

## Feet-On Brasil

### Tem mais samba\*

Se favorece el posicionamiento en acciones brasileñas

- Resiliencia macroeconómica
- Institucionalidad monetaria robusta
- Valorizaciones atractivas
- Escenario global de aterrizaje suave e inminente comienzo de recortes por parte del Fed de EEUU
- Riesgos: Fiscal a nivel doméstico y recesión global profunda

### UN MERCADO CON MOMENTUM

El mercado brasileño ha mostrado un positivo *momentum* tras la corrección global de agosto, registrando de las más altas rentabilidades relativo a sus pares. Esto se suma a que el real revirtió parcialmente la depreciación acumulada en lo corrido del año, potenciando el desempeño en dólares.

¿Es sostenible el *outperformance* de las acciones brasileñas? Por el momento -tácticamente- las condiciones apuntan a que este *rally* continuaría.

### SALUDABLE DESACELERACIÓN

Brasil es una economía de servicios; éstos representan más del 70% del PIB, con una mayor preponderancia de los servicios financieros, inmobiliarios y la administración pública, salud y seguridad social. La industria representa en torno a un 20% de la economía, y la agricultura casi un 10%, exhibiendo una importante diversificación a nivel de actividades económicas. Por el lado del gasto, el consumo de las familias representa ~65% del PIB, seguido de la inversión (17%) y el gasto público (16%).

A diferencia de otras economías de la región, y si bien el mercado proyecta cierta desaceleración (no alarmante) de la actividad económica este año, los datos de mayor frecuencia reflejan resiliencia. En la revisión del WEO (*World Economic Outlook*) del Fondo Monetario Internacional (FMI) de julio pasado corrigió marginalmente a la baja las proyecciones de crecimiento para este año a 2.1%. Ello muestra un saludable enfriamiento luego de la expansión del

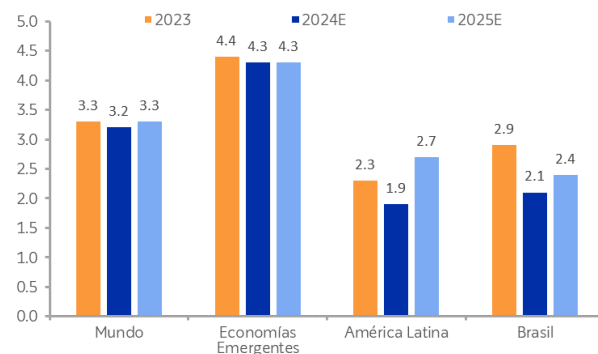
\*En portugués, "Tiene más samba", canción de Quarteto Em Cy

TABLA 1  
Resumen País

Población (millones)	205.4
Capital	Brasilia
Idioma	Portugués
Forma de Gobierno	República Federal
Presidente	Luiz Lula da Silva
Próxima Elección	
Elecciones Municipales	2024
Elecciones Generales	2026
Moneda	Real
Actual	5.4
Max. 52 semanas	5.7
Min. 52 semanas	4.8
PIB nominal (USD mil millones 2024E)	2,331.4
Crecimiento del PIB	
2023	2.9
2024E	2.1
2025E	2.4
PIB per cápita (PPP, USD 2024E)	20,809.1
Inflación anual promedio (2024E)	4.1%
Deuda gobierno bruta (% del PIB 2024E)	86.7
Cuenta Corriente (% del PIB 2024E)	-1.4
Balance Fiscal (% del PIB 2024E)	-6.3
Clasificación de Riesgo	
S&P	BB
Fitch	BB
Moody's	Ba2
Ranking Internacionales	
Economic Freedom	124
Global Competitiveness	71

Fuente: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional, datos a julio 2024

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO ECONÓMICO  
%



Fuente: Fondo Monetario Internacional, datos a julio de 2024

PIB de 2.9% en 2023. (Gráfico 1). La encuesta Focus, realizada por el Banco Central de Brasil (BCB) con frecuencia semanal, ha venido exhibiendo un crecimiento estimado para 2024 cada vez mayor (2.2% la última lectura).

