

# Panorama comercial de Brasil

*La economía esta más estable de lo que ha estado en mucho tiempo y muchos sectores están pasando por un excelente momento, al menos por ahora.*

**Eduardo Andrade,  
Roberto M. Fantoni y  
William B. Jones Jr.**

---

**Este es un momento decisivo** para las empresas de Brasil: la economía esta más saludable, y algunos de los sectores más grandes del país disfrutan de una fuerte posición competitiva. Con suficiente liquidez global y mejores bases económicas, las grandes empresas locales se están beneficiando de un menor costo de capital y de más opciones para la financiación de su crecimiento. Las condiciones estables también están ayudando a las compañías multinacionales a establecer plataformas de exportación en Brasil o aumentar su participación en el mercado interno.

A medida que aumenta la confianza en la economía, los inversionistas, evaluadores de crédito, analistas y encargados de formular políticas dicen que Brasil podría alcanzar calificación de grado de inversión en 2009 (Gráfico 1). Ese logro daría a las empresas locales mejor acceso a los mercados de capitales internacionales. Los mercados de moneda local de Brasil serían más comparables con los mercados financieros desarrollados en cuanto a costos, condiciones y plazos de vencimiento.

Estos sucesos tienen consecuencias para todo el escenario corporativo de Brasil. Si bien existen claras oportunidades comerciales, la historia económica inestable del país sugiere motivos para ser cautelosos. De hecho, parte del optimismo económico actual es producto de un mercado de *commodities* fuerte. No obstante, otros sectores de la economía podrían enfrentar una fuerte baja.

### Reseña del artículo

*El sector corporativo de Brasil disfruta de un momento único en su historia gracias a condiciones económicas más saludables y a una sólida posición en varios sectores.*

*La estabilidad podría ayudar a Brasil a lograr calificación de grado de inversión en los próximos años, un acontecimiento que ayudaría a las empresas locales a obtener préstamos y crecer.*

*Las posibilidades de crecimiento tanto para las empresas locales como para las multinacionales son muy buenas en sectores como infraestructura, materiales básicos, bienes de consumo, mercado minorista y banca.*

*Existen claras oportunidades comerciales, sin embargo, los antecedentes de inestabilidad económica del país sugieren motivos para ser cautelosos, ya que parte del optimismo actual se debe, en parte, a los fuertes mercados de commodities.*

### Artículos relacionados disponibles en inglés en [mckinseyquarterly.com](http://mckinseyquarterly.com)

*"How Brazil can grow"*

*"Reining in Brazil's informal economy"*

*"The truth about foreign direct investment in emerging markets"*

### Situación nacional

Brasil es rico en recursos naturales (yacimientos de bauxita, mineral de hierro, gas natural, níquel, petróleo de alta calidad) y excelentes condiciones para la silvicultura y la agricultura. Sin embargo, condiciones macroeconómicas caóticas<sup>1</sup>, acceso limitado a capital, intervenciones del gobierno y un sector informal en permanente crecimiento han actuado como obstáculos para que el auge de crecimiento económico se concrete. El éxito corporativo, limitado a los miembros de un club exclusivo – un puñado de conglomerados de propiedad familiar, grandes empresas estatales y algunas multinacionales – requiere acceso a mercados de capitales privados o internos y experiencia excepcional en un entorno altamente regulado.

Desde 1994, la relativa estabilidad económica y política le ha permitido a Brasil enfrentar muchos de los obstáculos que antes dificultaban su desarrollo; se debe hacer más para que el rápido crecimiento sea realmente sustentable. No obstante, la eliminación parcial de los obstáculos que impedían que casi todas las empresas prosperaran ha sido suficiente para permitir que finalmente se aprovechen algunas de las fortalezas inherentes al país.

