



**CENTRO DE ESTUDIOS LATINOAMERICANOS**  
**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID**

[www.cesla.com](http://www.cesla.com)

# **BRASIL: RAZONES PARA UNA CRISIS DE CONFIANZA**

**Documento de Análisis. Julio 2002**

**La incertidumbre domina los mercados mundiales mientras que las previsiones económicas describen un futuro donde la desconfianza juega un papel primordial.**

**Entre las diferentes causas que los analistas utilizan para explicar este estado de cosas se encuentra la evolución reciente de la economía brasileña y sus posibles consecuencias directas sobre el continente latinoamericano e indirectas sobre la economía mundial. Por ello, el Centro de Estudios Latinoamericanos (CESLA) ha realizado el presente informe con el objetivo de aclarar la situación real de Brasil, diferenciando variables fundamentales de lo que son expectativas de los agentes económicos, y así poder ofrecer un diagnóstico objetivo del presente y una previsión de futuro sobre la crisis y sus posibles repercusiones.**

- I. Resumen del informe y principales conclusiones
- II. Principales causas del incremento del riesgo inversor en el corto plazo
- III. Principales características macroeconómicas de Brasil
- IV. Incertidumbres ante una posible victoria de Lula en octubre.
- V. Las empresas españolas ante la “crisis de confianza” brasileña
- VI. Contagio de Riesgo – País en las economías Latinoamericanas

**ANEXO:** *Programa económico electoral del Partido de los Trabajadores (Inazio Da Silva)*

*Las opiniones vertidas en este informe son responsabilidad del equipo técnico y pueden no reflejar el criterio individual de las Instituciones que integran CESLA.*

## I. Resumen del Informe y principales conclusiones

- Tal y como reflejan diversos estudios consultados por CESLA, Brasil es el país latinoamericano que consigue atraer el mayor flujo de inversión extranjera. Los intereses extranjeros se han centrado claramente en las áreas de servicios, y de forma clara a los sectores de Banca, Servicios de Comunicaciones y Telecomunicaciones y Electricidad y Agua, quedando definitivamente relegado el protagonismo industrial de principios de la década. Pero, la importancia de Brasil no es sólo una cuestión de tamaño (el país acapara más del 40% de la región latinoamericana) sino que indica confianza internacional en un proceso de saneamiento económico progresivo que ha situado a esta economía con buenas expectativas de crecimiento y de solución de sus desequilibrios seculares.
- Sin embargo, recientemente los ajustes en la calificación de las agencias de inversión dejan a Brasil en el denominado “grado de subinversión”, no recomendando mantener una fuerte posición inversora en este país” (definición que dan las agencias a esta situación). Sin embargo, y a pesar de esta recalificación, debe considerarse que la revisión de expectativas sobre la evolución de la economía real, al menos si se miden con el crecimiento del PIB, no ha sido excesiva para el 2002 y, desde luego, ha sido prácticamente nula desde finales de 2001 tanto para el año en curso como para el año próximo (una vez asumido, claro está, la corrección por el impacto "argentino" y la lentitud en la recuperación económica mundial). Los principales motores de este cambio en el riesgo inversor se asientan en las incertidumbres ante el posible cambio político, los problemas coyunturales en la gestión del déficit público y ciertos “problemas estructurales” recurrentes.
- La situación no afecta sólo a Brasil sino que viene a agravar el giro de expectativas que se ha producido en el territorio latinoamericano. Según nuestro análisis, se puede estimar que los efectos de un incremento en el riesgo inversor de 100 puntos básicos en Brasil – equivalentes a una subida de un punto porcentual en la prima de riesgo medida a través del EMBI nacional - se transmiten inmediatamente en casi 50 puntos de incremento en el riesgo de México y de unos 80 puntos en Venezuela. El efecto de este incremento se mantiene durante un espacio temporal de seis meses, en el caso de México, y casi un año en Venezuela, si bien es cierto que desde los 180 días posteriores, la incidencia es de apenas siete puntos básicos.
- La clara apuesta por un candidato de izquierdas da lugar a un aumento progresivo de los riesgos asociados a un programa que pudiera abandonar la ortodoxia monetaria y fiscal que el país mantiene con el gobierno de Cardoso, muy en línea con las pautas marcadas por el FMI y EE.UU. Sin embargo, el discurso de Lula es, en estas elecciones, mucho más moderado que en ocasiones anteriores (en las que se definía como “anticapitalista” o adalid de la cesación de las obligaciones de pago contraídas en el pasado por otros gobiernos). Además, no se puede asegurar su elección en unos sondeos que registran más de un 50% de encuestados que no muestran su intención de voto.

- La gran dependencia que tiene la economía brasileña de los bienes intermedios importados, vinculan la expansión de la actividad económica al deterioro del saldo comercial. El país deberá llevar a cabo en los próximos años las reformas necesarias de modernización de su tejido productivo como paso imprescindible para mejorar su saldo exterior y prevenir el impacto de bruscos movimientos en el tipo de cambio.
- Por otro lado, los problemas derivados de la concentración de pagos por intereses y principal de la deuda viva no es infrecuente en Brasil y no es en sí mismo un problema de gran importancia cuando esto ocurre en una economía solvente y con un elevado nivel de reservas. En definitiva, a nadie se le oculta que Brasil es todavía un país en proceso de maduración económica y que, por ello, enfrentará todavía e inevitablemente grandes desafíos.
- El impacto coyuntural para las empresas será el que corresponde al ajuste habitual a la fase descendente de cualquier ciclo de negocio sin olvidar, quizás, la peculiar rapidez que caracteriza a las fluctuaciones de demanda de los países en desarrollo como el caso que nos ocupa. En ningún caso el ajuste será traumático, tanto menos cuanto que éste se está produciendo de forma gradual (a diferencia del caso argentino o venezolano) sin que, por lo tanto, escape a la capacidad de adaptación del normal funcionamiento de cualquier empresa. A diferencia de casos como el argentino, el movimiento cambiario está siendo "limpio", poco intervenido lo que, sin mitigar sus efectos, debe ser interpretado positivamente en cuanto que mejora la capacidad de control y cobertura por parte de las empresas.

**En definitiva, no es correcto argumentar un contagio de la crisis argentina sobre la economía brasileña y mucho menos pensar que las fuerzas y fundamentos que han posibilitado la consideración de este país como destino principal de inversiones se hayan volatilizado en apenas unos meses. En nuestra opinión, se está asignando a Brasil una valoración excesiva de riesgo, muy por encima de lo que los fundamentos macroeconómicos sugieren. Estimamos una probabilidad muy baja a un escenario de crisis y pensamos que poco a poco se irá imponiendo la calma en los mercados según nos aproximemos a las elecciones de Octubre. La crisis de Brasil es fundamentalmente una crisis de confianza en sus actuaciones futuras en materia de política económica, una política económica que no podrá atentar a su crecimiento económico interno, sea cual fuere su protagonista.**

**Sin embargo y aun asignando una probabilidad baja a una crisis cambiaria y económica en Brasil, el riesgo existe en cuanto que los mercados persistan en deteriorar sus expectativas y en invertir la dirección de los flujos de capitales. En tal caso nuestros análisis demuestran que otras economías importantes como México o Venezuela, se verían afectadas y asistiríamos a un efecto en cadena por todo el continente Latinoamericano con su posterior implicación en otras zonas. No existen razones objetivas para que tal escenario se produzca y confiamos en que en esta ocasión pensar que va a ocurrir algo no será razón suficiente para que ocurra.**

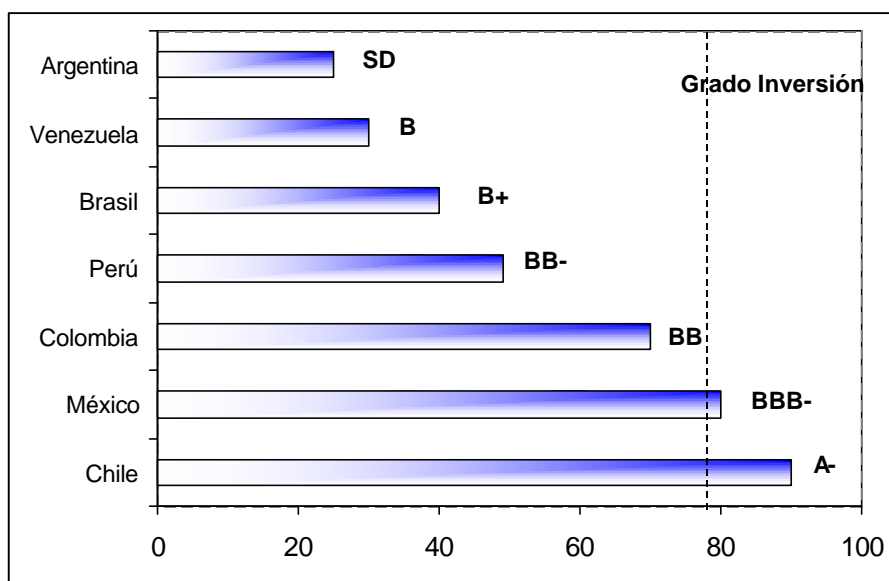
## II. Principales causas del incremento del riesgo inversor en el corto plazo

En las últimas semanas varias agencias calificadoras de riesgo han aumentado considerablemente su percepción de riesgo soberano para Brasil (a mediados de junio, Moody's pasó de "estable" a "negativa" la calificación de perspectiva económica, FITCH y Standard and Poor's rebajaron el rating de la deuda externa, etc.).

Esta situación llevaría, trasladando de 0 a 10 las escalas de rating que utilizan estas agencias, a que Brasil recibiría una modesta calificación de tres y medio<sup>1</sup>, y se encontraría en el denominado como "grado de subinversión, no siendo recomendable mantener una fuerte posición inversora en este país" (definición que dan las agencias a esta situación).

El cambio anotaría un importante retroceso sobre la situación anterior, desplazando el país desde la tercera posición de "entre los mejores" en el continente latinoamericano (después de Chile y México) al extremo contrario, sólo por encima de Argentina y Venezuela.

### CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS



Fuente: Standard and Poor's, 4 de julio de 2002

Entre las principales causas de este giro en las expectativas brasileñas las agencias calificadoras señalan algunas tendencias peligrosas en la financiación pública. En concreto, en los últimos cuatro años la Deuda externa a corto plazo brasileña se duplicó (creció un 107%). Tan sólo durante el año 2000, la deuda a corto experimentó un incremento del 80%, en gran parte debida a la fuerte depreciación del real (28%).

<sup>1</sup> Por supuesto, los grados de matiz que precisan las clasificaciones de estas agencias hacen que este cálculo sólo sea una vasta aproximación, quizá más comprensible.

Por supuesto, la favorable gestión de los precios, que durante estos años se mantuvieron en niveles inferiores al 9% (en 1994, la inflación registró valores superiores al 2.300%), contribuyó de forma significativa a una reducción sustancial en los tipos de interés aplicables a esta deuda. Así, frente al tipo medio del 140% que se aplicó en 1995, los años siguientes recogieron un coste de financiación en cifras cercanas al 20%.

