VINCI COMPASS

Addendum

Agosto 2025

Renta fija Brasil: *Take a chance on me* [1]

- *Clase de activo presenta atractivo dado el elevado nivel de tasas de interés*
- *Proximidad de una política monetaria más expansiva favorecería baja de tasas*
- *Otros catalizadores a favor: potencial giro político en 2026 y recalificación crediticia*

Oportunidad táctica derivada de una política fiscal más prudente y una política monetaria más expansiva

La nueva orientación de las políticas económicas en Brasil genera un atractivo en los bonos brasileros, ante la alta probabilidad de que se dé una caída de las tasas en los próximos años. Esta hipótesis de normalización se basa en tres puntos:

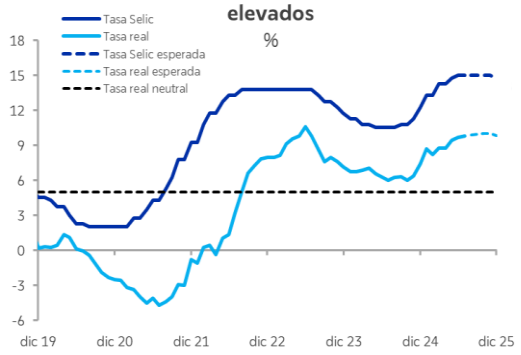
i) *Tasas de interés en un nivel históricamente alto podrían ceder ante enfoque más prudente de la política fiscal y expansivo de la política monetaria*

ii) *Posibilidad de un giro político hacia un gobierno de centroderecha en las elecciones generales de 2026*

iii) *Potencial retorno de Brasil al grado de inversión*

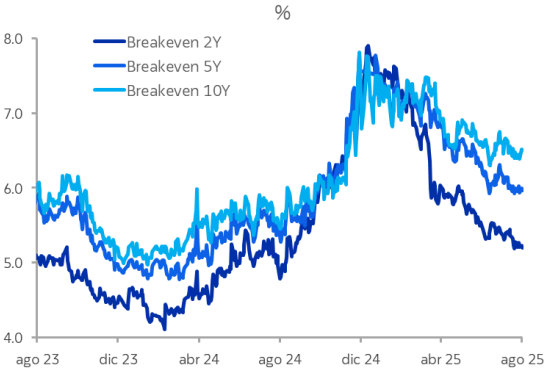
Durante 2023 y parte de 2024, Brasil experimentó un desajuste entre sus políticas fiscal y monetaria: mientras el Banco Central (BCB) aplicaba una estrategia contractiva, elevando con fuerza la tasa de referencia para controlar la inflación, el Tesoro Nacional impulsaba una política expansiva, incrementando el gasto público. Esta divergencia provocó que las tasas de interés reales alcanzaran niveles excepcionalmente altos, en torno al 10%-11%, por sobre la tasa real neutral estimada entre 5% y 6% (Gráfico 1). No obstante, en el transcurso del último año, esta dinámica comenzó a cambiar: el BCB habría alcanzado el techo de su ciclo de alzas de tasas, dando por concluida la fase contractiva de la política monetaria y preparándose para comenzar una expansiva, mientras que el gobierno inició un proceso de consolidación fiscal, impulsado por las exigencias de la Ley de Responsabilidad Fiscal y la oposición dentro del Congreso ante proyectos fiscales expansivos. En línea con esto, el déficit primario pasó de -2.5% del PIB a mediados de 2024 a un superávit de 0.1% en junio de este año.

Gráfico 1: Tasas reales en niveles elevados



Fuente: Bloomberg, Vinci Compass

Gráfico 2: Brasil breakevens



Fuente: Bloomberg, datos al 18 de agosto de 2025

1) Nuevo rumbo de la gestión fiscal y monetaria

El ajuste de ambas políticas ya comienza a tener efectos. Para este 2025, se proyecta una desaceleración económica respecto al año anterior, aunque diferentes organismos internacionales han ido corrigiendo al alza dicho número, destacando la resiliencia en el incierto entorno global. En su publicación de mitad de año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó al alza su proyección de crecimiento para Brasil este año, desde 2.0% hasta 2.3%. Por otro lado, tanto las expectativas de inflación como los *breakevens* (tasas implícitas de inflación) han

1. *"Dame una oportunidad" canción de ABBA*

retrocedido desde comienzos de 2025 (Gráfico 2). El mercado espera que la inflación logre situarse bajo 5% anual al cierre del año. De esta forma, con una tasa de interés en el punto máximo del proceso monetario contractivo (15.00%), la tasa real se ubica en niveles que duplican la tasa real neutral. Además, los diferentes tramos de la curva nominal han caído en lo corrido del año, luego de una pronunciada alza durante la segunda parte de 2024, pero aún se mantienen en niveles históricamente altos.

En este nuevo contexto, con el inicio de esta nueva etapa de política fiscal contractiva, y a la espera de que comiencen los recortes de tasas por parte del BCB, se abre con alta probabilidad un escenario de caídas significativas en las tasas durante los próximos años, lo que refuerza el atractivo de posicionarse en los niveles actuales para capturar ganancias de capital.