En los últimos cinco años, el gobierno federal de Brasil convirtió sus grandes déficits presupuestarios en superávits (actualmente 4,3% del PIB), reduciendo así la competencia por los fondos disponibles en los mercados de capitales. En combinación con la estabilidad económica, este esfuerzo fiscal ha reducido las tasas de interés a menos de 15%, de más de 40% durante el peor momento de la crisis financiera de 1998, y ha permitido que la prima de riesgo país de Brasil disminuya a alrededor de 200 puntos base (de más de 1.000) en relación con los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Estos acontecimientos han promovido el resurgimiento de segmentos del mercado

<sup>1</sup>En un intento por combatir la inflación (que osciló entre 1.030% y 1.780% entre 1988 y 1992), el gobierno lanzó siete planes económicos diferentes entre 1986 y 1991, con éxito limitado. El Plan Real, lanzado en 1994, finalmente logró controlar la inflación.

de capitales inactivos por mucho tiempo – aquellos dedicados al sector privado. La emisión local de deuda corporativa ha alcanzado 74.700 millones de reales en el año 2006<sup>2</sup>, en comparación con 7.400 millones de reales hace cinco años<sup>3</sup>.

Los mercados bursátiles de Brasil fueron afectados no sólo por la inestabilidad económica e incertidumbre política sino también por estándares deficientes de gobernabilidad corporativa, lo que tuvo como resultado primas de control elevadas<sup>4</sup>. La legislatura brasileña resistió los cambios de gobernabilidad propuestos en 1999 y los ajustes a la ley del mercado de valores, a pesar de ser positivos, no fueron suficientes. La solución, estimulada por el mercado, llegó en el año 2000 con la introducción de Novo Mercado, un segmento especial de cotización de la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Los altos estándares de gobernabilidad corporativa de Novo Mercado sólo permiten una clase de estructura de acciones y exigen

<sup>2</sup>Según la Comissão de Valores Mobiliários.

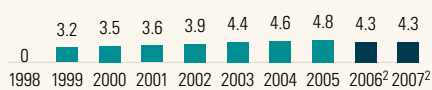
<sup>3</sup>En 2001, la emisión de deuda corporativa alcanzó 20.400 millones de reales, cayendo más de 60% en 2003; estas cifras incluyen obligaciones (*debentures*) y pagarés de titularización.

<sup>4</sup>Entre 1996 y 1999 la prima sobre el mercado fue superior a 100% en 15 de 17 transacciones relevantes relacionadas con un cambio de control; ninguna tuvo una prima de control inferior a 39%.

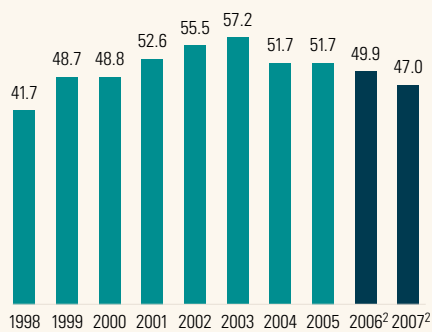
#### GRÁFICO I

### La economía de Brasil en recuperación

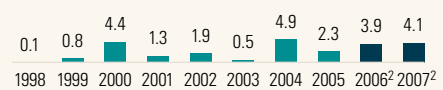
Resultados fiscales primarios,<sup>1</sup> % del PIB



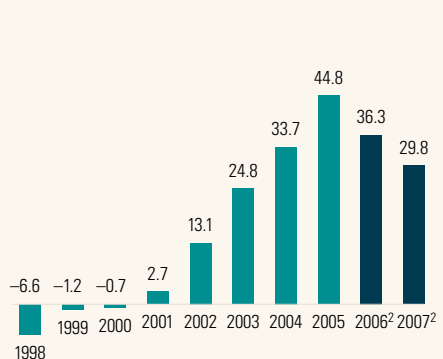
Deuda neta del sector público, % del PIB



Crecimiento económico,<sup>3</sup> %



Balanza comercial, % del PIB



<sup>1</sup>Superávit público antes de pago de intereses.

<sup>2</sup>Estimación.

