Brasil

Un año de reequilibrio macroeconómico

Brasil entra en 2027 con una economía que acusa los efectos de un periodo prolongado de política monetaria restrictiva, mientras que la transición hacia un nuevo ciclo político debería mantener la política fiscal y las condiciones financieras en el centro de las perspectivas. Nuestro escenario central es de menor crecimiento, desinflación gradual y margen limitado para la relajación monetaria.

Marco Antonio Caruso

Prevemos un crecimiento del producto interior bruto (PIB) del 1,3% en 2027, tras un comportamiento moderado en 2026. El principal factor es la transmisión diferida de unos tipos de interés reales elevados al consumo, la inversión y otros sectores sensibles a los mismos. Por tanto, la economía debería recibir menos apoyo de la demanda interna, mientras que las exportaciones probablemente seguirán lastradas por un entorno global menos favorable y unos precios de las materias primas más moderados. La mayor incertidumbre es la política fiscal. Una estrategia de ajuste creíble podría mejorar la confianza y compensar, en parte, el lastre de unas condiciones monetarias restrictivas, mientras que una señal fiscal más débil mantendría elevadas las primas de riesgo y limitaría la inversión.

El mercado laboral solo debería enfriarse de forma gradual. El empleo se ha mostrado inusualmente resiliente: el paro sigue en niveles históricamente bajos y los ingresos salariales continúan sosteniendo el consumo. Sin embargo, la combinación de una menor actividad, un menor dinamismo del crédito y una contratación más prudente debería reducir la demanda de trabajo a lo largo de 2027. Esperamos cierto aumento del desempleo durante el año, pero no un deterioro brusco, ya que los cambios estructurales en la oferta de trabajo y una tasa natural de desempleo estimada más baja apuntan a que el mercado puede mantenerse relativamente tensionado, incluso con un crecimiento modesto del PIB. Los incrementos salariales deberían moderarse pero sin desplomarse, lo que favorecería el proceso de desinflación sin provocar un *shock* negativo importante sobre la renta de los hogares.

La inflación debería continuar bajando, pero es probable que siga convergiendo lentamente hacia el objetivo. Prevemos que la inflación se acerque al 4% a finales de 2027, mejora que debería proceder de una demanda más débil, una menor inercia inflacionista y una evolución más favorable de los precios de los bienes y alimentos, conforme los efectos retardados de la política monetaria restrictiva se hagan más evidentes. No obstante, la inflación de los servicios debería seguir siendo la principal

Brasil

fuente de persistencia, reflejo de un mercado laboral todavía tensionado y de un crecimiento salarial elevado. Las expectativas de inflación también constituyen una restricción importante, sobre todo porque las perspectivas fiscales continúan influyendo tanto en el tipo de cambio como en las expectativas a medio plazo. En consecuencia, aunque la inflación general siga bajando, es probable que su composición justifique la cautela del Banco Central de Brasil (BCB).

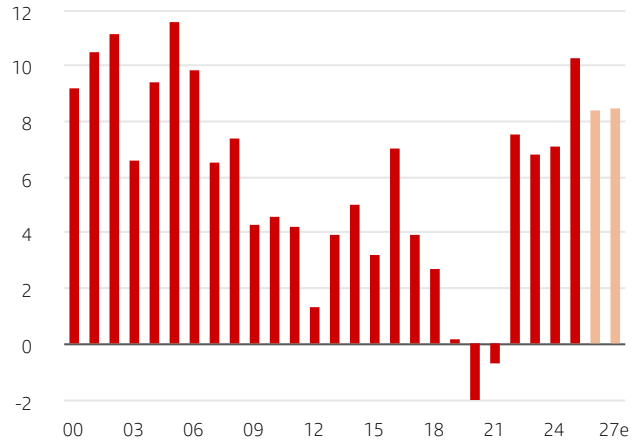
Esperamos que la política monetaria se mantenga en terreno restrictivo durante 2027. A medida que avance el ciclo de relajación, es probable que el BCB mantenga un enfoque prudente y evalúe tanto el impacto acumulado de sus decisiones como la orientación fiscal del nuevo Gobierno. Tras la fase inicial del ciclo de flexibilización, prevemos que el BCB entre en una larga pausa para ver dónde se estabilizan el tipo de cambio y las expectativas de inflación y cómo afectan a las perspectivas de inflación. Con la inflación todavía por encima del objetivo y unas expectativas que probablemente seguirán siendo sensibles a las señales fiscales y de política económica, el listón para continuar de inmediato con el ciclo de relajación debería mantenerse relativamente alto. No obstante, a lo largo del año los efectos acumulados de la política monetaria restrictiva deberían notarse cada vez más en la actividad y en el mercado laboral, lo que reduciría las presiones inflacionistas subyacentes, permitiendo al BCB reanudar los recortes de tipos en la última parte del año y llevar el tipo de interés oficial (la Selic) hacia el 12,5% a finales de 2027, sin que la política monetaria abandone el terreno restrictivo.