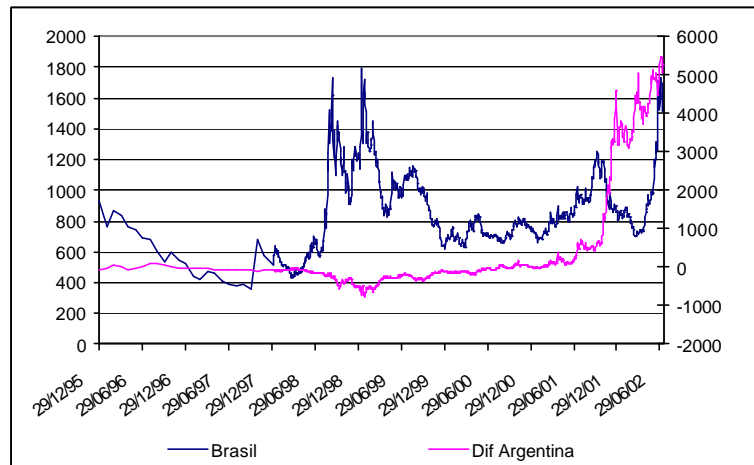
Por otro lado, desde octubre, los mercados parecieron convencerse de que el efecto tango no sería tal sobre la economía brasileña – *decoupling* -. En los últimos días se han despertado nuevamente temores a una mayor influencia de este acontecimiento, a las que se suman otras particularidades del momento económico brasileño. Entrando en detalle, se valoran varias circunstancias a la hora de restar confianza a la economía más grande de Latinoamérica:

- La situación del déficit público, hasta el momento bajo control y con el apoyo y marchamo del FMI, vive un conglomerado de situaciones peligrosas:
  - El plazo de la deuda nueva se reduce constantemente, y es ya el mismo que se le exigía al país durante la crisis de 1998, donde el grado de incertidumbre daba lugar a posiciones fácilmente liquidables en el muy corto plazo con el fin de reaccionar rápidamente si se produjera un problema de insolvencia.
  - El año electoral produce un sobregasto público importante de cara a promocionar la imagen de un candidato oficial con pocas expectativas de éxito, a juzgar por los sondeos realizados,
  - El superávit primario de los últimos años es, en abril, muy inferior al de años previos, fundamentalmente derivado de los problemas de aprobación de la reforma fiscal de Cardoso, así como por la sobrevaloración del crecimiento económico del país considerado en los presupuestos. Ambas circunstancias dan lugar a una recaudación impositiva muy inferior a la proyectada.
- los tipos de interés a los que se recoloca la nueva deuda emitida han vuelto a entrar en un camino ascendente, tal y como refleja el EMBI+<sup>2</sup>, que vendría a recoger distintos bonos nacionales emitidos en dólares por distintas instituciones, aproximándonos al coste de endeudamiento externo diferencial por prima de riesgo superior.

---

<sup>2</sup> EMBI: Emerging Market Bound Index, índice generado por JP Morgan y profusamente utilizado para medir el diferencial de riesgo exigido a un país, aún cuando este emita en dólares.

## EVOLUCIÓN EMBI+ DE BRASIL Y DIFERENCIAL CON ARGENTINA

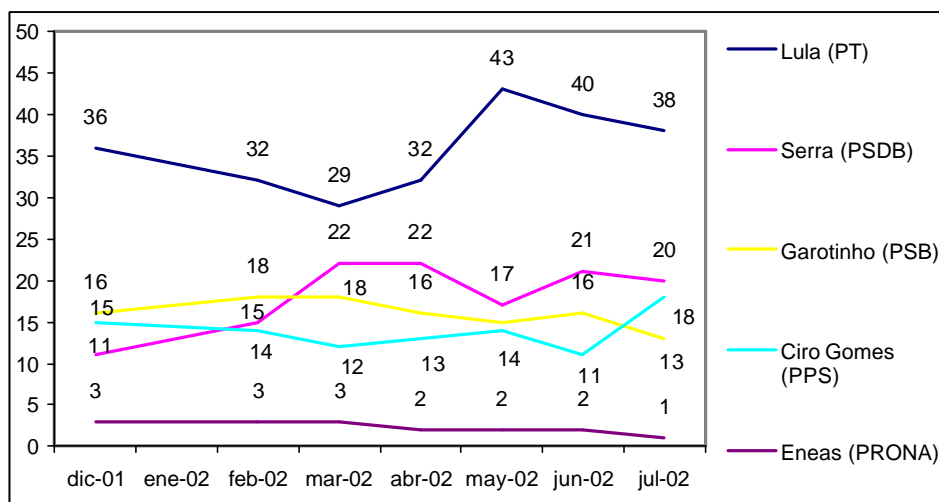


Fuente: JP Morgan, datos hasta el 15 julio de 2002

- Los sondeos de intención de voto reflejan una clara ventaja de Lula (38% en intención de voto), al frente del Partido de los Trabajadores (izquierda). Su potencial victoria en las urnas supondría necesaria un cambio en la política económica de Cardoso y su carácter de izquierdas preocupa especialmente al capital extranjero y nacional.

Aún así, es cierto que el porcentaje de indecisos o personas que no manifiestan su intención de voto en el sondeo es prácticamente del 50% y que viene registrando caídas consecutivas desde mayo. Además, debe atenderse a la experiencia histórica respecto a este tipo de sondeos (Lula ya fue favorito en 1994 y perdió frente a Collor de Melo). Los sondeos yerran e, incluso si gana Lula, los mercados podrían estar sobrevalorando los comentarios más o menos reñidos con la conveniencia económica que se producen habitualmente en el transcurso de una campaña electoral.

## EVOLUCIÓN EN LAS ENCUESTAS DE INTENCIÓN DE VOTO



Fuente: Datafolha, 5 julio de 2002 (error del +/-2%)

Los mercados ven con cierto escepticismo el giro político en la política de ortodoxia impulsada por Cardoso con el beneplácito del FMI que pudiera derivarse del triunfo de un candidato de izquierdas como lo es Lula.

En definitiva, un potencial cambio en la escena política ponen de relieve una situación más o menos coyuntural de dificultades en la gestión de la deuda pública en un año en el que la debilitada coyuntura internacional, ciertos desfases en los plazos de aprobación de nuevas figuras impositivas, un menor ingreso público vía impuestos indirectos sobre el frágil consumo privado y un ligero aumento del gasto (habitual en cualquier período electoral) hacen que la tendencia de clara mejoría en el control del déficit público quede temporalmente algo deteriorada.

En los próximos apartados intentaremos profundizar en cada uno de estos aspectos, siendo de especial relevancia poder valorar los efectos macroeconómicos que se pudieran derivar en toda la zona si se produjera un contagio de una situación del incremento de riesgo. También es parte fundamental de este análisis la determinación de la posición de España en este país, analizando con detalle las posiciones estratégicas de las principales empresas nacionales con inversiones en la zona.

### III. Principales características macroeconómicas de Brasil

#### 1. Las transformaciones económicas del “Plan Real”

A principios de los 90 la economía brasileña se encontraba inmersa en un proceso de hiperinflación, llevaba casi una década de escaso crecimiento y tenía fuertes dificultades para hacer frente al pago de intereses y amortizaciones de su abultada deuda pública. Fue entonces, cuando en junio de 1993 se desarrolló un proceso de transformación económica conocido como el “Plan Real”, que comenzaría a dar sus frutos, principalmente en materia de inflación (el IPC general pasa de registrar una tasa de crecimiento interanual de más del 5.000% en junio de 1994 a una tasa en torno a 2.300 en septiembre del mismo año), poco antes de las elecciones de octubre de 1994, lo que contribuyó decididamente a la victoria electoral de Fernando Enrique Cardoso. Con este nuevo plan se perseguía implementar una serie de reformas estructurales profundas entre las que destacan: privatizaciones, desregulaciones, mayor apertura a los mercados de capitales y bienes, flexibilización laboral y ajuste fiscal.

#### EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS DESDE EL INICIO DEL PLAN REAL

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PIB (% cto. anual)	5,9	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,5
Inflación (% cto. anual)	2.075,8	66,0	15,8	6,9	3,2	4,9	7,0	6,8
Bza. Cta. Corriente (M.M.\$)	-1,2	-18,1	-23,3	-30,5	-33,4	-25,4	-24,7	-23,2
Déficit Público (% PIB)	-	-	-5,9	-6,1	-7,9	-10,0	-4,5	-5,3
Deuda Externa Bruta (M.M.\$)	148	159	180	200	242	241	236	210
Reservas Internacionales (M.M.\$)	38,8	51,8	60,1	52,2	44,6	36,3	33,0	35,9
TC (promedio del periodo)	0,87	0,92	1,00	1,07	1,15	1,76	1,83	2,35

Fuente: Banco Central de Brasil, CEPAL, Fondo Monetario Internacional (FMI).

En materia fiscal se fijó como objetivo el control presupuestario (para lo cual hubo que realizar fuertes ajustes del gasto público) y se puso en vigor la “Ley de Responsabilidad Fiscal”. En este sentido, y para evitar los procesos inflacionistas de

años anteriores, se eliminó la financiación del gasto público vía expansión monetaria y se prohibió al Banco Central salir en auxilio del Tesoro, ya que, desde este momento, los déficits públicos deberían financiarse con emisión de bonos en el mercado interno e internacional.

En materia de política monetaria, el 30 de junio de 1994, se puso en circulación el Real, que venía a sustituir al debilitado cruzeiro. Para garantizar la estabilidad de la nueva moneda, el Banco Central controlaría el precio máximo de la paridad (el real no podía sobrepasar el valor de un dólar), dejando que el mercado cambiario estableciese el precio de la divisa por debajo de la paridad 1 a 1. La decisión de emitir moneda se basa en la programación monetaria trimestral compatible con los objetivos de inflación. Este sistema se mantuvo hasta 1995, año en que el “efecto Tequila” disminuyó la entrada de capitales en las economías emergentes poniendo en peligro la financiación del déficit corriente brasileño. Ante el temor de entrar en una nueva etapa de hiperinflación las autoridades brasileñas decidieron introducir un sistema de “*crawling peg*”<sup>3</sup>, para flexibilizar el tipo de cambio, y elevaron la tasa de interés, lo que permitió recuperar las reservas perdidas.

Sin embargo, el mantenimiento de elevadas tasas de interés para prevenir los ataques contra la moneda deterioró el crecimiento (promedio de 2,6% entre 1995 y 1998) en la medida en que se redujo la tasa de formación de capital fijo y se incrementó el componente financiero del gasto público, y por lo tanto la deuda, por lo que para mantener el rigor presupuestario se realizaron recortes en el gasto corriente y de capital. La fragilidad financiera de las empresas brasileñas a consecuencia de la pesada carga financiera contribuyó también a la debilidad del crecimiento del PIB.

En esta situación de elevadas tasas de interés y un tipo de cambio sobrevaluado (con intervención de las autoridades para evitar que la cotización superara los umbrales preestablecidos) el contagio de la crisis de los mercados emergentes en 1998 salpicó a Brasil. En el tercer trimestre de 1998 los ataques especulativos contra el real se volvieron más intensos y las reservas internacionales empezaron a disminuir rápidamente (38% entre septiembre y diciembre de 1998). A pesar de la aplicación de medidas ortodoxas por parte del gobierno (recorte del gasto público e incremento de la tasa de interés) y de la ayuda financiera del FMI (40.000 M.\$) continuaron los ataques contra el real y el gobierno decidió en enero de 1999 modificar el régimen cambiario y permitir la flotación libre de la moneda.

## **2. Evolución económica tras la devaluación de 1999**

En una primera etapa el régimen de libre flotación generó una rápida depreciación de la moneda (aproximadamente del 60% durante los dos primeros meses de 1999), que se trasladó a los precios, aunque el índice general de precios al consumo nunca llegó a registrar crecimientos de dos dígitos como en etapas anteriores. Pero pronto la economía brasileña comenzó a beneficiarse del nuevo régimen cambiario destacando como los logros más importantes: la inflación (que mantiene una senda descendente desde entonces), los ajustes presupuestarios, la ayuda del FMI y la recuperación de la confianza perdida de los inversores extranjeros lo que ha permitido reducir los tipos de interés y obtener un desarrollo favorable de las restantes variables macroeconómicas.