<sup>3</sup>Cambio real en el PIB.

un mayor nivel de divulgación. Las reacciones a Novo Mercado fueron positivas, dando lugar a una ola de nuevas emisiones.

Ingreso a Novo Mercado es opcional, pero los accionistas han percibido claramente los beneficios de los estándares de gobernabilidad mejorados: las nuevas emisiones tienen una prima promedio de 70% sobre el rendimiento de las acciones del mercado general<sup>5</sup>, lo que ha generado interés entre los inversionistas extranjeros.

Hoy en día, algunas de las principales empresas del país gozan de condiciones favorables para su financiación. Las valuaciones de importantes empresas locales, como las del gigante de la industria minera Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), han aumentado rápidamente y los descuentos han ido disminuyendo significativamente en comparación con sus pares globales (Gráfico 2). El menú de alternativas de financiación se ha ampliado y ahora incluye instrumentos como la titulización de activos emitidos recientemente por el Banco Itaú y valores con plazos de vencimiento más largos, por ejemplo, los bonos perpetuos emitidos por el Banco Bradesco y Braskem. Instrumentos como éstos, que han estado a disposición de los competidores internacionales durante mucho tiempo, sólo ahora se ofrecen en Brasil con términos y condiciones razonables.

### **Observe las oportunidades**

Las empresas locales han dependido durante mucho tiempo de una serie de protecciones regulatorias (como aranceles a las importaciones), así como en ventajas estructurales (como mano de obra de bajo costo) para hacerle frente a la competencia global. Con el rápido cambio del entorno competitivo, las empresas locales no sólo deben perfeccionar sus habilidades operativas para contrarrestar el fortalecimiento de la moneda local y la disminución de protecciones reguladoras sino también acelerar su crecimiento para alcanzar la escala y la magnitud necesarias para competir a nivel global. Por otra parte, las empresas multinacionales se están esforzando por estructurar las oportunidades con el fin de acceder a los recursos naturales únicos del país y a su prometedor mercado interno. Cuatro sectores – infraestructura, industrias básicas, bienes de consumo, mercado minorista y banca – indican los posibles desafíos y posibilidades que las empresas tendrán que enfrentar en el futuro.

#### Infraestructura

La inversión privada en infraestructura en Brasil está lista para crecer. El gobierno federal se ha concentrado más en sanear el presupuesto en función

<sup>5</sup> Las nuevas emisiones fueron cotizadas, en promedio, con múltiplos de P/E (relación precio-ganancia) de 18,8 y con el valor de la empresa (EV) en múltiplos de EBITDA (sigla en inglés; beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización) de 9,2; en esa época, el mercado general realizaba operaciones con múltiplos de P/E de 11,1 y un múltiplo de EV/EBITDA de 4,8.

## GRÁFICO 2

**Reducción de descuentos**

<sup>1</sup>Diferencia en el múltiplo de PE proyectado entre los índices MSCI de Estados Unidos y MSCI de Brasil.

<sup>2</sup>Múltiplo de negociación en 18 de enero de 2007; EBITDA = beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

<sup>3</sup>Companhia Vale do Rio Doce.

Fuente: Análisis McKinsey Global Institute

de la política fiscal que en financiar nuevos proyectos, y el resultado han sido décadas de inversión insuficiente. Las necesidades son inmensas, desde energía eléctrica hasta transporte y vivienda. Para evitar cortes de energía como los que se padecieron en el año 2001, y para apoyar el crecimiento de la demanda, la capacidad de generación de energía debe aumentar más de 40% durante los próximos diez años. Las operaciones de distribución y transmisión se deben renovar para alcanzar los puntos de referencia de servicio; también se deben expandir para sostener la creciente capacidad de generación proveniente de grandes proyectos como Belo Monte (en el norte de Brasil) y el Complejo Hidroeléctrico del río Madeira.