Con respecto a los datos de mayor frecuencia, la actividad económica en junio siguió creciendo 3.2% anual (Gráfico 2), las ventas minoristas aumentaron 4.0% en doce meses y la producción industrial lo hizo en 3.2% interanual. A su vez, al analizar los indicadores líderes PMI que se construyen en base a encuestas a empresarios del sector manufacturero y de servicios, los resultados reflejan optimismo e indicios de mayor dinamismo, ubicándose ambos en terreno expansivo en julio por séptimo mes consecutivo. Así, desde mediados de julio el índice de sorpresa económica de Brasil pasó a terreno positivo (Gráfico 3).

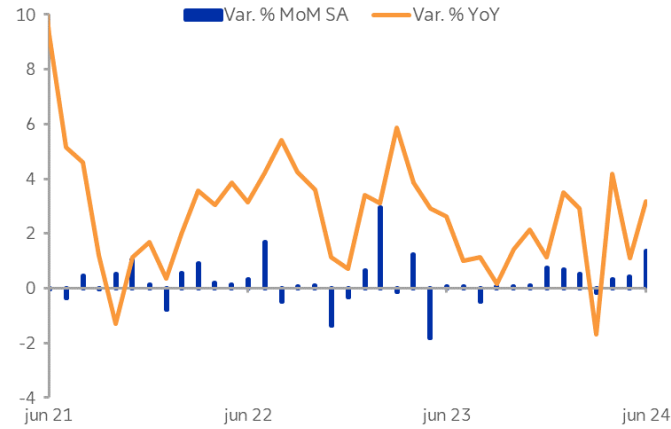
La resiliencia económica ha contribuido a que la inflación sea más “pegajosa”, y en julio se aceleró por tercer mes consecutivo a 4.5% anual. Por su parte, el registro subyacente no ha logrado bajar de 4% (el rango de tolerancia en torno a la meta de inflación del BCB es de  $3 \pm 1.5\%$ , Gráfico 4).

Esto, junto con otros factores, ha llevado al Comité de Política Monetaria (COPOM) a mantener la tasa de referencia -Selic- en el nivel de 10.50% en las últimas dos reuniones, luego de ser una de las autoridades monetarias de la región que se adelantó al ciclo de recortes de tasas (Gráfico 5). En ambas reuniones, la decisión de mantener las tasas estables fue unánime, lo que junto con otros aspectos ha fortalecido la independencia política del BCB. En este ámbito, el posible futuro presidente del Banco Central, Gabriel Galípolo, propuesto por Lula, también ha adoptado una postura más *hawkish* (cuidadosa respecto de presiones al alza en precios) y de independencia política. Además, recientemente se aprobó el decreto que establece un régimen de metas de inflación de doce meses móviles, en vez de anual, lo que en cierta medida asegura la continuidad de la política monetaria.

Hacia adelante, los economistas proyectan que el BCB mantendrá la tasa Selic en los niveles actuales por el resto del año y retome los recortes el próximo, en la medida que la inflación ceda y se mantenga consistentemente dentro del rango de tolerancia. Sin embargo, los precios incorporan posibles alzas acotadas de la tasa Selic en el futuro, lo que principalmente sería otra señal de independencia política del BCB.

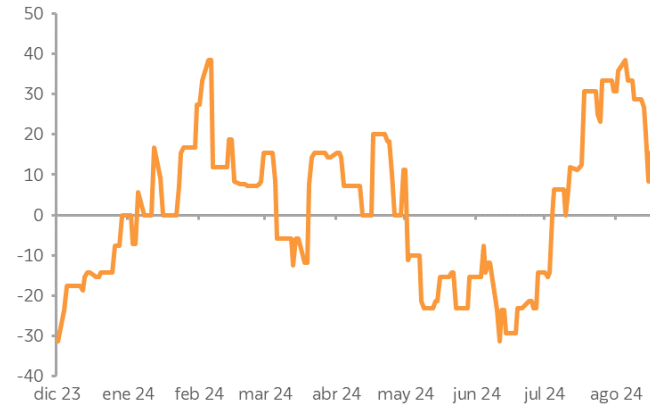
Con respecto al comercio exterior, a pesar de que Brasil lidera en la producción global de algunos *commodities*, su apertura comercial (importaciones + exportaciones como porcentaje del PIB) es solo alrededor de un 28%. De esta manera, las exportaciones representan ~14% del PIB. Dentro de las principales exportaciones están el petróleo (crudo y refinado,

