# Brasil: un esdeveniment de diverses sigmes

La victòria de Luiz Inácio Lula da Silva a la segona volta de les eleccions presidencials brasileres el passat 25 d'octubre ha provocat un fort augment de la prima de risc en els actius financers del país. El real va arribar a caure en el dia més d'un 10% enfront del dòlar, mentre que la borsa brasilera, mesurada en dòlars, va registrar descensos de fins al 27%.

Es tracta d'un moviment excepcional, **la caiguda del real és la major des de la introducció del règim de flotació canviària en 1999**, mentre que el retrocés del mercat borsari en dòlars representa un esdeveniment de més de deu desviacions estàndard respecte al seu comportament històric, la qual cosa implica que es tracta d'un esdeveniment pràcticament impossible de presenciar per pur atzar en la vida real.

Més enllà del resultat electoral, la magnitud del moviment reflecteix una pèrdua molt brusca de confiança per part dels inversors i una important reavaluació del risc brasiler, però ha canviat tant la situació al país?

## Per què han reaccionat amb tanta intensitat els mercats?

Durant la campanya, Lula ha defensat la necessitat de reforçar la inversió pública i mantenir els programes socials. Aquestes mesures poden sostenir el consum i afavorir el creixement a curt termini, però també podrien augmentar el dèficit si no van acompanyades d'ingressos suficients o d'un control adequat de la despesa.

El focus dels inversors se centrarà durant els pròxims mesos especialment en:

- L'elecció del ministre d'Hisenda i de la resta de l'equip econòmic.
- La definició d'un marc fiscal creïble.
- L'evolució de la despesa pública i de les transferències socials.
- La relació del Govern amb el Congrés.
- L'autonomia i credibilitat del Banc Central.

La reacció actual no ha d'interpretar-se únicament com una valoració negativa de la figura de Lula. El mercat està tractant d'anticipar si el nou Govern mantindrà una política fiscal compatible amb l'estabilitat del deute o si optarà per una expansió de la despesa més agressiva, la qual cosa, donada la malparada posició financera del país, podria dificultar l'estabilitat econòmica tan desitjada pels inversors.

## Un moviment de més de deu sigmes

Les caigudes observades superen àmpliament el que es considera una sessió normal de volatilitat. Un moviment de més de deu desviacions estàndard és un esdeveniment extraordinàriament improbable sota els supòsits habituals dels models financers.

Això no significa que el mercat estigui obligat a rebotar immediatament ni que les cotitzacions hagin aconseguit necessàriament un sòl. Sí que indica que s'ha produït una dislocació molt important, en la qual probablement han coincidit diversos factors:

- Desfer posicions palanquejades que s'han anat acumulant en el curt termini després de la victòria de Bolsonaro en primera ronda.
- Vendes forçades per pèrdues i crides de marge.
- Reducció de liquiditat en els mercats locals.
- Augment sobtat de la prima de risc.
- Revisió a la baixa de les expectatives sobre el creixement i els comptes públics.

És important recordar que quan els mercats sofreixen moviments d'aquesta magnitud, les cotitzacions deixen de reflectir únicament el valor fonamental de les companyies. També incorporen la necessitat urgent de reduir risc per part de determinats inversors, la qual, exacerbada per la baixa liquiditat amplifica els moviments a la baixa del preu dels actius.

Per aquest motiu, la caiguda en dòlars del mercat brasiler pot ser molt més intensa que l'experimentada pels inversors locals. A la caiguda de les accions s'afegeix l'efecte negatiu de la depreciació del real enfront del dòlar.

## La política fiscal serà el principal factor de risc

El nou Executiu tindrà marge per a impulsar la inversió pública i determinats programes socials. També podrà afavorir sectors com les infraestructures, l'habitatge i els serveis bàsics.

El problema apareixeria si l'augment de la despesa es converteix en permanent i no existeix una estratègia clara per a finançar-lo. En aquest cas, el mercat podria exigir una major rendibilitat per a comprar deute brasiler, elevant el cost de finançament de l'Estat i pressionant a l'alça els tipus d'interès.