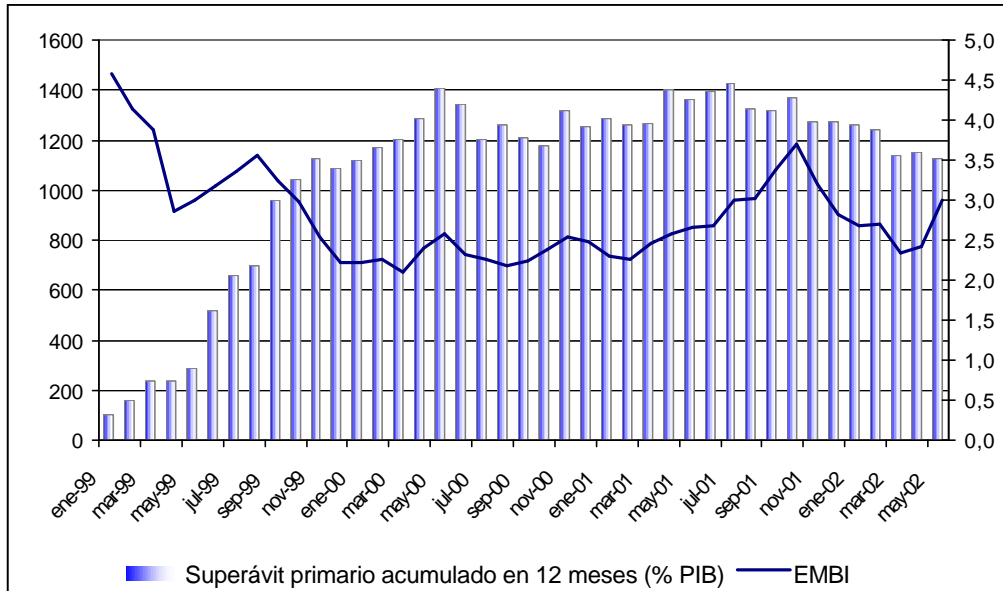
El avance en materia fiscal, tanto en su desempeño cuantitativo como en su estructura institucional ha sido uno de los mayores logros en la evolución de los

---

<sup>3</sup> El tipo de cambio se mantiene fijo, e principio, pero la paridad frente a la moneda de referencia se va corrigiendo de cara a evitar importar inflación.

fundamentos macroeconómicos de los últimos años. Este avance ha mejorado a lo largo del tiempo la percepción de riesgo en Brasil y ha permitido una reducción en los tipos de interés, fortaleciendo con ello el crecimiento y mejorando las condiciones de financiación del sector público.

### RESULTADOS FISCALES Y RIESGO EN BRASIL



Fuente: Banco Central de Brasil y J.P. Morgan

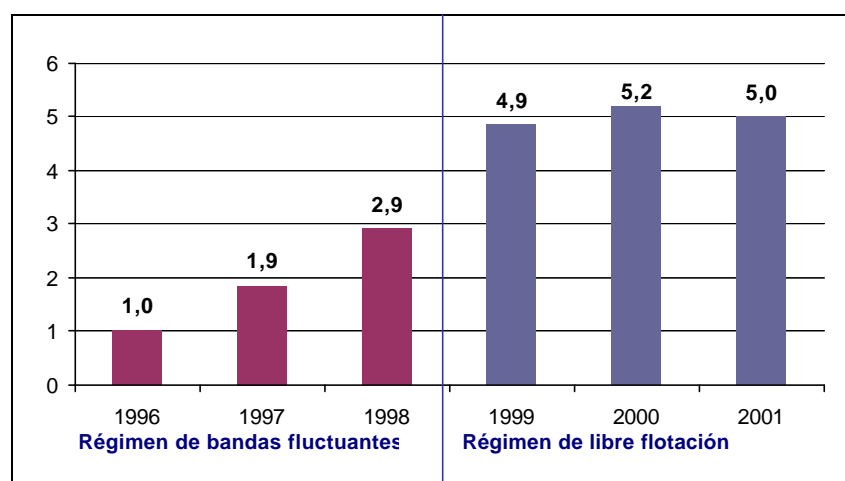
Este buen comportamiento en materia fiscal se ha visto fortalecido por el compromiso adquirido por el gobierno federal con el cumplimiento de las metas del acuerdo con el FMI. La disciplina fiscal mantenida le ha permitido realizar los recortes del gasto y elevar los impuestos necesarios para cumplir durante los últimos cuatro años con estas metas que eran bastante rigurosas.

El nuevo régimen cambiario de flotación del real ha permitido alcanzar un éxito en materia de control de inflación. Desde entonces, las políticas de metas inflacionarias han sido alcanzadas dentro del intervalo estipulado, mostrando convergencia de las tasas de inflación hacia un nivel más bajo tras el ajuste de precios relativos causados por la devaluación.

A su vez, desde que se instaurara la libre flotación de la moneda desapareció el "fantasma de la devaluación", permitiendo la reducción de las tasas reales de interés, lo que produjo, a su vez, una recuperación de las ventas nacionales e internacionales, con aumento paulatino de la capacidad productiva y consolidación del crecimiento económico.

En este marco, la mejora de la confianza de los agentes tanto externos como internos no tardó en llegar, lo que permitió reducir los riesgos de insolvencia de la deuda y ha incrementado los niveles de inversión. La inversión directa extranjera que llegó al país durante el año 2001 representó aproximadamente el 25% del total de América Latina, según datos de la UNCTAD. Estos niveles de IDE han permitido financiar confortablemente el déficit corriente de los últimos años.

## INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (% PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil

La alteración del régimen cambiario, si bien no ha servido para solucionar los problemas que tradicionalmente registra el saldo comercial brasileño, es destacable el hecho de que en 2000, y a pesar del déficit de 697 M.M.\$, registró su mejor resultado de los últimos seis años. Los problemas de la balanza comercial no vienen tanto por el lado de las exportaciones (que han crecido rápidamente sobre todo en los sectores de manufacturas), como por el lado de las importaciones. La gran dependencia que tiene la economía brasileña de los bienes intermedios importados, vinculan la expansión de la actividad económica al deterioro del saldo comercial. El país deberá llevar a cabo en los próximos años las reformas necesarias de modernización de su tejido productivo como paso imprescindible para mejorar su saldo exterior.

### **3. Riesgos actuales en la economía brasileña**

Si bien la situación coyuntural por la que atraviesa el país actualmente podría calificarse como de “negativa”, los resultados de la política económica mantenida durante los últimos años han sido unos fundamentos económicos sólidos, que no se corresponden con la actual crisis de confianza. Aún así, quedan pendientes algunas reformas estructurales como la de la seguridad social, para crear las condiciones de financiación en el largo plazo de la economía, y la tributaria, para asegurar una mayor eficiencia y competitividad de los productos brasileños en el mercado exterior, así como otras reformas microeconómicas que mejoren la eficiencia de la economía aumentando el producto potencial y la competitividad de los productos brasileños.

La estructura de las cuentas públicas brasileñas es todavía extremadamente rígida, principalmente a causa del desequilibrio en la seguridad social. Las leyes brasileñas dificultan el despido de empleados del sector público, o las rebajas de sus salarios, y la nación enfrenta una creciente carga por su plan de pensiones del sector público, que exige un gran esfuerzo de contención de las inversiones esenciales y el mantenimiento de una carga tributaria extremadamente elevada y distorsionadora.

Esta rigidez en el ajuste de las cuentas públicas del lado del gasto, significa que el aumento de la recaudación es el único recurso par obtener superávit primarios, lo que ha hecho incrementar la presión fiscal en los últimos años hasta situarla en una de las más elevadas de entre los países de renta per cápita semejante. Además de la alta carga, el sistema brasileño presenta una estructura excesivamente concentrada en tributos acumulativos, que inciden sobre la facturación de las empresas, afectando

a toda la cadena productiva de la economía, con impactos sobre los costes de producción y sobre la competitividad internacional de los bienes producidos en Brasil.

#### **IV. Incertidumbres ante una posible victoria de Lula en las presidenciales de octubre**

Como es frecuente, durante una campaña electoral se produce una cierta exacerbación del discurso político al que los mercados de capital especulativo están especialmente atentos, produciéndose rápidas correcciones en las posiciones mantenidas en estos países, fuertemente sujetos a un capital fácilmente movilizable de un país a otro. Las valoraciones de las acciones de aquellas empresas que mantienen un importante volumen de intereses en el país se ven sujetas a graves vaivenes por cuanto la situación de cambio político da lugar siempre a un aumento de la incertidumbre sobre las posibles modificaciones del marco regulatorio.

En el caso brasileño, la clara apuesta por un candidato de izquierdas da lugar a un aumento progresivo de los riesgos asociados a un programa que pudiera abandonar la ortodoxia monetaria y fiscal que el país mantiene con el gobierno de Cardoso, muy en línea con las pautas marcadas por el FMI y EE.UU. En particular, el aumento del gasto social se prevé como un elemento que podría distorsionar la ya muy condicionada estructura del equilibrio presupuestario público en Brasil. Esta situación, unida a diversas frases desafortunadas desde el punto de vista del mantenimiento de la calma en los mercados financieros, produce una espiral de temores que incide directamente en la valoración internacional del riesgo de Brasil.

##### **1. Hechos que provocan la huida del capital internacional de Brasil**

El discurso de Lula es, en estas elecciones, mucho más moderado que en ocasiones anteriores (en las que se definía como “anticapitalista” o adalid de la cesación de las obligaciones de pago contraídas en el pasado por otros gobiernos). Aún así, las reacciones adversas a su ventaja en intención de voto han tenido fuertes efectos sobre las expectativas económicas del país en el corto y medio plazo, produciéndose manifestaciones del siguiente tipo:

- El inversor internacional George Soros ha declarado que 'habrá default en Brasil si vence Lula' (mayo 2002).
- Goldman Sachs ha creado el conocido como “lulómetro”, que mide la correlación entre los sondeos electorales y la cotización del real. Aventura este “termómetro” que el dólar alcanzará los 3,04 reales a finales de octubre; frente a 2,5 reales si venciese Serra (junio 2002).
- El documento del partido de Lula “Conceptos y directivas del programa de gobierno del PT para Brasil”, dice textualmente: “un eventual gobierno de Lula Da Silva implicará la “ruptura con el actual modelo económico, fundado en la apertura y en la desregulación radicales de la economía nacional y en la consecuente subordinación de su dinámica a los intereses y humores del capital financiero globalizado”.
- El economista jefe del banco Tokio – Mitsubishi de Brasil (quinto en importancia del país) afirmó: "Es inevitable, dada la volatilidad del mercado de la deuda al y el riesgo que el mercado está percibiendo, un *default* en el caso en que Serra pierda las elecciones” (junio 2002).

## **2. Compromisos sobre acuerdos previos con el FMI**

Ante el grave deterioro que sobre la situación económica pudiera producir el incremento de la percepción de riesgo en Brasil, Lula da Silva ratificó los términos de la "carta de compromiso" con la política económica del actual gobierno, tal y como se lo habían exigido los Estados Unidos y el organismo internacional de crédito en la "carta pública" del sábado 22 de junio.

A su vez, el Partido de los Trabajadores aprobó el programa de Gobierno e informó que incluye dos puntos esenciales suscritos por el gobierno de Fernando Henrique Cardoso con el FMI: el mantenimiento de las metas de superávit primario, que el año próximo deberá ser superior a la actual (se estima entre 4 y 5 por ciento del PIB) y las metas en el crecimiento de la inflación para el año 2003. Ambos elementos condicionan la política monetaria y fiscal del próximo gobierno (que saldrá de las elecciones de octubre). Incorpora, al tiempo, el "respeto a los contratos" existentes, asumiendo así los cuestionados pagos de la deuda externa.

En definitiva, en los últimos días se aprecia una clara tendencia en el PT y en las declaraciones de Lula a "calmar las aguas", buscando incluso alianzas que resten de carga marxista a su programa y que le permitan ganar terreno entre el electorado indeciso de corte más conservador, al tiempo que frenarían la peligrosa espiral de incremento de la incertidumbre sobre un posible gobierno de Lula.