GRÁFICO 2: ACTIVIDAD ECONÓMICA



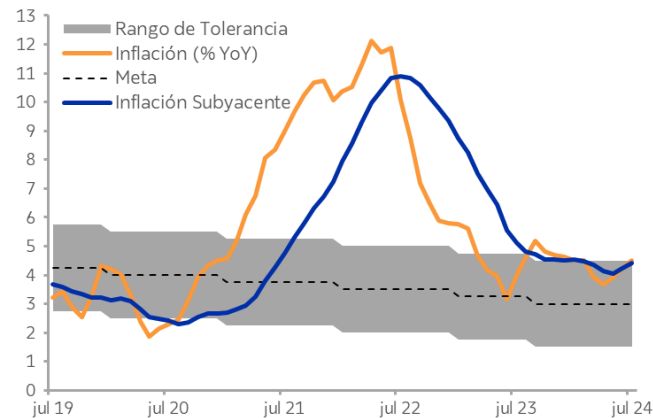
Fuente: Banco Central de Brasil

GRÁFICO 3: SORPRESA ECONÓMICA pts.



Fuente: JP Morgan, datos al 16 de agosto de 2024

GRÁFICO 4: INFLACIÓN Var. % 12 meses



Fuente: IBGE, datos a julio de 2024

~15%), los granos de soya (~14%) y el hierro (~9%), y su principal socio comercial es China.

## MERCADO AL RITMO DE VAIVENES POLÍTICOS

El mercado brasileño ha caído ~14% (en USD) en lo corrido del año, con un desempeño más defensivo en reales, considerando que la moneda se ha depreciado más de un 10%.

Parte de estas correcciones han estado asociadas a acontecimientos políticos, tanto globales como locales, que han ido impactando al mercado.

En primer lugar, está el tema fiscal; en un gobierno del *Partido dos Trabalhadores* la responsabilidad fiscal siempre va a ser una preocupación. Es así como la discusión ha girado en torno al eventual cumplimiento de la meta de balance primario de 0% del PIB para este año, alcanzar un superávit el próximo y a la espera del ingreso del presupuesto de 2025 que está programado para el 31 de agosto.

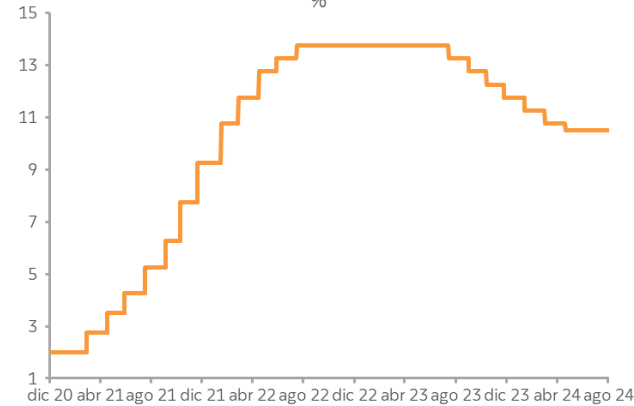
La extensión de las exenciones tributarias añade presión al gobierno, en tanto se seguirán percibiendo menores ingresos fiscales a los deseados por el ejecutivo y los necesarios para alcanzar la meta fiscal. En este contexto, el gobierno está impulsando medidas para paliar estos efectos como, por ejemplo, aumentar el impuesto a las ganancias de capital de 15% a 20%, lo que finalmente fue retirado del proyecto. Ahora el foco está en reducir o eliminar las exenciones.

Otro proyecto de ley con una alta probabilidad de ser aprobado este año es la implementación del IVA, cuya tramitación avanza en la Cámara Baja, pero es probable que culmine luego de las elecciones municipales de octubre próximo.

El ministro de Hacienda, Fernando Haddad, ha sido una figura clave en cuidar la imagen del gobierno y se cree que ha contenido de cierta forma los dichos del presidente en materia fiscal, manteniendo el pragmatismo y la responsabilidad. Si bien la aprobación presidencial venía a la baja en la primera mitad del año según Quaest, en junio logró revertir dicha tendencia y el 54% de la población aprueba la administración de Lula, en tanto el 43% desapruueba, a la baja desde la encuesta anterior (Gráfico 6). Esta señal es positiva en tanto refuerza la autoridad política y disminuye las probabilidades de que el ejecutivo impulse medidas populistas que añadan volatilidad.

