciones globales de financiación.

Conclusión: un shock financiero que genera oportunidades pero exige prudencia

La victoria de Lula ha provocado uno de los episodios de mayor volatilidad de la historia reciente de los mercados brasileños. La caída superior al 10% del real y el retroceso de hasta el 27% del mercado en dólares reflejan un movimiento excepcional, muy alejado de la volatilidad habitual.

La magnitud del ajuste aumenta el riesgo de nuevas ventas técnicas en el corto plazo, especialmente si continúan las salidas de capital, el desapalancamiento o las llamadas de margen. También puede generar contagio hacia otros mercados emergentes, sobre todo aquellos con déficits fiscales elevados o una fuerte dependencia de la financiación extranjera.

Al mismo tiempo, un movimiento de más de diez sigmas puede crear importantes distorsiones entre el precio de mercado y el valor fundamental de determinados negocios. La prioridad debe ser distinguir entre compañías expuestas directamente al deterioro macroeconómico y empresas capaces de seguir creciendo independientemente del ciclo político.

La evolución futura dependerá de las primeras decisiones del Gobierno y, especialmente, de la credibilidad del nuevo marco fiscal. Hasta que exista mayor visibilidad, consideramos razonable mantener una postura prudente sobre Brasil como mercado, pero sin descartar, tácticamente, oportunidades selectivas en compañías con

balances sólidos, ventajas competitivas y capacidad de crecer en distintos entornos políticos y económicos.

Nuestra posición en Brasil

A cierre de septiembre, la exposición a Brasil en carteras de renta variable globales era imperceptible, mientras que en la estrategia de renta variable emergente suponía algo más del 7% del patrimonio del fondo. En este último caso, el impacto de la evolución de Brasil será más relevante para los partícipes, si bien el fondo sigue manteniendo una cartera diversificada entre distintos países y sectores que proteja de la volatilidad intrínseca en mercados menos desarrollados.

Dada la virulencia del movimiento y después de analizar internamente la situación y los riesgos a medio plazo que conlleva, hemos decidido aumentar tácticamente la exposición a Brasil en las carteras de renta variable, especialmente dentro de la estrategia emergente.

El aumento no supone una apuesta general por todos los activos brasileños, sino una decisión selectiva materializada a través de compañías líderes y con capacidad para seguir creciendo en distintos entornos económicos y políticos, como **MercadoLibre**, **NU Holdings**, y a través de los principales bancos del país como son **Itaú Unibanco** y **BTG Pactual**.

Este aumento se produce después de haber reducido tácticamente la exposición a Brasil, tras el fuerte rally experimentado por los mercados después de la victoria de Jair Bolsonaro en la primera vuelta de las elecciones de 2018. En aquel momento, el mercado interpretó el resultado como un paso prácticamente definitivo hacia su victoria final, anticipando una agenda económica más favorable a la inversión privada y a las reformas.

Consideramos que la caída actual ha provocado una ampliación muy significativa de las primas de riesgo y **ha generado oportunidades de corto plazo** en compañías de elevada calidad. No se trata de asumir que la incertidumbre política o fiscal haya desaparecido, sino de aprovechar una dislocación excepcional en empresas con balances sólidos, posiciones competitivas relevantes y capacidad de crecimiento a largo plazo.

INFORMACIÓN LEGAL

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien CAJA INGENIEROS GESTIÓN no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja Ingenieros, en www.cajaingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a los que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.A.U., en su condición de emisor del informe, así como CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.