## **3. Encuestas de intención de voto y determinación del candidato presidenciable**

Brasil posee una amplia experiencia en el sondeo electoral durante el último decenio. Los resultados de las encuestas electorales mes a mes están bien documentados incluso desde los organismos públicos y pueden servir de comparativa histórica para delimitar de un modo más aproximado las diferencias entre lo encuestado y los resultados finales en las elecciones de 1994 y 1998.

Atendiendo a la base estadística referida, se pueden subrayar las siguientes cuestiones:

- Si bien el número de sondeos, tanto oficiales como por parte de medios privados, son de extremada frecuencia (hay más de tres por mes); todos ellos reflejan un número de "fallidos" en las respuestas de más del 50%, bien porque los electores no desean mostrar su intención de voto, bien por otras causas técnicas de la encuesta.
- Los sondeos muestran mes a mes una fuerte dispersión, con oscilaciones del favorito de casi diez puntos porcentuales, arriba o abajo.
- La historia de los cuatro últimos períodos electorales muestra claramente que, al margen de los resultados anteriores, es determinante el último mes de campaña, pudiendo girar de un modo brusco la intención de voto del electorado.
- La derecha podría estar más fraccionada que la izquierda, pero, a medida que se descartan candidaturas de este tipo sin apenas aceptación, se suman votos hacia el candidato apoyado por el actual gobierno (Serra).

- Las encuestas realizadas a menos de un mes de las elecciones siempre han acertado en señalar al vencedor de los comicios.

#### **4. Alianzas políticas posibles**

Aunque en estas elecciones el número de candidaturas es menor que otras ocasiones, entre la quincena de partidos existentes muchas veces hay diferencias de matiz, más o menos acusado, lo que permite que, en la práctica, se puedan producir alianzas políticas que, en términos europeos y haciendo mención a la denominación inicial de los partidos, serían impensables.

A pesar de la más o menos amplia lista de candidatos, cuatro políticos aglutinan el interés de la primera vuelta de las elecciones presidenciales, abarcando éstos más del 80% de la intención de voto manifestada en los sondeos:

- Lula :Partido de los Trabajadores, izquierda,
- Serra :Partido Social Democrático de Brasil, centro derecha,
- Garotinho: Partido Socialista Brasileño, izquierda,
- Ciro Gomes: Partido de Movimiento Democrático Brasileño, izquierda.

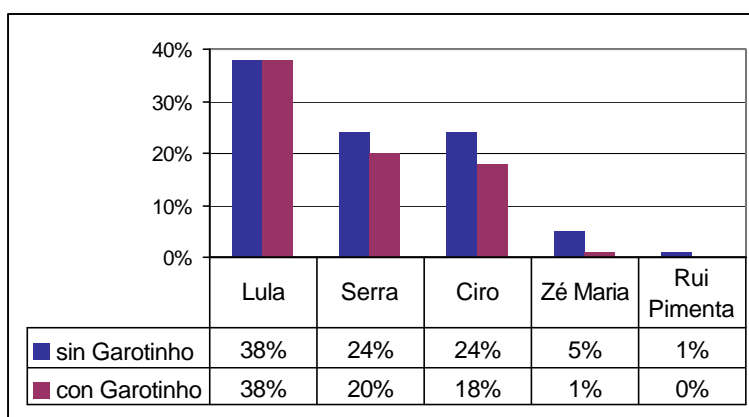
Aún cuando pueda resultar extraordinario, la búsqueda de la mayoría absoluta en la primera vuelta ha llevado a Lula a formalizar una alianza con José Alencar, empresario de reconocido prestigio e integrante del Partido del Frente Liberal, así como importante referente de la Iglesia evangelista brasileña. Con esta curiosa coalición (izquierda radical y derecha conservadora y cristiana), Lula buscaría el apoyo del empresariado y del sector más conservador de la ciudadanía.

Por otro lado, en los últimos meses se baraja la posibilidad de que Garotinho (PSB) abandone su candidatura independiente y se alíe con el candidato oficialista Serra (PSDB), que también atraería a los votantes del minoritario PFL. También cabe la posibilidad de que se cree una coalición con Ciro Gomes, ex-miembro del PSB y actualmente líder del PMDB. En esta ocasión la alianza electoral sumaría a dos partidos de izquierdas con uno de centro derecha.

En definitiva, la estabilidad de los pactos pre-electorales de candidaturas diametralmente opuestas en principio, lejos de disipar dudas, siembran de mayores incertidumbres las apuestas sobre posibles composiciones de gobierno en cualquiera de los candidatos que pudieran ser elegidos. También, queda claro que la segunda vuelta electoral es más que probable.

Así las cosas, la ventaja en los últimos sondeos avanzaría lentamente a favor del sucesor político de Cardoso, que ganaría más de cuatro puntos en la intención de voto; mientras Lula se mantendría en los mismos porcentajes que en ocasiones anteriores

## ESCENARIOS ALTERNATIVOS CON Y SIN ALIANZA SERRA-GAROTINHO



Fuente: Datafolha, 5 julio de 2002 (error del +/-2%)

En cualquier caso, la campaña no dará comienzo oficial hasta finales de agosto, y, a juzgar por otros períodos electorales, son únicamente los 45 días previos a la campaña los que determinan claramente al favorito, teniendo especial relevancia la presencia en TV, donde el candidato Serra contará con una amplia ventaja dada que la asignación de tiempos en este medio se realiza en función de los resultados de las anteriores elecciones. Su imagen durante este último período será decisivo para apuntar la dirección del voto brasileño.

Nótese a este respecto, que Lula se presenta por cuarta ocasión a las presidenciales y ya en 1994 mantuvo una ventaja similar a la actual respecto al finalmente elegido Collor de Melo.

Por supuesto, en anteriores ocasiones los candidatos oficialistas han contado con extraordinarias situaciones de coyuntura económica que han permitido recobrar la popularidad de sus candidatos en el último momento (logros en materia de control de precios del gobierno de Cardoso en 1994, recuperación económica en el período electoral de Collor de Melo, etc.). Aún así, Lula ha corregido su discurso claramente agresivo de otras campañas y su “brindis” a la derecha, de la mano de José Alcacer como vicepresidente, le granjea mayores simpatías que en otras ocasiones entre un nicho de difícil acceso para su programa: las rentas medias y altas y la iglesia evangelista.

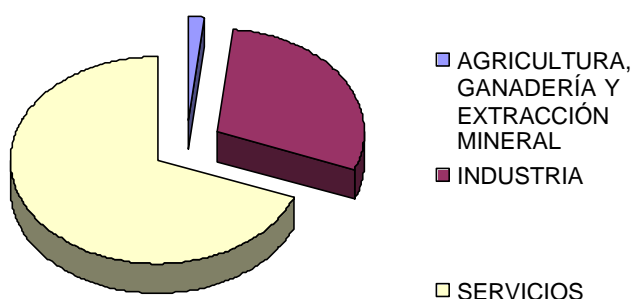
## **V. Las empresas españolas ante la “crisis de confianza” brasileña**

### **1. Breve panorámica de las inversiones extranjeras en Brasil**

La importancia de Brasil como destino de las inversiones extranjeras, y especialmente en el continente latinoamericano, es indudable. No sólo se trata de una cuestión de tamaño (el país acapara más del 40% de la región latinoamericana) sino que se enmarca en un proceso de saneamiento económico progresivo que ha situado a esta economía con buenas expectativas de crecimiento y de solución de sus desequilibrios seculares.

Según diversos estudios<sup>4</sup>, Brasil es el país latinoamericano que consigue atraer el mayor flujo de inversión extranjera: 34.000 millones de dólares en el año 2000. La trayectoria dibujada por los datos del Banco Central de Brasil es evidente, el total de inversiones extranjeras directas en Brasil ha pasado de los 41.695 millones de dólares en 1995 hasta un total de 103.014 millones a fines del 2000. Se trata de un crecimiento del 147% en cinco años que necesariamente debe ser conectado con el proceso de apertura de la economía y de desregulación y privatización de algunos sectores de servicios clave, especialmente energía, banca y telefonía. Aunque en los últimos dos años el proceso de des - nacionalización ha empezado a agotarse (29% de los flujos en el 99 correspondieron a privatizaciones frente al 22% en el 2000), Brasil continúa exhibiendo un liderazgo natural en la zona. Los intereses extranjeros se han centrado claramente en las áreas de servicios quedando definitivamente relegado el protagonismo industrial de principios de la década.

### LOCALIZACIÓN DEL CAPITAL EXTRANJERO EN BRASIL



Dentro del sector servicios, el interés se ha enfocado de forma clara a los sectores de Banca, Servicios de Comunicaciones y Telecomunicaciones y Electricidad y Agua.

### **SECTORES DE SERVICIOS DE INTERÉS PARA EL CAPITAL EXTRANJERO** Miles de Reales y Porcentaje

	ACTIVO	% s. Total Servicios
Intermediación Financiera	301.771.661	33,0%
Correo y Telecomunicaciones	91.983.353	30,5%
Electricidad, Gas y Agua	88.771.693	96,5%
Servicios prestados a empresas	29.428.495	33,2%
Comercio - Distribución al por mayor	27.009.952	91,8%
Comercio al por menor y reparación	25.540.369	94,6%
Actividades Auxiliares de Intermediación Financiera	17.225.781	67,4%
Seguros	10.606.264	61,6%
Actividades Inmobiliarias	8.417.969	79,4%
Actividades informáticas y similares	7.839.487	93,1%

Fuente: Censo De Capitais Estrangeiros – Período-Base 2000. Departamento De Capitais Estrangeiros E Câmbio. Banco Central Do Brasil

<sup>4</sup> Con datos detallados sobre el año 2000

El resultado de un proceso de estas características es hoy evidente: se estima que casi 15.000 empresas brasileñas, que emplean a casi 2.000.000 de personas, tienen hoy una participación extranjera superior al 10% en su capital mientras que, en 1995, esta cifra ascendía a sólo 4.000.<sup>5</sup> Así pues, no resulta extraño que cualquier "giro" de expectativas en torno a la economía brasileña genere una oleada de inquietud en buena parte del mundo.

## 2. Posición global de las inversiones españolas en Brasil

La última información disponible en el Censo de Capitais Estrangeiros 2001 del Banco Central de Brasil permite obtener una fotografía precisa de la importancia relativa del stock de cada país en inversiones en la zona. El predominio de Estados Unidos parece claro seguido, en términos de activo, por los Países Bajos. No obstante, si tomamos los datos de patrimonio líquido España aparece como segundo inversor en la zona, un puesto que, por otro lado, ha conseguido en sólo 5 años.

### PARTICIPACIÓN DE EMPRESAS EXTRANJERAS EN EL CAPITAL Miles de Reales y Porcentaje

	ACTIVO	% s. Total	PATRIMONIO LÍQUIDO	% s. Total
Estados Unidos	170.539.523	25,1%	41.465.491	23,3%
Países Bajos (Holanda)	93.388.221	13,8%	19.056.951	10,7%
<b>España</b>	<b>88.131.849</b>	<b>13,0%</b>	<b>28.596.064</b>	<b>16,0%</b>
Francia	44.338.043	6,5%	10.517.509	5,9%
Alemania	36.015.069	5,3%	9.488.478	5,3%
Islas Caimán	28.642.055	4,2%	8.264.181	4,6%
Japón	19.902.878	2,9%	6.805.870	3,8%
Suiza	17.921.823	2,6%	4.803.599	2,7%
Portugal	17.282.786	2,5%	6.832.602	3,8%
Italia	14.562.539	2,2%	3.896.597	2,2%

Fuente: Censo De Capitais Estrangeiros – Período-Base 2000. Departamento De Capitais Estrangeiros E Câmbio. Banco Central Do Brasil

Las empresas españolas implicadas directamente en Brasil y, por tanto, preocupadas con las turbulencias de la economía brasileña son muchas y, junto a estas, hay además que considerar las que, sin intereses directos en este país, mantienen fuertes posiciones de inversión en otras economías de la zona y, por tanto, por tanto, riesgo de contagio.