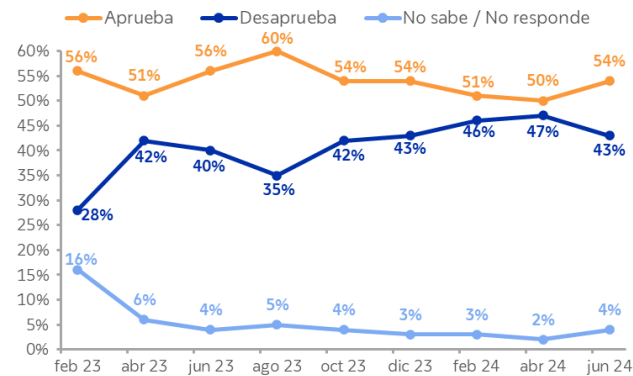
Por último, parte importante de la agenda legislativa se pausará, de cara a las elecciones municipales del 6 de octubre (segunda vuelta el 27 del mismo mes, en ciudades con más de 200 mil electores). En esta instancia se

GRÁFICO 5: TASA SELIC %



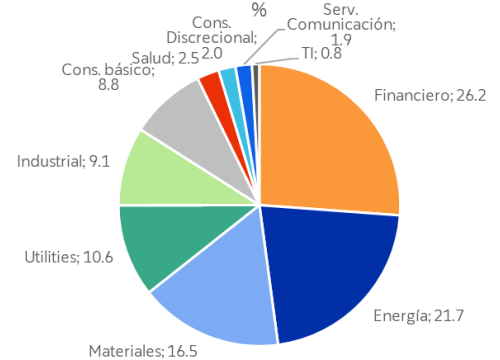
Fuente: Banco Central de Brasil, datos a agosto de 2024.

GRÁFICO 6: APROBACIÓN DE PRESIDENTE LULA



Fuente: Quaest.

GRÁFICO 7: COMPOSICIÓN SECTORIAL ÍNDICE MSCI BRASIL



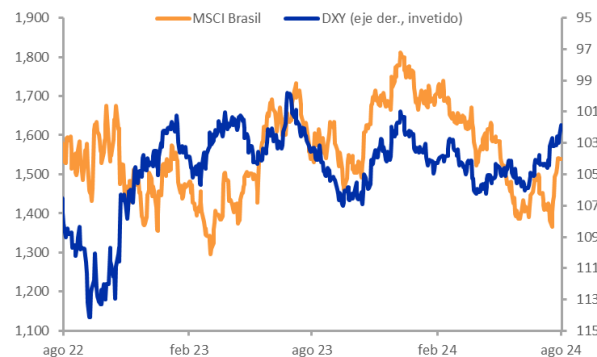
Fuente: MSCI.

elegirán alcaldes y consejeros de más de 5,500 ciudades, donde los incumbentes tienen la mayor probabilidad de ser reelectos.

**ESCENARIO GLOBAL FAVORECE MERCADO BRASILEÑO**

El mercado brasileño logró revertir los retornos negativos de lo corrido del año (en reales), concentrado en los últimos dos meses (Tabla 1). El índice MSCI de Brasil se caracteriza por ser uno de los de la región con mayor exposición a *commodities* (energía, materiales y *utilities*, Gráfico 7), y representa en torno a un 60% del índice MSCI de América Latina. A su vez, dadas las divergencias de las empresas listadas en bolsa, el índice MSCI está altamente concentrado y las dos empresas que más pesan, representan más del 20%, estando en primer lugar VALE, una empresa minera dedicada a la extracción y producción de hierro, entre otros. En segundo lugar, está Petrobras, una empresa petrolera de propiedad mixta, en la que el estado tiene una participación de alrededor de 30%.

**GRÁFICO 8: MSCI BRAZIL VS. DXY**  
Pts.



Fuente: Bloomberg, datos al 19 de agosto de 2024.