El Brasil pot mantenir una política fiscal activa, però haurà de demostrar que aquesta és compatible amb l'estabilitat del deute. La reacció dels mercats dependrà menys dels anuncis inicials que de la credibilitat de la seva execució.

## Un país acostumat a la volatilitat política

El Brasil ha travessat en les últimes dècades importants crisis econòmiques, financeres i institucionals. El país ha viscut la recessió de 2015-2016, el *impeachment* de Dilma Rousseff, canvis profunds en l'orientació política, la presidència de Jair Bolsonaro i el retorn de Lula al poder.

No obstant això, aquests episodis no han impedit que algunes empreses hagin crescut de manera extraordinària, especialment fora dels seus principals tresors com ara les matèries primeres. MercadoLibre, encara que desenvolupa la seva activitat en diversos països de Llatinoamèrica, s'ha consolidat a la regió després d'haver superat crisis monetàries, recessions i canvis reguladors, i d'haver fet front a grans companyies com Amazon.

Més recentment, NU Hòldings s'ha convertit en un dels millors exemples de com poden sorgir companyies tecnològiques de gran creixement en entorns complexos. L'entitat va ser creada el 2013, en un període d'elevada inestabilitat econòmica i política al Brasil fruit de l'emprenedoria i la necessitat de solucionar problemes quotidians com l'accés als productes bancaris, i ha aconseguit expandir-se de manera reeixida durant el *impeachment* de Dilma Rousseff, la presidència de Bolsonaro i el retorn de Lula.

Entre d'altres, aquests casos mostren que la volatilitat política i macroeconòmica no afecta de la mateixa forma a totes les companyies. Una empresa diferenciada amb una proposta de valor clara, costos baixos, una forta penetració digital i capacitat per a guanyar quota de mercat pot continuar creixent fins i tot en entorns complicats.

De fet, la història recent mostra que els mandats de Lula da Silva han estat els més fructífers per als mercats de renda variable al país.




Font: MSCI, Macrobond

## Implicacions per als actius financers

La victòria de Lula pot tenir efectes molt distints segons l'actiu i l'horitzó temporal. A curt termini, la reacció estarà determinada principalment per la percepció de risc fiscal i per la composició del nou Govern. A mitjà termini, l'evolució dependrà de si l'Executiu aconsegueix combinar una política social i d'inversió ambiciosa amb un marc fiscal creïble.

- Tipus d'interès i deute públic

El deute serà especialment sensible a les primeres decisions del Govern. Si la despesa augmenta sense un finançament clar, els inversors exigiran rendibilitats més elevades, sobretot en els venciments llargs. Això reflectiria una major prima fiscal i

unes expectatives d'inflació més elevades, encarint el finançament de l'Estat i generant més pressió sobre el dèficit.

- El real brasiler

El real reaccionarà ràpidament a qualsevol canvi en la confiança inversora, com ha estat el cas. Una política fiscal expansiva podria provocar sortides de capital i noves depreciacions. La feblesa de la moneda afavoriria en reals els ingressos d'exportadors i empreses vinculades a matèries primeres, però encariria les importacions i podria elevar la inflació, dificultant la labor del Banc Central.

A més, les pèrdues per als inversors internacionals podrien ser majors, en combinar-se la caiguda dels bons i/o la borsa local amb la depreciació del real enfront del dòlar.

- Mercat de renda variable

La borsa evolucionarà de manera desigual. Les companyies vinculades al consum intern, les infraestructures, la inversió pública i alguns serveis regulats podrien beneficiar-se d'una política fiscal expansiva. En canvi, les empreses més endeutades, immobiliàries o sensibles als tipus d'interès patirien si augmenta la prima de risc.

Els bancs també estaran condicionats. Uns tipus alts poden sostenir inicialment els seus marges, però una desacceleració podria augmentar la morositat i reduir la demanda de crèdit. Les entitats sòlides, no obstant això, podrien beneficiar-se d'una futura recuperació econòmica i de la corba de tipus.