Los datos de la CEPAL, mostrados en el siguiente cuadro, indican que 2 empresas españolas (Telefónica y Repsol - YPF) se encuentran entre las 7 compañías internacionales no financieras con mayor presencia en Latinoamérica medida según las ventas consolidadas y que otras tres más (Endesa, Iberdrola e Iberia) se encuentran entre las cien primeras.

<sup>5</sup> Estimación basada en una prospección realizada por el Banco Central de Brasil que, hace dos años, ya arrojaba un total de empresas participadas por capital extranjera de 11.500.

**LAS MAYORES EMPRESAS TRANSNACIONALES PRESENTES EN  
AMERICA LATINA SEGÚN VENTAS CONSOLIDADAS**  
Cifras Mill. \$ 1999

Posición	Compañía	País	TOTAL VENTAS
1	<b>Telefónica</b>	<b>España</b>	<b>12439</b>
2	General Motors	EEUU	12425
3	Volkswagen AG	Alemania	11902
4	DaimlerChrysler AG	Alemania	9746
5	Grupo Carrefour	Francia	9561
6	Ford Motor Company	Estados Unidos	8252
<b>7</b>	<b>Repsol-YPF</b>	<b>España</b>	<b>8109</b>
12	Endesa	España	5475
56	Iberdrola	España	1138
70	Iberia	España	808

Fuente: CEPAL. "La Inversión extranjera en América latina y el Caribe 2000" .

**EMPRESAS FILIALES DE TRANSNACIONALES ESPAÑOLAS MÁS  
IMPORTANTES SEGÚN VENTAS CONSOLIDADAS**  
Cifras Mill. \$ 2000

Pos.	Compañía Filial Latinoamericana	País	Compañía Matriz	VENTAS
3	Yacimientos Petrolíferos Fiscales	Argentina	Repsol – YPF	8660
6	Telefónica do Brasil	Brasil	Telefónica de España y BBVA	6186
9	Enersis SA	Chile	Endesa y Citigroup (USA)	4389
18	Telefónica de Argentina	Argentina	Telefónica de España	3581
29	Cía. Anónima Nac. Teléfonos	Venezuela	Telefónica de España Y Verizon (USA)	2607
58	Empresa Nacional de Electricidad	Chile	Endesa y Citigroup (USA)	1539
62	Telefónica CTC de Chile	Chile	Telefónica de España y Citibank (USA)	1475
67	Telefónica de Perú	Perú	Telefónica de España	1310
86	Astra - CAP	Argentina	Repsol – YPF	1080

Fuente: CEPAL. "La Inversión extranjera en América latina y el Caribe 2000" .

### **3. Panorama inversor de las Empresas españolas en Brasil**

- **Telefónica**

De los anteriores cuadros resulta evidente que **Telefónica de España** aparece como principal interesada en Brasil. Efectivamente, la compañía española adquirió Telefónica do Brasil (Telesp SA y Tele Sudeste Celular) en 2000 por 10.423 y 2.419 millones de dólares respectivamente en el marco de la operación "Verónica", en la que mediante una operación de canje de acciones y ADRs, la compañía española incrementó su participación a cerca de un 100% en sus filiales de Argentina, Brasil y Perú; lo que supone, actualmente, que un 14% de sus activos (10.500 millones de €) se hallen en este país.

Las actividades de Telefónica junto a otras compañías de telecomunicaciones han ido creciendo progresivamente en Latinoamérica. En el caso de Brasil, el holding

Telefónica y Portugal Telecom (PT) les ha convertido en los mayores operadores de este negocio en Brasil, con más de 9 millones de abonados.

**Telefónica Móviles**, que en la actualidad cuenta ya con seis millones de clientes en Brasil, ha emprendido también una "joint venture" con Portugal Telecom en este país.

- **Iberdrola**

Es evidente, sin embargo, que la exposición brasileña no afecta exclusivamente a esta compañía sino a otras empresas de grandes dimensiones no recogidas en el cuadro anterior pero de extraordinaria importancia en el panorama empresarial español. La compañía eléctrica **Iberdrola**, es el mayor distribuidor eléctrico en el nordeste del país con aproximadamente un 7% de sus activos en el país latinoamericano y su plan estratégico contempla la intención de incrementar la capacidad de generación en esa zona través de su filial brasileña Guarani, asociada al fondo de inversión Previ y al Banco do Brasil de Inversiones.

Según la compañía, se destinarán a Brasil más de 1.000 millones de euros con un horizonte temporal de cuatro años para el desarrollo de 2.140 MW de generación asociada a los mercados de distribución del Grupo. De hecho, la compañía anunció un proyecto de cinco años de duración para la instalación en Brasil y México de 6260 MW por un monto total del 2.300 millones de dólares y, en el 2003, la compañía prevé que tendrá 1.155 MW instalados, más de la mitad de la potencia establecida para Brasil en su Plan Estratégico.

Con la intención de centrarse en sus actividades de generador, recientemente, formalizó una operación de venta a la operadora telefónica de sus participaciones en el sector de telefonía en Brasil (en 1999 adquirió junto a su socio "Telefónica Internacional" acciones de cuatro operadoras de telefonía celular brasileñas por 180 millones de dólares) lo que supone la venta de un 3% del capital de Telecomunicações de São Paulo (Telesp), un 7% de la Companhia Riograndense de Telecomunicações (CRT), otro 7% de Tele Sudeste Celular, un 66% de Tele Leste Celular Participações.

- **Endesa**

**Endesa** está también presente en el mercado eléctrico latinoamericano en donde prevé una inversión de 900 de euros para la construcción de nuevas centrales en el período 2002-2006 más cerca de 2000 millones más para el mantenimiento y reposición de activos.

Su "centro de operaciones" se sitúa en Chile en donde posee Enersis, el mayor grupo eléctrico latinoamericano (10% del mercado continental) y a través del cual controla la generadora Endesa Chile, la distribuidora Chilectra y otras empresas que mantienen presencia en varios países de la región.

En Brasil, ENDESA realizó en agosto de 2000 una OPA sobre la distribuidora brasileña de Rio de Janeiro Cerj, logrando una participación (directa e indirecta a partir de la filial chile Enersis) en el capital social de esta sociedad en el 80 por ciento. Esta compañía, se encarga de la distribución de energía eléctrica en gran parte del Estado de Río de Janeiro, con una clientela de cinco millones de personas repartidas en 66 municipios a lo largo de 31.740 kilómetros. En agosto de 2001, Endesa Chile pasó a controlar el 99,51% de la generadora brasileña Cachoeira Dourada (CDSA) ubicada al

sur de la ciudad de Brasilia, una central hidroeléctrica de embalse con 658 MW de capacidad instalada con una generación media anual de 3.000 GWh.

Muy recientemente, el Banco Europeo de Inversiones ha acordado la concesión de un préstamo de 50 millones de dólares para un proyecto de modernización y ampliación de la red eléctrica en el estado brasileño de Ceará, a cargo de la Companhia Energética do Ceara, filial de Endesa en Brasil.

La participación de Endesa en Latinoamérica se completa además de forma indirecta por su participación accionarial en Repsol y en **Aguas de Barcelona**; empresa esta última con la que entraron en Brasil a través de la filial Interaguas. El grupo Agbar participa en Brasil con la integración global de Aguas Guariroba (en Brasil) en el sector del ciclo integral del agua, compañía que aportó 8.209 miles de euros de beneficio total.

- **Gas Natural**

**Gas Natural** tiene también importantes intereses en Brasil. Tras la recientemente adquisición a Iberdrola de sus participaciones en las brasileñas de Rio de Janeiro CEG y CEG Río, la empresa española acapara el 29% y 38% respectivamente de estas distribuidoras latinoamericanas. Considerando además la participación en la distribuidora de Sao Paulo, Gas Natural SPS, la compañía alcanza a los 596.000 clientes a cierre del ejercicio 2001.

Los vínculos de la compañía con Latinoamérica no son sólo directos ya que mantiene actividades diversas junto a su socio industrial Repsol - YPF (que controla el 47% de Gas Natural) de amplia extensión continental. De hecho, Repsol YPF es la pionera en la exportación de gas de Argentina a Brasil, junto a Petrobras y otros socios está desarrollando en el gaseoducto Uruguiana - Porto Alegre de 615 Km de extensión y además abastece a la Central Termoeléctrica de Cuiabá, de 480 MW, en el estado de Mato Grosso do Sul.

- **Repsol - YPF**

Tras lograr el control accionarial de la compañía argentina YPF en 1999, Repsol se vio obligada a realizar, en aras de garantizar la competencia en el mercado, algunas desinversiones; la primera petrolera española optó llegó a un acuerdo con la brasileña Petrobras, con la que YPF mantenía ya un acuerdo estratégico desde 1998, para realizar un intercambio de activos por 1.000 millones de dólares en julio de 2000. Petrobras es la primera petrolera brasileña y latinoamericana y, con la operación, paso a controlar la compañía Eg3 en Argentina mientras que Repsol recibió el 30% de participación en la refinería REFAP, situada en el sur de Brasil con capacidad de 188.000 barriles/día, el 10% del campo de crudo Albacora Leste, uno de los mayores campos de petróleo de Brasil, situado en la plataforma marina de Campos, con reservas de 1.300 millones de barriles equivalentes de petróleo y, por último, una red de 240 gasolineras concentradas en las regiones centro, sudeste y sur de ese país, con ventas por 480 millones de litros anuales.

La compañía logró además en junio de 2001 dos participaciones junto a Petrobras, Enterprise Oil (UK) y el Grupo Royal Dutch Shell y la americana El Paso Energy en sendas concesiones de producción y 8 licencias exploratorias.

Así, la petrolera REPSOL YPF se convirtió en la segunda más importante del mercado latinoamericano con una capacidad de 60.000 barriles/día y que desarrolla en

Brasil todo el abanico de actividades posible contemplado en su diseño estratégico: actividades de exploración, marketing, química, refino, gas, electricidad y producción .

- **SCH**

El Banco Santander Central Hispano inició sus operaciones en Brasil en 1982 operando a través de Banco Santander Brasil. 1982. En 1991 potenció sus actividades de tesorería y mercados de capitales, y en 1997 comenzó su crecimiento en el segmento de banca de particulares con la adquisición de Banco Geral do Comercio. Un año después adquirió el Banco Noroeste, pero en los principales hitos de su estrategia de expansión en el país no se inician hasta el 2000. En enero de ese año, formalizó la adquisición del conglomerado financiero Meridional compuesto por el Banco Meridional y por el banco de inversiones Bozano Simonsen). El Banco Meridional es el banco privado más antiguo del país y el principal del estado de Rio Grande do Sul, y desarrolla actividades en los segmentos de banca minorista, banca corporativa, banca de inversiones, banca privada y administración de fondos; cuenta con 1,7 millones de clientes, 704 puntos de venta, activos del orden de los 12.540 millones de dólares y 8.500 empleados. El Banco Bozano Simonsen, con sede en Río de Janeiro, es uno de los bancos de inversiones brasileños con mayor presencia en el país.

La operación más importante ocurre sólo algunos meses después. El 20 de noviembre de 2000, SCH se hizo con el control accionario en subasta del 33% del capital social, 66% de las acciones con derecho a voto, del Banco do Estado de Sao Paulo (Banespa) por 3600 millones de dólares. Tras la adquisición, el Grupo Santander Central Hispano se convierte en el tercer grupo financiero privado de Brasil y alcanza una cuota de mercado en activos del 6,9%. Banespa contaba, en esas fechas, con 573 oficinas y 2,8 millones de clientes individuales, y pequeñas y medianas empresas; 15.500 millones de dólares en activos, 6.100 millones de dólares en depósitos, 2.400 millones de dólares en cartera de crédito y 3.600 millones en fondos administrados.