Se calcula que la necesidad de nuevas unidades de vivienda será de alrededor de 15% del número actual o siete millones de unidades adicionales. Una gran cantidad de las viviendas existentes no cuentan con servicios básicos: sólo 65% tiene acceso a sistemas de alcantarillado y 15% no tiene agua potable. Sin embargo, la incertidumbre regulatoria sigue siendo un gran obstáculo para la inversión en viviendas, tanto en el sector privado como en el público.

También es de vital importancia la inversión en transporte. Las estadísticas del gobierno indican que menos de 30% de la extensa red vial de Brasil (72.000 kilómetros o aproximadamente 45.000 millas) se encuentra en buenas condiciones y 40% necesita una renovación inmediata. Los sistemas ferroviarios y de canales, además de necesitar modernización y reparaciones,

no son lo suficientemente extensos ni confiables para convertirse en alternativas útiles.

De acuerdo con una encuesta realizada a altos ejecutivos de Brasil, 90% de las barreras para llevar a cabo proyectos de infraestructura están relacionadas con restricciones financieras, ambientales y regulatorias<sup>6</sup>. En el contexto financiero, por lo menos, ha habido progreso: la baja constante de la prima de riesgo país ha reducido el costo de capital, lo cual es un elemento fundamental para lograr la solidez económica de los proyectos. No obstante, el progreso en términos de regulación ha sido irregular: el sector de telecomunicaciones cuenta con un entorno regulatorio estable y con un organismo público que funciona correctamente, pero, el de saneamiento, por ejemplo, continúa esperando el establecimiento de reglas claras para la inversión privada.

La alentadora legislación que rige a las sociedades del sector público y privado ha estimulado recientes proyectos exitosos para la construcción de carreteras. También debe ofrecer condiciones favorables para la inversión privada en otros proyectos. No obstante, los inversionistas deben tener una perspectiva clara de la evolución del entorno regulatorio del segmento en el cual pretenden actuar. Antes de comprometerse en proyectos que requieran de grandes sumas de capital, deben desarrollar habilidades sólidas de gestión regulatoria, ya que los procesos de revisión de aranceles continúan siendo esenciales para el desempeño. En todo caso, se espera que las empresas de construcción y de materiales de construcción se beneficien con la primera ola de cambio a medida que Brasil se esfuerza por solucionar algunos de sus problemas de infraestructura.

#### Industrias básicas

Una combinación saludable de estabilidad económica, ventajas estructurales y una posición superior en las curvas de costos globales ha convertido rápidamente a Brasil en una base de suministro de productos agrícolas (como soya y caña de azúcar), aluminio y alúmina, cobre, mineral de hierro, níquel, pasta y acero. La expropiación total es poco común, por lo tanto, el riesgo político es bajo. Los mercados internos para estos *commodities* siguen siendo atractivos, con alta concentración en varios segmentos, grandes primas sobre los precios internacionales y potencial de crecimiento. No obstante, los mercados internos siguen siendo pequeños en comparación con los de exportación.

Gracias al aumento de las valoraciones y a la disminución del costo de capital, las grandes empresas globales, como CVRD, Gerdau y Votorantim Pulp and Paper (VCP) pueden apuntar tanto a la expansión orgánica

<sup>6</sup>“Annual survey on infrastructure, 2005–06”, Exame.

interna como a las adquisiciones en el exterior. Por otra parte, una base de capital fortalecida y acceso a capital global permite a estas empresas defender su posición en los mercados locales. Después de la consolidación de los mercados regionales, las grandes empresas brasileñas han unido sus activos con el objetivo de resistir los intentos de empresas extranjeras de ingresar a los mercados locales. La licitación conjunta de VCP y Suzano Bahia Sul Papel e Celulose por Ripasa, por ejemplo, es reflejo de esta estrategia.