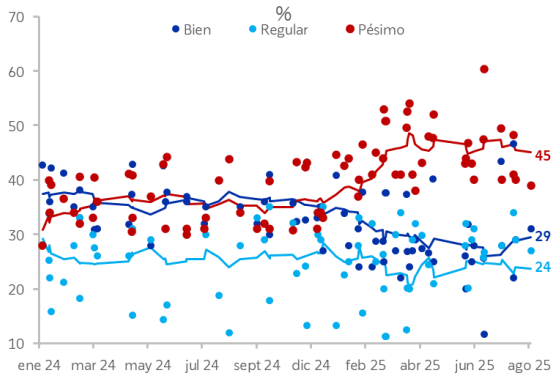
2) Catalizador político en el horizonte

En octubre de 2026 se llevarán a cabo las elecciones presidenciales de Brasil. Si bien aún resta más de un año para éstas, el mercado apunta a un giro político en los resultados. Actualmente, la popularidad del presidente, Lula da Silva, es bastante baja: las encuestas muestran que más del 40% de la población califica su gobierno como "malo o pésimo" (Gráfico 3). Si bien el tema arancelario mejoró su popularidad, esperamos que este fenómeno sea transitorio. Con la aprobación actual, los modelos de preferencias sugieren que, de mantenerse estos niveles, el presidente obtenga menos del 40% de los votos en una hipotética segunda vuelta. De esta forma, la probabilidad de victoria de un candidato de oposición es alta. De darse este escenario, se esperaría un mayor compromiso con la responsabilidad fiscal y las finanzas públicas del país en el largo plazo, así como políticas más promercado, lo que presionaría a la baja las tasas de interés.

3) Retorno de Brasil al grado de inversión

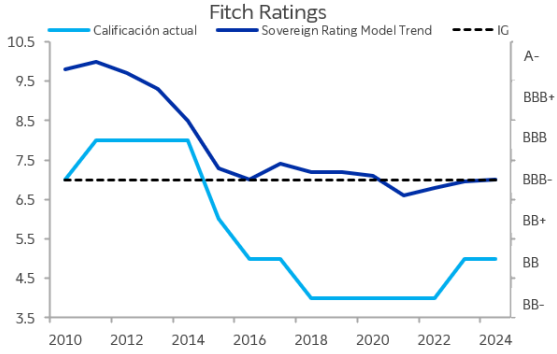
De concretarse el escenario político de la sección anterior, podría producirse otro evento relevante para el análisis: la recuperación del grado de inversión. Actualmente, Brasil se ubica entre uno a dos *notches* por debajo de este umbral en las principales agencias calificadoras, siendo la fragilidad fiscal el mayor obstáculo para una mejora. Sin embargo, el marco fiscal vigente, junto con una administración más prudente, aumentaría las probabilidades de una mejora en la nota crediticia. Incluso, de acuerdo con el modelo de rating soberano de Fitch Ratings, la calificación actual del país se ubica por debajo de la nota implícita que reflejan sus indicadores fundamentales en base a un modelo cuantitativo (Gráfico 4). El mercado tiende anticiparse a estas revisiones, lo que se puede estar relacionado con la caída de la prima por riesgo país (*Credit Default Swap*) de Brasil, destacando frente a sus pares de la región (Gráfico 5). Una revisión al

Gráfico 3: Evaluación Gobierno de Lula



Fuente: Vinci Compass en base a 7 encuestas

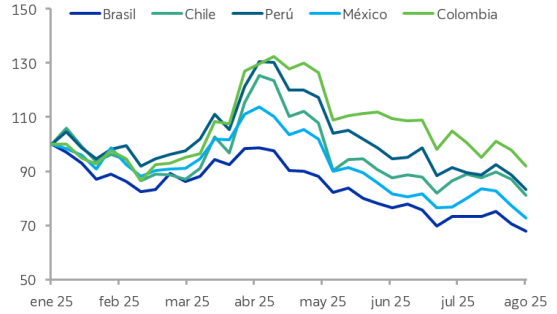
Gráfico 4: Calificación crediticia de Brasil



Fuente: Fitch Ratings

Gráfico 5: Prima por riesgo por país América Latina

CDS | pts. | Base 100, 1 de enero de 2025



Fuente: Bloomberg, datos al 15 de agosto de 2025

alza de la calificación brasilera generaría efectos de segundo orden positivos; entradas de flujos tanto a la renta fija como a la renta variable local, lo que impulsaría una apreciación del real (BRL). Esta fortaleza cambiaria contribuiría a acelerar la desinflación, otorgando mayor margen al BCB para aplicar recortes de tasas más agresivos.

Valor y *carry* en tramos largos

Brasil presenta uno de los niveles de tasas reales más altos del mundo, resultado de un ciclo contractivo del BCB que ya habría alcanzado su punto máximo. Con una inflación que comienza a moderarse y señales de desaceleración en la actividad económica, el mercado empieza a anticipar el inicio de un ciclo expansivo hacia finales de 2025. En este escenario, los bonos de mayor duración en moneda local se vuelven especialmente atractivos: permiten capturar el potencial de ganancia de capital derivado de futuras bajas de tasas, y, al estar denominados en reales brasileros, maximizan el *carry* positivo que diferencia a Brasil frente a otros mercados emergentes. Si bien persisten riesgos fiscales y políticos, en particular ante las elecciones generales del próximo año, el elevado diferencial de tasas reales y la expectativa de compresión en la curva refuerzan el atractivo de posicionarse en los tramos largos.

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