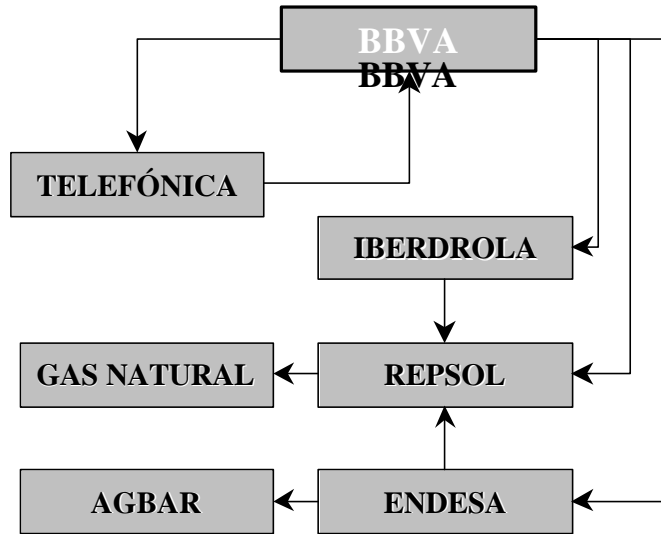
Finalmente, en diciembre de ese mismo año, SCH lanza una OPA sobre el resto accionario de Banespa. La operación finaliza en abril de 2001 y permite al grupo español hacerse con el control accionario del 97% de la sociedad. Tras la operación, las cifras de la posición del SCH en Brasil resultan deslumbrantes: 4 millones de clientes, activos por valor de 30.000 millones de dólares, una red de 1.900 oficinas y puntos de venta en todo el país, y las redes comerciales de Banco Santander Brasil y Banco Santander Meridional.

- **BBVA**

El grupo **BBVA** es el segundo grupo financiero español presente en Brasil. Desde el 28 de agosto de 1998, cuando el grupo BBVA adquirió el brasileño Banco Excel Econômico, la entidad ocupa el séptimo lugar del ranking en el país en términos de patrimonio líquido con 556 agencias en la red del país.

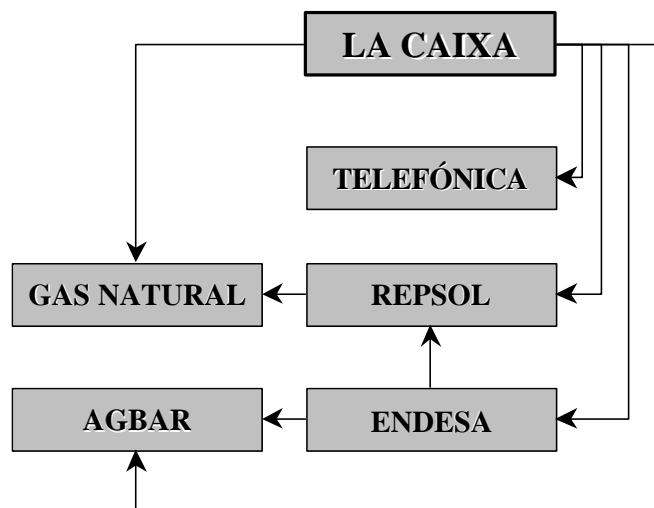
Aunque su presencia como operador financiero en Brasil es inferior a la del SCH, debe considerarse el elevado grado de penetración del grupo en el control accionario de algunas de las empresas más implicadas en Brasil:

### RELACIONES DE PROPIEDAD ENTRE BBVA Y EMPRESAS DE SERVICIOS CON INTERESES EN BRASIL



Un caso similar al anterior es el que ilustra **LA CAIXA**. El grupo mantiene un vínculo directo en actividades financieras en Brasil relativamente pequeño, al controlar el 3,1% del Banco Itaú, de Sao Paulo; un banco con 3189 puntos de venta y 12,6 millones de cuentas corrientes. Sin embargo, la presencia accionarial del grupo a través de Caixa - Holding en buena parte de las empresas de servicios con actividad en Brasil es significativa:

### RELACIONES DE PROPIEDAD ENTRE LA CAIXA Y EMPRESAS DE SERVICIOS CON INTERESES EN BRASIL



- **Otras empresas**

La presencia de intereses empresariales españoles se completa, además, con la participación de otras empresas españolas. La penetración de la **Corporación Mapfre** en Brasil es evidente y antigua, ya que desde 1992, la empresa Veracruz aseguradora, pasó a formar parte del Grupo Mapfre. La unidad internacional de Mapfre Mutualidad agrupa actualmente en aquel país a MAPFRE Garantías e Crédito, VERA CRUZ Seguradora, VERA CRUZ Vida e Previdência y Fundación MAPFRE. Algunas cifras ilustran la importancia de las actividades en Brasil: Brasil Asistencia, como actividad de Veracruz aseguradora, cuenta con casi 350 empleados y gestiona más de 5,5 millones de asegurados.

Algunas editoriales, como **Planeta**, operan en Brasil y, entre los grupos de comunicaciones, el **Grupo Prisa**, por ejemplo, mantiene presencia activa en Latinoamérica; su plan estratégico se prevé el desarrollo una cadena panamericana de radio, quizá con sede en Brasil, tras la aprobación de un decreto que permite la participación del 30% de capital extranjero en las empresas de comunicación.

**Viscofán**, la empresa española dedicada a la fabricación y comercialización de envolturas artificiales, colágeno y plásticos mantiene presencia en Brasil desde 1995 con una planta de extrusión de celulosa en la ciudad de Sao Paulo y otra de plisado de celulosa e impresión de plásticos en la localidad de Itu.

#### 4. **Canales de impacto sobre las compañías españolas**

A fin de determinar los efectos de la actual situación en Brasil sobre las empresas españolas allí instaladas resulta fundamental determinar la duración y profundidad de la misma. Sin embargo, y como primera limitación del análisis, en estos momentos resulta complejo determinar este punto. Si queremos, sin embargo, dejar claro desde el inicio que, a nuestro juicio, la situación en Brasil dista mucho de ser una crisis de perfil similar a la que vive Argentina y, en ese sentido, no cabe extrapolar análisis ya conocidos realizados con anterioridad para este para este país.

- **Impacto bursátil**

Buena parte del impacto sobre las empresas con más intereses en Brasil se canaliza a través del deterioro de sus cotizaciones bursátiles.

Tal y como muestra la tabla siguiente, todas las empresas arriba señaladas mantienen una parte importante de sus acciones en vínculo directo con su posición en Brasil. Así mismo, su capacidad de generar dividendos en el futuro medida con el Ebit/Ebitda y, por tanto, la base del valor teórico de su cotización<sup>6</sup> alcanza en algunos casos una notoria importancia.

---

<sup>6</sup> El valor teórico al que se refiere el cálculo es el conocido como "Método de descuento del Ebitda" basado en el descuento de los Ebitda futuros más el dinero "en caja" del que dispone la compañía.

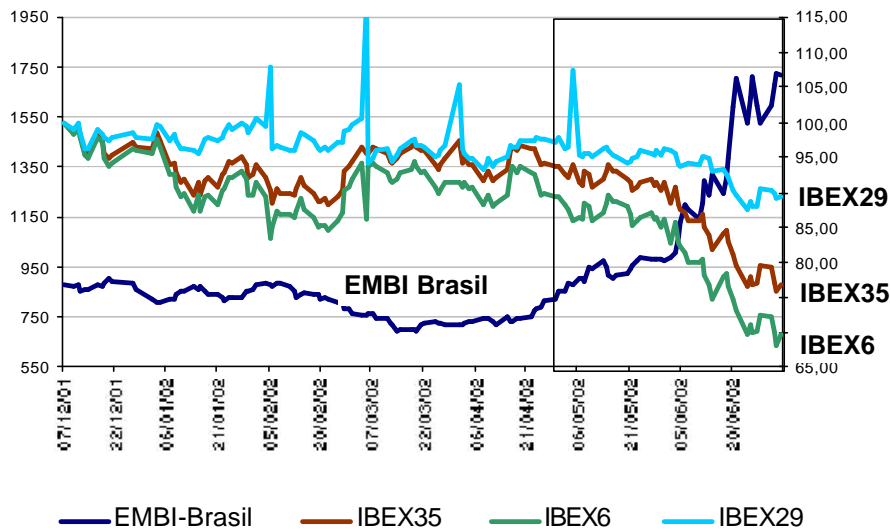
## SENSIBILIDAD BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS A BRASIL (1)

Compañía	% S. Total de Acciones	%S. Total Ebit /Ebitda**
TELEFÓNICA	29,0 %	27,0**
VISCOFÁN	12,0 %	-
T. MÓVILES	11,6 %	10,0**
SANTANDER	11,1 %	12,9
G.NATURAL	6,2 %	4,0
MAPFRE	6,1 %	-
ENDESA	6,0 %	4,5
IBERDROLA	6,0 %	7,0
BBVA	4,8 %	3,0
PRISA	2,4 %	2,4
REPSOL - YPF	-	-
AGUAS BARCELONA	1,2 %	1,0

Fuente: Caja Madrid Bolsa. Estimaciones CMB que recogen la parte proporcional (después de minoritarios)

Así pues, la corrección en las cotizaciones de las empresas más implicadas en Brasil parece inevitable y, de hecho, los gráficos siguientes muestran con claridad que así ha sido para las 6 empresas con mayores intereses en ese país. En el gráfico se recoge la evolución de tres índices<sup>7</sup>: el **IBEX35**, el índice ponderado de las 6 empresas con mayor presencia en Brasil (Telefónica, SCH, BBVA, Endesa, Iberdrola y Repsol - YPF) (que hemos llamado **IBEX6**) y el índice selectivo descontada la evolución de estas 6 empresas (que hemos denominado **IBEX29**).

### RIESGO BRASILEÑO Y COTIZACIÓN BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS EN LA BOLSA DE MADRID



Fuente: CESLA

<sup>7</sup> Recalculados a Base Dic. 2001 =100

Resulta evidente que, a partir de la última semana del mes de abril (espacio sombreado), la acelerada escalada del riesgo brasileño se transforma con facilidad en una brusca corrección de la cotización del grupo de 6 empresas analizadas en tanto que, el resto de empresas que forman parte del selectivo (IBEX29), logran mantener una tendencia decreciente mucho más moderada y provocada posiblemente, por del contexto generalizado de debilidad de los mercados de renta variable en todo el mundo y por un inevitable "efecto contagio" derivado de la caída observada por los agentes en el índice de referencia IBEX35 (las 6 empresas arrastran al global de índice ya que suponen un 70% en la ponderación del mismo).

La correlación entre el EMBI brasileño y la cotización de las 6 empresas analizadas ha alcanzado niveles extraordinarios en los meses de mayo y junio llegando a condicionar casi en su totalidad la cotización de las acciones en la bolsa madrileña.