Muchas empresas multinacionales de materiales básicos ya tienen participaciones rentables en Brasil y pueden beneficiarse doblemente del marcado aumento de los precios de los activos locales y de la expectativa de que el crecimiento del mercado local gane fuerza. Sin embargo, ahora que los principales participantes locales se han consolidado, el ingreso al mercado brasileño presenta un mayor desafío para las empresas multinacionales y por eso, alianzas con empresas locales están surgiendo como una alternativa sensata.

Las grandes empresas de Brasil son competidores importantes en la región y además están compitiendo por activos en todo el mundo. Por ejemplo, Gerdau, el fabricante de acero, busca expandirse en las Américas. Mientras tanto, CVRD adquirió una de las mineras de níquel líderes en el mundo: Inco, de Canadá. Para aprovechar al máximo el crecimiento, las empresas de materiales básicos de Brasil deben estimular sus talentos gerenciales y técnicos – un obstáculo crítico, ya que los recursos tradicionales de capital humano del sector siguen padeciendo las consecuencias de años de negligencia. Estas empresas también deben asegurarse de que sus estructuras de propiedad satisfagan los estándares internacionales (evitando, por ejemplo, descuentos por prácticas de gobernabilidad deficientes y bloques de control poco transparentes) y de que su apalancamiento sea satisfactorio. De hecho, un bajo nivel de apalancamiento permitiría a las empresas brasileñas maximizar su flexibilidad estratégica si el país alcanza calificación de grado de inversión. El aumento de los precios de las acciones debe impulsar nuevos movimientos en busca de la consolidación.

#### Bienes de consumo y sector minorista

La baja de las tasas de interés y el crecimiento del consumo en el mercado masivo tendrán un gran impacto en los sectores de bienes de consumo y minorista. El crédito al consumidor ha aumentado más de 26% anual durante los últimos seis años, sin incrementos significativos en la morosidad. Ese aumento ha sido fomentado por leyes bancarias que permiten que las instituciones otorguen préstamos a empleados con riesgos mínimos ya que el interés mensual y el pago principal se pueden deducir directamente de los sueldos<sup>7</sup>. A medida que las tasas de interés reales para las personas

<sup>7</sup> Las tasas de interés de los créditos al consumidor respaldados por sueldos son generalmente inferiores por 60% a las de los préstamos personales sin garantía.

naturales continúen cayendo, la expansión del crédito al consumidor podrá continuar sosteniendo el crecimiento del consumo. En Brasil, los niveles de deudas relacionadas con el crédito al consumidor, actualmente en 5,4% del PIB, son inferiores a los de países como Chile (7% del PIB) y España (7,5%).

Se espera que el número de personas que viven debajo de la línea de la pobreza disminuya aproximadamente 5% anual durante los próximos cuatro años, en vista del crecimiento económico proyectado y de la lenta mejora en la distribución de la riqueza entre clases sociales<sup>8</sup>. La reducción de los

**Los mercados globales de capital se están expandiendo; los flujos internacionales, por ejemplo, están creando vínculos más fuertes entre los países. Consulte "Mapping the global capital markets", en [mckinseyquarterly.com](http://mckinseyquarterly.com).**

niveles de pobreza tendrá un impacto directo sobre las oportunidades para atender al mercado masivo, cuya proporción de consumo total podría aumentar de 48% en el año 2004 a 60% en el año 2009. Además, el crecimiento más rápido del consumo en las ciudades medianas y grandes

(entre 250.000 y 500.000 habitantes y de 500.000 habitantes en adelante, respectivamente), a expensas de las más grandes (São Paulo, Rio de Janeiro, Porto Alegre y Belo Horizonte) también debe incrementar las oportunidades en este sector.

La capacidad de captar las oportunidades asociadas con estos consumidores emergentes depende, en parte, de la comprensión de sus preferencias y limitaciones. Una encuesta reciente de McKinsey sugiere que más de 60% de los ingresos más altos de estos grupos se destinarían a más alimentos de mejor calidad. En contraste, el consumidor promedio de cualquier otra parte del mundo gasta aproximadamente 60% de cualquier ingreso adicional en productos no comestibles como electrónicos, vestimenta y entretenimiento.