Las condiciones financieras deberían seguir siendo restrictivas, aunque avance el ciclo de relajación. Es probable que los tipos de interés internos sigan siendo sensibles a la evolución fiscal, a las rentabilidades globales y a la credibilidad del nuevo marco de política económica. Las condiciones crediticias deberían suavizarse lentamente, con una banca que mantendrá una postura selectiva y unos hogares muy endeudados con escaso margen para solicitar más crédito.

El tipo de cambio también debería seguir actuando como un canal de transmisión importante, respaldado por el elevado diferencial de tipos de interés de Brasil, aunque continuará siendo vulnerable a los cambios en el apetito global por el riesgo y al riesgo interno. En conjunto, 2027 debería ser un año de ajuste más que de aceleración, en el que una pausa prolongada de la política monetaria en la primera mitad dará paso a una nueva fase de relajación, a medida que la menor actividad y una inflación más baja den margen para recortes adicionales de tipos.

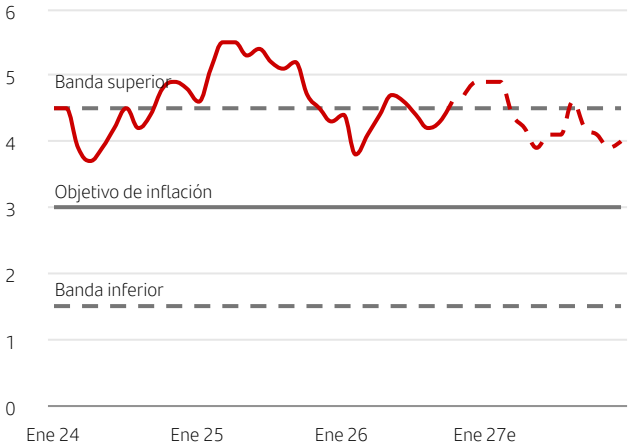
Brasil

Brasil: tipos reales persistentemente elevados
(%, variación anual)



Fuentes: BCB, IBGE y Santander Research.

Brasil: inflación de consumo por encima del objetivo del 3%
(%, variación anual)



Fuentes: IBGE y Santander Research.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,3	1,5
Tasa de desempleo	5,5	6,0	6,5
Inflación (IPC)	4,5	4,4	3,9

Fuente: Santander Research. Media anual.

Brasil: la estrecha pista hacia un aterrizaje suave

La estabilización macroeconómica nunca es gratuita. Devolver la inflación al objetivo exige cierta moderación de la demanda, igual que apoyar el crecimiento suele implicar tolerar temporalmente una mayor inflación. Lo que cambia entre países y a lo largo del tiempo no es la existencia de esta disyuntiva, sino sus determinantes. Nuestro escenario base contempla una desinflación continuada sin recesión. Sin embargo, la estabilización debería depender menos de la política monetaria y más de la convergencia fiscal.

El actual ciclo monetario en Brasil puede resultar complejo, ya que la cuestión central no es solo si la inflación puede volver al objetivo, sino también cuánto ajuste económico será necesario. La respuesta depende de la combinación más amplia de políticas macroeconómicas.

Durante gran parte de la etapa de objetivos de inflación, Brasil operó en condiciones relativamente favorables. Las expectativas de inflación permanecían ancladas, la política fiscal apoyaba la estabilización y los mercados financieros interpretaban los ajustes graduales de los tipos de interés como una señal de confianza. En ese entorno, el BCB podía suavizar los ciclos económicos preservando su credibilidad. La política monetaria era, en gran medida, un ejercicio de calibración. Pero eso ha cambiado.

Una combinación incierta de políticas macroeconómicas

La pregunta ya no es si Brasil acabará estabilizando la deuda pública, sino si el ajuste fiscal llegará antes de que los mercados lo exijan. En otras palabras, ¿se producirá el ajuste de forma proactiva o únicamente de forma reactiva? Mientras persista esta incertidumbre, las expectativas de inflación incorporarán parte del riesgo, obligando a la política monetaria a compensar un ajuste que todavía no se ha producido.