### SENSIBILIDAD BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS A BRASIL (2) (Cálculos con respecto a la cotización Bolsa de Madrid)

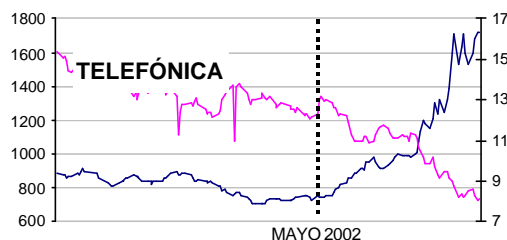
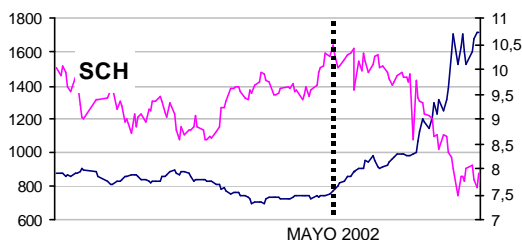
Compañía	Correlación Simple (*) Cotización - EMBI Brasil	
	Dic.01-May.02	May.02-Jun.02
TELEFÓNICA	+0.43	-0.97
SCH	-0.52	-0.95
ENDESA	-0.27	-0.93
IBERDROLA	-0.80	-0.87
BBVA	-0.27	-0.94
REPSOL - YPF	-0.13	-0.83

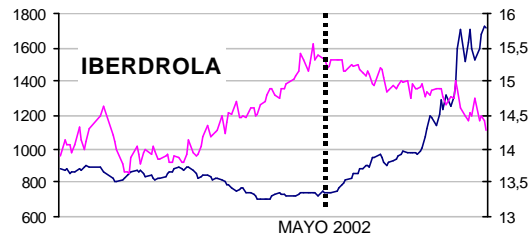
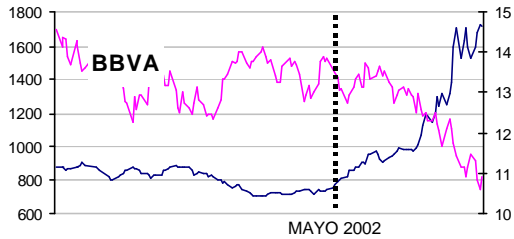
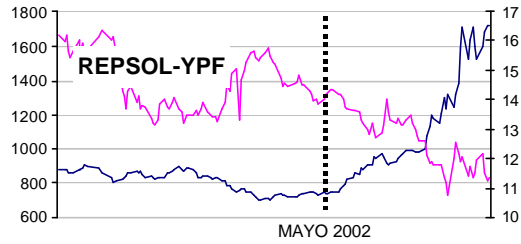
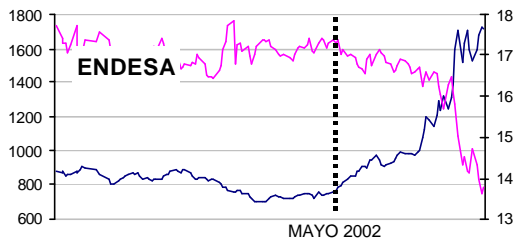
Fuente: CESLA

(\*) Una correlación negativa indica que a medida que el riesgo (EMBI) se eleva, la cotización decrece.

El efecto derivado de la corrección bursátil para las empresas no es operativamente trascendental en el corto plazo pero, en la medida en que supone la valoración de mercado de los activos de la empresa, limita a medio y largo plazo la captación de recursos y debilita su posición en el diseño de planes estratégicos de expansión y/o consolidación.

### SENSIBILIDAD BURSÁTIL DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS A BRASIL (3)





La corrección de expectativas en los mercados financieros se apoya, de modo directo, en las menores expectativas de beneficio de esas empresas en sus negocios latinoamericanos. La persistencia de estos efectos será por tanto, mayor, en la medida en que las peores expectativas de los mercados derivadas del "miedo político escénico" se acompañen, además, de una contracción económica coyuntural, un deterioro de los fundamentos estructurales de la economía real o ambas cosas al mismo tiempo.

- **Impacto vía deterioro económico coyuntural - estructural de la economía real**

Parece ampliamente consensuado que la actual situación de Brasil combina el "ruido político" con un evidente deterioro coyuntural y con la percepción (ya antigua, pero hoy renacida) del peligro derivado de algunos desequilibrios estructurales seculares (en especial, los que se refieren a la sostenibilidad de la deuda).

**(a) Desequilibrios estructurales** - Empezando por lo más inocuo, debemos decir que los desequilibrios estructurales existen, pero no son nuevos, como el propio término indica. Tampoco es razonable pensar que en sólo tres meses esos desequilibrios hayan podido acentuarse hasta el punto de transformar la percepción estratégica del país como destino inversor. Parece por tanto, fuera de lugar y desmedida toda reacción que utilice "fundamentos macro" como razón de base; aún más, las empresas que actualmente operan en el país ya se encontraron con "peor escenario" cuando hace 3, 5 o 10 años decidieron extender sus operaciones de negocio a la zona.

Los problemas derivados de la concentración de pagos por intereses y principal de la deuda viva no es infrecuente en Brasil y no es en sí mismo un problema de gran importancia cuando esto ocurre en una economía solvente y con un elevado nivel de reservas. En definitiva, a nadie se le oculta que Brasil es todavía un país en proceso de maduración económica y que, por ello, enfrentará todavía e inevitablemente grandes desafíos.

Es cierto que el reciente deterioro económico en otros países latinoamericanos como Argentina o Venezuela, se ha derivado de profundas quiebras estructurales y, por lo tanto, da pie a una cierta "histeria colectiva" que dificulta la "segmentación" (o el *decoupling*). Para algunas empresas la "samba" se acumula

penosamente a un "tango" que todavía no ha remitido. Es indudable además que la situación desalienta el interés en la zona para aquellas empresas que tienen en perspectiva procesos de expansión internacional; sin embargo, en todo caso, Brasil sigue manteniendo importantes rasgos diferenciales de carácter estructural que impedirían una debacle de similares proporciones a la argentina y, en ese sentido, los contactos de las empresas españolas allí presentes con el gobierno brasileño, mantenidos recientemente, han servido para garantizar la estabilidad de marco contractual.

**(b) Desequilibrios coyunturales** - Resulta evidente que el deterioro de las condiciones económicas coyunturales causa un impacto directo a las empresas de servicios que operan en el mercado brasileño.

Ya se ha indicado más arriba el enorme grado de implicación de las distintas compañías españolas en Brasil y, por tanto, resulta evidente que las menores previsiones de crecimiento del consumo privado incidirán en las cuentas de resultados de todas ellas lo cual limitará y retrasará el "retorno" de las inversiones comprometidas y, por ende, su capacidad de expansión "autónoma".

#### ALGUNOS EJEMPLOS DE LA IMPORTANCIA DE LAS VENTAS DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN LATINOAMÉRICA

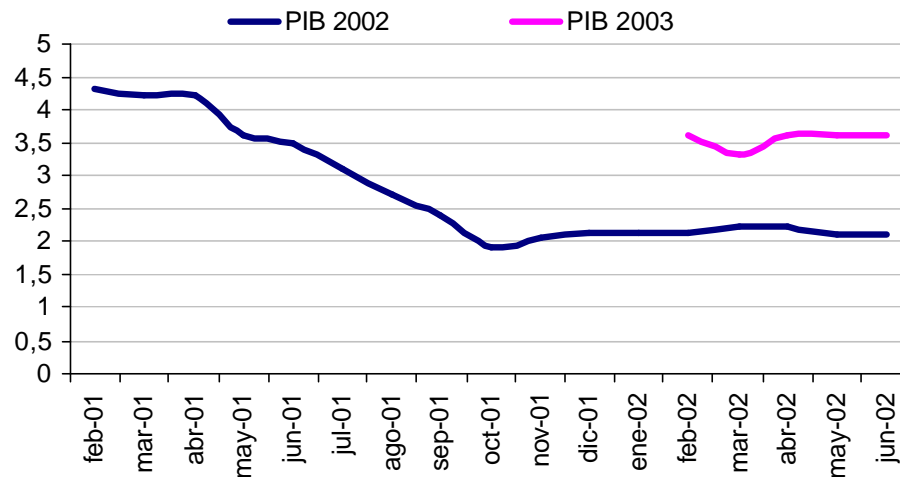
Compañía	% Ventas en LA	% Ventas ** / B <sup>o</sup> Neto en Brasil
<b>Telefónica</b>	<b>56,7 %</b>	<b>31%</b>
<b>Repsol-YPF</b>	<b>24,9%</b>	<b>2,5%</b>
-----	-----	-----
Endesa	37,3 %	-
Iberdrola	23,3 %	5,4% **
BBVA	-	1,8%
Santander	-	14,9%
Viscofan	-	4,0% **
Prisa	-	4,0% **
Mapfre	-	4,6% (1)
Gas Natural	-	2,5%
T.Móviles	-	11,5%

Fuente: CEPAL para las ventas en Latinoamérica y Caja Madrid Bolsa para datos sobre ventas y beneficios en Brasil.

(1) Primas

Sin embargo, debe considerarse que la revisión de expectativas sobre la evolución de la economía real, al menos si se miden con el crecimiento del PIB, no ha sido excesiva para el 2002 y, desde luego, ha sido prácticamente nula desde finales de 2001 tanto para el año en curso como para el año próximo (una vez asumido, claro está, la corrección por el impacto "argentino" y la lentitud en la recuperación económica mundial).

## CORRECCIÓN DE EXPECTATIVAS RESPECTO AL CRECIMIENTO BRASILEÑO



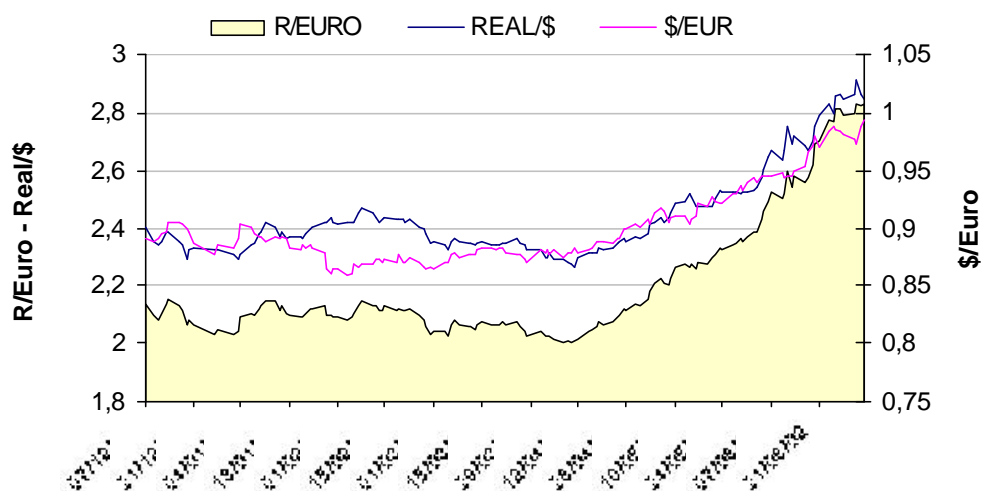
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del crecimiento del PIB publicados por "Consensus Economic Forecast", edición latinoamérica.

El impacto coyuntural será por tanto, en resumen, el que corresponde al ajuste habitual de una empresa a la fase descendente de cualquier ciclo de negocio sin olvidar, quizás, la peculiar rapidez que caracteriza a las fluctuaciones de demanda de los países en desarrollo como el caso que nos ocupa. En ningún caso el ajuste será traumático, tanto menos cuanto que éste se está produciendo de forma gradual (a diferencia del caso argentino o venezolano) sin que, por lo tanto, escape a la capacidad de adaptación del normal funcionamiento de cualquier empresa.

Todavía en la esfera coyuntural, debemos referirnos de forma evidente al impacto que produce sobre el "ejercicio de la actividad empresarial" la brusca depreciación y el incremento de volatilidad del real brasileño.

Desde principios de año, el real brasileño se ha depreciado respecto al dólar (hasta el 4 de julio) un 23,5% pero, además, la divisa americana se ha depreciado un 12,7% en el mismo período respecto al euro y, por tanto, la depreciación conjunta acumulada Real / Euro habría alcanzado el 39,1%.