Un gran problema que frena al sector es el mercado informal. Las empresas informales representan aproximadamente 80% del total de las ventas minoristas, a pesar de ser mucho menos eficientes que los minoristas formales (los minoristas formales e informales de Brasil son 23% y 88% menos eficientes, respectivamente, que los minoristas de Estados Unidos). Las empresas informales tienen acceso restringido al capital y una falta de incentivo real para crecer: cuanto más crecen, más efectiva es la ley para encontrarlas y controlarlas. En vista de la pesada carga impositiva que el

<sup>8</sup> Con un crecimiento económico de 3,4% anual (según los cálculos de MCM, una empresa de investigación brasileña que se dedica a temas macroeconómicos) y un crecimiento de la población de 1,3% anual entre 2006 y 2009, la cantidad de personas que viven debajo de la línea de la pobreza se reducirá de 28% a 22% de la población total.

sector formal debe soportar, la evasión fiscal y los bajos costos operativos pueden dar a los minoristas informales una ventaja de cinco puntos porcentuales sobre los formales en sus márgenes operativos, a pesar de las ventajas del sector formal en cuanto a la compra al por mayor y la mayor productividad de la mano de obra. Al reducir la carga impositiva en los supermercados, algunos países, como México, han prácticamente eliminado a las empresas informales que se encuentran entre los formatos minoristas modernos.

#### Sector bancario

El caos económico de los últimos 25 años ha atrofiado gravemente los mercados de préstamos internos de Brasil y sectores como seguros e inversión a largo plazo permanecen subdesarrollados. Sin embargo, la incertidumbre que existe con respecto a los factores macroeconómicos también ha promovido amplios márgenes tanto en los productos de activos como de pasivos, situando a los bancos brasileños entre los más rentables y con mayor capital del mundo.

El sector bancario de Brasil se debe beneficiar de manera significativa de un entorno macroeconómico estable y de una calificación de grado de inversión soberana. De hecho, las experiencias de México y Portugal, con mejoras en su riesgo soberano y disminución de las tasas de interés, sugieren que estos logros pueden acelerar el crecimiento de los mercados de capitales locales: los bancos extienden crédito a los consumidores y a las empresas privadas con mayor libertad y florece el mercado hipotecario. También emergen segmentos como la gestión de activos, derivados, colocación y servicios de asesoría de M&A. Sin embargo, una estructura regulatoria eficaz es la base para cualquier mercado bancario. Un crecimiento sólido sólo ocurrirá después de la implementación de dicha estructura.

Los hogares y las corporaciones de Brasil carecen de apalancamiento en comparación con sus contrapartes de los países desarrollados<sup>9</sup>. De hecho, las corporaciones que desean obtener calificación de grado de inversión en un país que no posee dicha calificación suelen tener estructuras de capital más conservadoras que las corporaciones con una calificación similar en países que sí poseen calificación de grado de inversión.

Salvo escasas excepciones, el sector bancario comercial de Brasil se encuentra firmemente en manos de instituciones locales, lo que ha llevado a la consolidación del sector, y cuenta con una amplia base de clientes en diversos

<sup>9</sup>En el año 2004 el total de préstamos pendientes representaba sólo 26% del PBI en Brasil, pero 73% en Chile, 105% en España y 135% en Portugal.

segmentos y geografías. Estos grandes bancos universales locales (bajo estricto control del Estado o de familias o fundaciones) cuentan con valuaciones altas que aseguran su acceso competitivo a capital y a oportunidades de mayor consolidación, lo que hace menos probable y atractiva su adquisición por parte de bancos globales. Sólo los bancos multinacionales con grandes ambiciones en la región y gran potencial de crecimiento podrían justificar la compra de esos participantes locales para ingresar al mercado o expandirse. Una posible alternativa para las empresas multinacionales es participar en la privatización de los bancos del Estado restantes o ingresar en una sociedad con un banco local dominante cuyo accionista mayoritario (generalmente una familia) busque liquidez y diversificación.