Desde la pandemia, Brasil ha combinado una expansión fiscal persistente, expectativas de inflación por encima del objetivo, mayores primas de riesgo soberano y un tipo de interés real neutral estructuralmente más elevado. En conjunto, estos factores reflejan cierta incertidumbre en torno a la futura combinación de políticas macroeconómicas.

De manera aislada, ninguno de ellos impide que la inflación converja hacia el objetivo. Sin embargo, conjuntamente han elevado el coste de la desinflación. La frontera de estabilización de Brasil se ha deteriorado: devolver la inflación al objetivo exige ahora una respuesta de política económica más contundente, una mayor desaceleración de la actividad o una combinación de ambas.

Esto no significa que la política monetaria sea menos eficaz. Más bien, la economía necesita ahora unas condiciones financieras más restrictivas para lograr la misma reducción de la inflación. Es decir, parece haber aumentado la ratio de sacrificio.

Esto también cambia la respuesta de la política monetaria a los *shocks*. En general, los bancos centrales deberían mirar más allá de los *shocks* temporales de oferta y

endurecer la política solo cuando estos amenacen las expectativas de inflación. Pero este enfoque depende de la credibilidad. Cuando las expectativas permanecen por encima del objetivo durante un periodo prolongado, se reduce el margen para acomodar *shocks* temporales. Los mercados se vuelven más sensibles a cualquier percepción de menor compromiso con la estabilidad de precios, aumentando la probabilidad de que los *shocks* temporales se incorporen a los salarios y a las expectativas a más largo plazo.

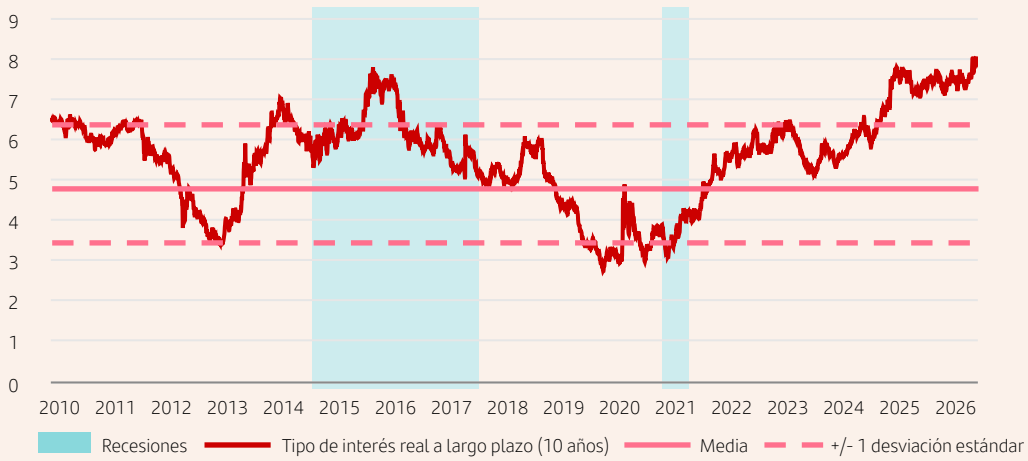
Como resultado, la política monetaria pierde flexibilidad. El gradualismo resulta más difícil de distinguir de la complacencia, mientras que un enfoque equilibrado se vuelve más complejo porque la credibilidad pasa a formar parte del proceso de estabilización. La política monetaria ya no solo calibra el ciclo económico, también preserva la confianza en el régimen macroeconómico en su conjunto.

Por tanto, las perspectivas para 2027 merecen especial atención. A medida que se modera la actividad, los inversores esperan naturalmente que se acelere la relajación monetaria. Nuestra valoración es más cauta. Un crecimiento más lento puede no generar el mismo margen para normalizar la política si las expectativas de inflación siguen por encima del objetivo y el tipo de interés real de equilibrio ha aumentado. Quizás la política monetaria deba mantener un enfoque restrictivo.

Conclusión

Nuestro escenario base contempla una desinflación continuada sin recesión. Sin embargo, los riesgos son cada vez más asimétricos. A medida que la estabilización depende más de la política monetaria, la economía es más vulnerable a ajustes no lineales. Una consolidación fiscal proactiva ayudaría a reducir las primas de riesgo, volver a anclar las expectativas de inflación y restablecer el margen del BCB para calibrar la política. De lo contrario, la política monetaria seguirá soportando una mayor parte del esfuerzo de estabilización.

Brasil: tipos de interés reales a largo plazo, de la reversión a la media a un nuevo máximo
(%)



Fuentes: Bloomberg y Santander Research.