## CORRECCIÓN DE EXPECTATIVAS RESPECTO AL CRECIMIENTO BRASILEÑO



Fuente: CESLA

Para cualquier empresa con intereses internacionales resulta muy complicado prever una depreciación semejante por lo que, con mucha probabilidad, es razonable pensar que la cobertura por parte de las empresas no haya sido total y que, por tanto, el impacto sobre la cuenta de resultados de nuestras empresas transnacionales haya sido inevitable. Sin embargo, conviene realizar al menos las siguientes puntualizaciones para matizar la amplitud y seriedad del impacto:

- En primer lugar, el movimiento del real está siendo relativamente lento hasta el punto de que no puede hablarse de crisis cambiaria en sentido estricto (por ejemplo, una brusca depreciación de más de 10% en un mes) y, por tanto, su cobertura resulta algo más sencilla que en casos tan recientes como el argentino o venezolano.
- En segundo lugar el movimiento cambiario responde, en buena medida, al giro de expectativas promovido por el "ruido político" y, en ese sentido, puede calificarse de "temporal" y "reversible". Para las empresas, de cara a sus cuentas de resultados, juega en muchos casos el tipo de cambio de finales de año y, en ese sentido, nuestras predicciones apuntan una rápida corrección cambiaria a partir de diciembre con un cierre de la divisa en torno al 2,7R/\$. En ese sentido cabe recordar que Brasil ha conocido con anterioridad procesos de depreciación - apreciación cambiaria similares, el último a finales del pasado año, demostrando además un buen manejo de sus efectos inflacionarios (reducido pass - troguh).
- En tercer lugar, y a diferencia de casos como el argentino, el movimiento cambiario está siendo "limpio", poco intervenido lo que, sin mitigar sus efectos, debe ser interpretado positivamente en cuanto que mejora la capacidad de control y cobertura por parte de las empresas.

## VI. Contagio de Riesgo – País en las economías Latinoamericanas en los últimos siete años

Es difícil hablar de una estructura común en las relaciones de contagio de riesgos en los últimos siete años. Las especiales circunstancias de Brasil, con su devaluación de febrero 1999; de Argentina, con el “caos” económico ya anunciado desde verano y evidente desde septiembre; Venezuela, con su muy especial devenir político desde la llegada al poder de Chavez en 1998; o México, con un período relativamente estable desde la firma del tratado de la NAFTA en 1995; dan lugar a un marco que tan sólo mantiene en común el área geográfica, respondiendo a variedades muy particulares en cada país. Cabe plantear algunas fechas importantes a la hora de comparar la evolución de estos países. Cuando menos, para el período 1996-2002, habría que considerar:

- Una relativa calma, aunque con un moderado crecimiento del PIB entre 1996 y 1998.
- Enero 1999, contagio del “Efecto Samba”, tras la devaluación del real brasileño.
- Desde Octubre de 2001, corto contagio y posterior “decoupling” del “Efecto Tango”, por la ruptura de la paridad peso argentino-dólar.

Atendiendo a estas fechas, podemos calcular la correlación contemporánea existente entre el Riesgo - País de Argentina, Brasil, México y Venezuela, medidos a través del EMBI:

### RELACIONES DOS A DOS DEL “RIESGO – PAÍS”

Argentina con .....	Brasil	México	Venezuela
96-02	0,28	-0,38	0,15
96-98	<b>0,93</b>	<b>0,95</b>	<b>0,95</b>
Feb 99-Sep 01	0,35	-0,10	0,07
Oct 01- Jul 02	0,38	-0,72	0,54

Brasil con .....	Argentina	México	Venezuela
96-02	0,28	<b>0,60</b>	<b>0,78</b>
96-98	<b>0,93</b>	<b>0,97</b>	<b>0,93</b>
Feb 99-Sep 01	0,35	<b>0,84</b>	<b>0,86</b>
Oct 01- Jul 02	0,38	0,13	0,48

México con .....	Argentina	Brasil	Venezuela
96-02	-0,38	<b>0,60</b>	<b>0,67</b>
96-98	<b>0,95</b>	<b>0,97</b>	<b>0,93</b>
Feb 99-Sep 01	-0,10	<b>0,84</b>	<b>0,86</b>
Oct 01- Jul 02	<b>-0,72</b>	0,13	0,48

Venezuela con .....	Argentina	Brasil	México
96-02	0,15	<b>0,78</b>	<b>0,67</b>
96-98	<b>0,95</b>	<b>0,93</b>	<b>0,93</b>
Feb 99-Sep 01	0,07	<b>0,86</b>	<b>0,86</b>
Oct 01- Jul 02	0,54	0,48	0,48

Fuente: CESLA a partir de los datos diarios del EMBI (JP Morgan)

De la tabla anterior, se puede destacar:

- El período 1996-2002 considerado en su conjunto, y tal y como se comentaba anteriormente, abarca hechos diferenciales tan importantes para el caso argentino, que quedan diluidas las relaciones existentes entre este país y los demás en otros períodos. Durante toda la etapa cubierta, es constante el alto grado de relación entre Brasil y Venezuela y, en menor medida, México y Venezuela y Brasil y México.
- El período 1996-1998 se caracteriza por una muy fuerte correlación en los movimientos de los riesgos estimados por los inversores internacionales para el conjunto de los cuatro países seleccionados, sin que parezca apreciarse ninguna situación discriminatoria entre estos.
- En el período 1999-2001, después de la depreciación del real brasileño, queda patente la pérdida de ritmo común con Argentina por parte del resto de los países siendo este período de especial conexión de riesgos entre Venezuela, México y Brasil.
- Lo más destacable del período posterior a la crisis argentina (desde octubre de 2001) es la fuerte correlación negativa del riesgo de este país con México, que se convertiría así en el refugio inversor más seguro de toda Latinoamérica. Si bien desde noviembre comenzó a considerarse que no existió "Efecto Tango", es indudable que no se produjo una crisis en cadena pero, hubo afectaciones de distinto signo: mientras Brasil sí se vio afectada negativamente en la medida en que su comercio exterior con Argentina es importante, México pudo beneficiarse de una situación de huida de capitales en otros países.
- Respecto a Venezuela, la casuística especial de la libre flotación de febrero y los sucesivos intentos y golpes de estado, hasta marzo, no permiten extraer conclusiones claras.

Sobre estas apreciaciones contrastadas estadísticamente, cabe hacer un planteamiento teórico sobre cuál sería el efecto de una crisis en Brasil sobre la percepción del riesgo inversor en México y Venezuela. En este marco, es evidente que la transmisión de los efectos se produce de forma cruzada, y lo que ocurre en un país, a su vez, vuelve a modificar al primero; es decir, se producen procesos de efectos circulares.

De cara a describir la transmisión de efectos sobre la apreciación del riesgo inversor, realizamos una simulación a través de un modelo econométrico tipo VAR, técnicamente útil para recoger esta característica de circularidad común a diversos procesos económicos.

En una primera contrastación de estos efectos se incluyó Argentina, demostrándose la clara desconexión entre los condicionantes del riesgo inversor en este país y los del resto considerados. En un primer período, por su anclaje y estabilidad frente al dólar; y en un segundo período por la evidencia de que el sistema no era sostenible en un futuro inmediato, como de hecho se constató a finales de 2001.

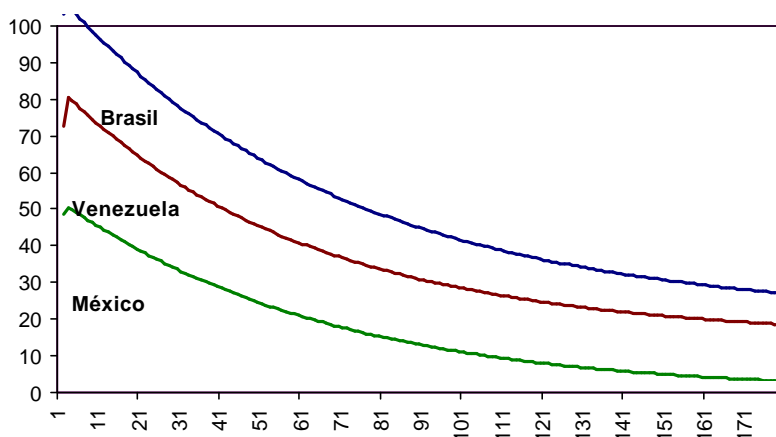
Con los resultados de la simulación practicada podemos cuantificar el incremento que se produce en el EMBI de cada país a partir de un incremento en el de

Brasil, al margen de la evolución que habría tenido este índice en condiciones normales.

De esta simulación podemos destacar dos aspectos fundamentales:

- Los efectos de un incremento en el riesgo inversor de 100 puntos básicos en Brasil – equivalentes a una subida de un punto porcentual en la prima de riesgo medida a través del EMBI nacional - se transmiten inmediatamente en casi 50 puntos de incremento en el riesgo de México y de unos 80 puntos en Venezuela.
- El efecto de este incremento se mantiene durante un espacio temporal de seis meses, en el caso de México, y casi un año en Venezuela, si bien es cierto que desde los 180 días posteriores, la incidencia es de apenas siete puntos básicos.

### **EFFECTOS SOBRE EL EMBI NACIONAL DE UN “SHOCK” DE 100 PUNTOS BÁSICOS EN BRASIL**



Fuente: CESLA

Para valorar adecuadamente las unidades empleadas en esta simulación, hay que tener en cuenta que los movimientos más comunes en el EMBI de Brasil se producen en variaciones día a día de menos de 30 puntos básicos (desde 1996, el 80% de los movimientos estuvo en este intervalo). Dicho esto, cabe señalar que, puntualmente, se ha dado algún movimiento mayor, siendo el máximo registrado de -398 puntos básicos (libre flotación del real el 15 de enero de 1999), aunque la media es de apenas de 21 puntos.

**MOVIMIENTOS EN DE UN DÍA A OTRO EN EL EMBI DE BRASIL**  
**(1996 A JULIO DE 2002)**

Ptos básicos	Nº Ocasiones	% sobre total
10	523	45,7%
20	283	24,7%
30	128	11,2%
40	55	4,8%
50	38	3,3%
60	29	2,5%
70	26	2,3%
80	13	1,1%
90	10	0,9%
>100	39	3,4%

Fuente: CESLA

De una forma muy elemental, el último porcentaje presentado en la tabla anterior puede servirnos como indicador de la probabilidad de que se produzca un movimiento en la prima de riesgo de la cuantía de puntos básicos referidos en la primera columna.

## **ANEXO**

### **Programa electoral económico del PT (Luis Inacio da Silva)**

#### **1. Presupuesto público**

- Aumentar la progresividad y el peso de la imposición directa.
- Deducciones por inversión en bienes de consumo.
- Reducir los costes de seguridad social en nóminas desplazándolos al impuesto de renta de sociedades.
- Prioridad políticas sociales públicas
- Reducir transferencias de competencias-subvenciones a organismos privados.

#### **2. Inversión en política de infraestructura sectorial**

- Refundición de otros fondos ya existentes en el Fondo Nacional de empleo y desarrollo
- Prioridad para este fondo: política de empleo y rentas, desarrollo rural, infraestructura de transporte popular, desarrollo de sectores de consumo de base que hoy deben importarse.
- Necesariamente los fondos se otorgan si se compromete la creación de empleo.

#### **3. Política de crédito del Banco Nacional de Desarrollo con diferentes plazos de carencia y spreads en proyectos de ayuda de renta, etc.**

#### **4. Priorización de los créditos destinados a micro-empresas.**

#### **5. Código de buena conducta para la empresas participantes en los fondos de pensiones.**

#### **6. Creación de foros de consulta regionales**

#### **7. Plan de reforma agraria de consenso social y sindical y atendiendo a la sostenibilidad futura.**

#### **8. Reversión del PRONAF hacia microcréditos y empresas familiares más desfavorecidas.**

#### **9. Política nacional de seguridad alimentaria y creación de un fondo de garantía salarial agrícola.**

#### **10. Programa nacional de combate del empleo esclavo o forzoso.**

#### **11. Creación de agencias regionales con capacidad de concesión de créditos, transmisión de innovación tecnológica y asistencia técnica a los mercados.**

#### **12. Consolidación del sistema de empleo público**

- Consolidación del sistema de contratación pública
- Política de empleo para seguro de desempleo, intermediación, educación profesional y demás políticas de empleo y renta.
- Apoyo a las políticas de reciclaje de los empleados
- Dotar de fondos a Cofidet para subsidiar desempleados de más de 40 años.
- Doblar el valor del Salario Mínimo Interprofesional
- Erradicación del trabajo infantil.
- Reducción a 40 horas de la jornada semanal (hoy 44) sin reducción de salario.

#### **13. Ampliación del seguro de desempleo**