Aumentar la cartera de préstamos corporativos orgánicamente puede ser una alternativa atractiva: las ganancias obtenidas a partir de las mejoras en la calificación soberana generan retornos mayores en la deuda que en el capital, asumiendo primas de riesgo similares entre las clases de activos. La expansión de parte de los bancos de inversión generalmente depende del crecimiento orgánico. Tanto el segmento de asesoría como de colocación de activos están controladas por los participantes globales, quienes en ciertos casos adquirieron instituciones locales para establecer una presencia local antes de iniciar un esfuerzo orgánico. Credit Suisse y UBS eligieron este camino: el primero, mediante la adquisición de una de las firmas de inversión locales más exitosas, el Banco Garantia, en 1998 y luego, del proveedor de servicios financieros Hedging-Griffo, en 2006; el segundo, mediante la adquisición del Banco Pactual, la última institución independiente con una posición prominente en el mercado, durante la primera mitad del año 2006. Los grandes bancos comerciales locales son los únicos representantes locales dentro de la elite de bancos que ofrecen servicios de colocación de activos y asesoría.

En el sector de crédito al consumidor, algunos bancos extranjeros, como el Banco Santander Central Hispano (Santander) en tarjetas de crédito y HSBC en crédito a consumidores de bajos ingresos, están explorando nichos en el mercado minorista.

A pesar de que el sector financiero como un todo no sólo está creciendo sino también expandiendo su oferta de productos y servicios, es probable que las ganancias no aumenten proporcionalmente. A pesar de la mejora general en las condiciones de financiamiento, el crédito para las empresas del mercado intermedio, las pequeñas empresas y las personas naturales continúa siendo uno de los más caros del mundo. Con mayor estabilidad, los factores que hoy benefician a las grandes empresas probablemente se expandirán al resto de la economía, ayudando a los prestatarios de todos los tamaños. Los

cargos y los márgenes de productos como hipotecas y crédito al consumidor deben disminuir; así, a medida que el sector crezca, es probable que el impacto de la estabilidad sobre el total de ganancias sea menos positivo.

---

Las empresas brasileñas continúan enfrentando grandes riesgos. La reducción del déficit de cuenta corriente del país se logró a costa de uno de los más fuertes mercados de *commodities*. El colapso de este mercado podría revertir la cuenta corriente actual y, en consecuencia, perjudicar la posible calificación de grado de inversión. Un menor compromiso con respecto a una política fiscal prudente podría llevar a una mayor participación del gobierno en el mercado de capitales, básicamente dejando por fuera a muchos prestatarios privados. Las mejoras realizadas en infraestructura son irregulares. Y los servicios del gobierno (como el sistema judicial) y el sistema fiscal solamente serán mejorados en el mediano plazo.

¿Qué debe hacer un ejecutivo de una multinacional en esta situación? Un elemento importante en la estrategia de entrada de cualquier empresa multinacional es un profundo conocimiento del entorno local: ejecutivos experimentados, comprometidos con la región y acostumbrados a lidiar con entidades reguladoras, funcionarios del gobierno y proveedores locales. En cuanto a las empresas locales, las mejoras económicas y el desarrollo de los mercados de capitales locales deben afectar sus perspectivas profundamente. La mejora de los estándares de gobernabilidad corporativa locales debe mejorar las prácticas gerenciales y crear un entorno de inversión más saludable para el ahorro interno. Con esfuerzo (y un poco de suerte), las empresas locales deben salir más fortalecidas para enfrentar un entorno comercial mucho menos protegido y para acelerar las ganancias en productividad. **Q**

**Eduardo Andrade** y **Roberto Fantoni** son socios de la oficina de McKinsey en São Paulo, donde **Bill Jones** es consultor. Copyright © 2007 McKinsey & Company. Todos los derechos reservados.