De ahí que la bolsa brasileña registra históricamente correlaciones positivas y significativas con el precio del petróleo (~40%), y en menor medida con la soya y el hierro. A su vez, el reciente *outperformance* del mercado accionario brasileño respecto al resto del mundo, también se asocia a un dólar débil, lo que suele estar muy ligado a la política monetaria estadounidense (Gráfico 8). Perspectivas del mercado en torno a recortes de tasas de parte del Banco de la Reserva Federal (Fed) más agresivos o una debilidad de la economía estadounidense más allá de lo prevista, suelen gatillar episodios pérdida de valor del dólar a nivel global, lo que podría favorecer a las acciones brasileñas.

Además, dado el escenario macroeconómico y monetario que se consolida a nivel global, con mayores expectativas de recortes del Fed, es posible afirmar que la historia no se repite, pero rima. En periodos anteriores en que el Fed ha comenzado ciclos de recortes de tasas, en asincronía con el BCB, el mercado brasileño logra un *outperformance* con respecto a activos globales. Por ejemplo, en los ciclos de recortes del Fed de 2000 y 2007, el mercado brasileño logró un desempeño más de 10 puntos porcentuales superior al de la bolsa estadounidense el mes posterior al inicio de este ciclo. En el caso de la crisis *subprime*, el mejor desempeño del mercado brasileño se prolongó debido a que el BCB comenzó a subir tasas en 2008, teniendo que iniciar con los recortes en 2009 por la profundización de la crisis. Debido a que el mercado espera que el Fed finalmente comience con los recortes en septiembre, y la debilidad del dólar en los últimos meses, el mercado brasileño ha logrado una mejor rentabilidad que el resto del mundo (Tabla 2).

**TABLA 2: RETORNOS**

Retornos (% USD)	MTD	2m	6m	YTD	3Y*	5Y*	10Y*
MSCI ACWI	0.4	2.5	9.0	12.4	3.6	10.2	6.8
MSCI Emergentes	0.8	1.6	7.6	6.8	-4.9	2.4	0.2
MSCI LatAm	5.3	6.8	-9.3	-13.0	-2.1	-2.4	-4.0
MSCI Brazil	8.0	9.4	-9.5	-14.5	-5.7	-5.9	-4.6
BOVESPA	8.4	9.9	-5.4	-11.4	2.6	-0.4	-0.2

Fuente: Bloomberg, datos al 16 de agosto de 2024 / \* Anualizado

Con respecto a los reportes corporativos del segundo trimestre de este año, éstos estuvieron en línea con lo esperado por el mercado. Para este año, el consenso de las proyecciones de utilidades apunta a un crecimiento en torno al 9%, siendo más positivo si se sacan las empresas relacionadas con *commodities*. De cara al próximo año, el crecimiento sería más pronunciado.

Por el lado de las valorizaciones, estas lucen baratas tanto a nivel histórico como en comparación al resto de los países emergentes. Así, tanto la razón Precio/Utilidad (P/U) *Trailing* como P/U a doce meses transan casi 1 desviación estándar bajo sus promedios de 5 y 10 años.

Con respecto a los flujos de inversión, no se logran consolidar las entradas y las últimas tres semanas se observan salidas netas de fondos e ETFs. Históricamente, y a nivel de inversionistas locales, que la tasa Selic baje del 10% suele ser un *driver* para que comiencen las entradas netas de flujos al mercado accionario. Antes de eso, la inversión en activos de renta fija se percibe como algo más atractivo a nivel de riesgo-retorno, que el mercado accionario.

De esta manera, se consolida un escenario a nivel global que en periodos anteriores ha sido beneficioso para el rendimiento de las acciones brasileñas. A su vez, cuentan con atractivas valorizaciones y fundamentos macroeconómicos robustos. En cualquier caso, este escenario supone riesgos tanto locales como globales. Respecto a los primeros, el tema fiscal y un desvío significativo de las metas, o cambios significativos al sistema impositivo para aumentar la recaudación, pueden interrumpir el desempeño de la bolsa brasileña. A nivel global, una desaceleración económica mayor a la esperada podría presionar al alza las probabilidades de recesión de los mercados y resultar en un entorno de aversión al riesgo, impactando a las acciones de países emergentes.

Sin embargo, a nivel global seguimos esperando un aterrizaje suave y un comienzo de recortes de tasas del Fed en septiembre, lo que históricamente favorece al mercado brasileño en un contexto en que el BCB continuaría manteniendo la tasa Selic por el resto del año y seguiría mostrando resiliencia económica.

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("*Compass*"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.