Finalment, els exportadors i productors de matèries primeres presenten una sensibilitat diferent: la depreciació del real pot afavorir els seus resultats en moneda local, encara que continuaran depenent dels preus internacionals, la demanda xinesa i les condicions globals de finançament.

## Conclusió: un xoc financer que genera oportunitats però exigeix prudència

La victòria de Lula ha provocat un dels episodis de major volatilitat de la història recent dels mercats brasilers. La caiguda superior al 10% del real i el retrocés de fins al 27% del mercat en dòlars reflecteixen un moviment excepcional, molt allunyat de la volatilitat habitual.

La magnitud de l'ajust augmenta el risc de noves vendes tècniques en el curt termini, especialment si continuen les sortides de capital, el despalanquejament o les crides de marge. També pot generar contagi cap a altres mercats emergents, sobretot aquells amb dèficits fiscals elevats o una forta dependència del finançament estranger.

Al mateix temps, un moviment de més de deu sigmes pot crear importants distorsions entre el preu de mercat i el valor fonamental de determinats negocis. La prioritat ha de ser distingir entre companyies exposades directament a la deterioració macroeconòmica i empreses capaces de continuar creixent independentment del cicle polític.

L'evolució futura dependrà de les primeres decisions del Govern i, especialment, de la credibilitat del nou marc fiscal. Fins que hi hagi més visibilitat, considerem raonable

mantenir una postura prudent sobre el Brasil com a mercat, però sense descartar, tàcticament, oportunitats selectives en companyies amb balanços sòlids, avantatges competitius i capacitat de créixer en diferents entorns polítics i econòmics.

## La nostra posició al Brasil

Al tancament de setembre, l'exposició al Brasil en carteres de renda variable globals era imperceptible, mentre que en l'estratègia de renda variable emergent suposava una mica més del 7% del patrimoni del fons. En aquest últim cas, l'impacte de l'evolució del Brasil serà més rellevant per als partícips, si bé el fons continua mantenint una cartera diversificada entre diferents països i sectors que la protegeixi de la volatilitat intrínseca en mercats menys desenvolupats.

Atesa la virulència del moviment i després d'analitzar internament la situació i els riscos a mitjà termini que comporta, hem decidit augmentar tàcticament l'exposició al Brasil en les carteres de renda variable, especialment dins de l'estratègia emergent.

**L'augment no suposa una aposta general per tots els actius brasilers**, sinó una decisió selectiva materialitzada a través de companyies líders i amb capacitat per a continuar creixent en diferents entorns econòmics i polítics, com **MercadoLibre, NU Hòldings**, així com dels principals bancs del país com són **Itaú Unibanco** i **BTG Pactual**.

Aquest augment es produeix després d'haver reduït tàcticament l'exposició al Brasil arran del fort ral·li experimentat pels mercats després de la victòria de Jair Bolsonaro en la primera volta de les eleccions de 2018. En aquell moment, el mercat va interpretar el resultat com un pas pràcticament definitiu cap a la seva victòria final, anticipant una agenda econòmica més favorable a la inversió privada i a les reformes.

Considerem que la caiguda actual ha provocat una ampliació molt significativa de les primes de risc i ha generat oportunitats de curt termini en companyies d'elevada qualitat. No es tracta d'assumir que la incertesa política o fiscal hagi desaparegut, sinó d'aprofitar una dislocació excepcional en empreses amb balanços sòlids, posicions competitives rellevants i capacitat de creixement a llarg termini.

**INFORMACIÓ LEGAL**

L'informe s'ha fet amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, en la seva data d'emissió, i està subjecte a canvis sense avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix seguretat ni se'n responsabilitza.

És possible que la informació faci referència a productes, operacions o serveis d'inversió respecte als quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes, en cap cas, constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i els instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SAU, en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS - CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÈDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i les opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o els instruments ni els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució ni els resultats futurs.

© Queda prohibida la reproducció, la duplicació, la redistribució i/o la comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni tan sols citant-ne les fonts, llevat que es tingui el consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SGIIC, SAU. Tots els drets reservats.