



Latinoamérica 2021: Mejoras externas complementarían recuperación cíclica de la región

Departamento de Estudios

Jorge Cariola G.

Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Sebastián Montero A.

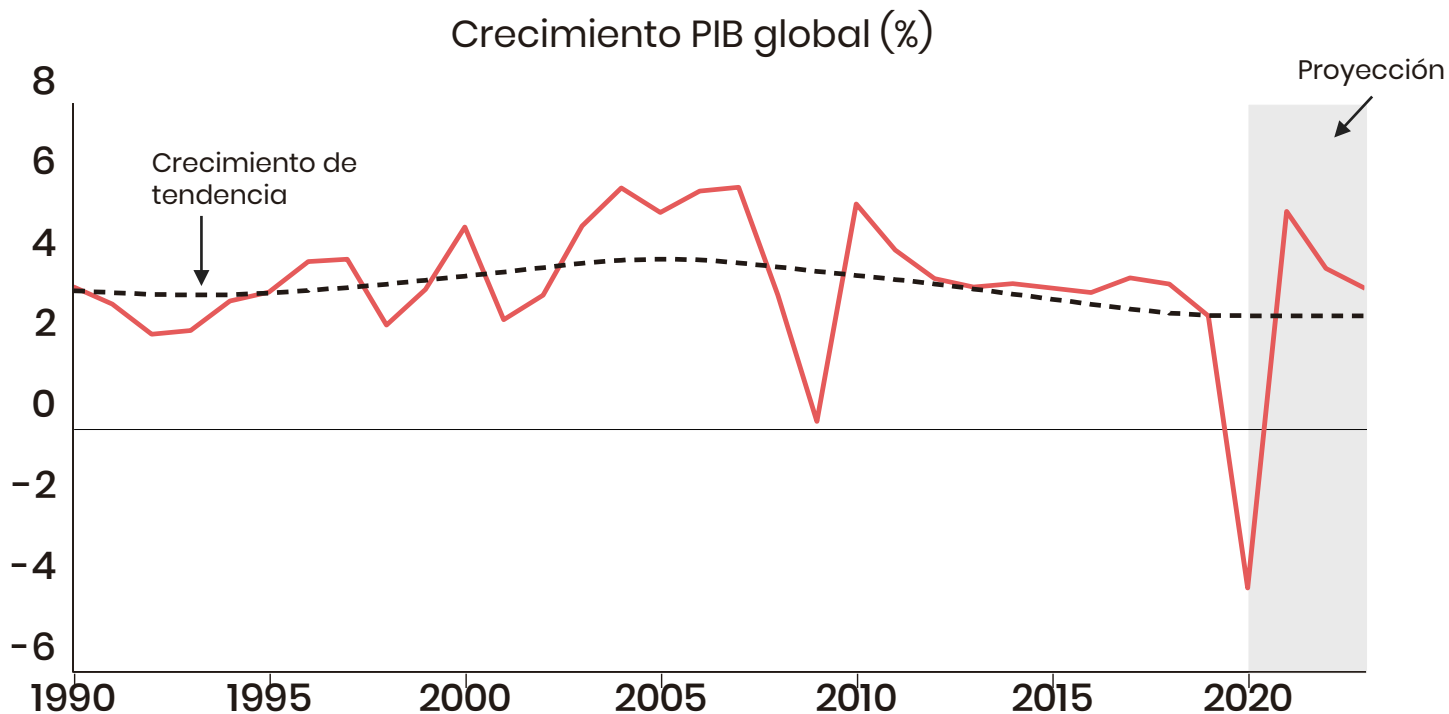
Analista Macroeconomía Internacional
sebastian.montero@security.cl

Enero, 2021

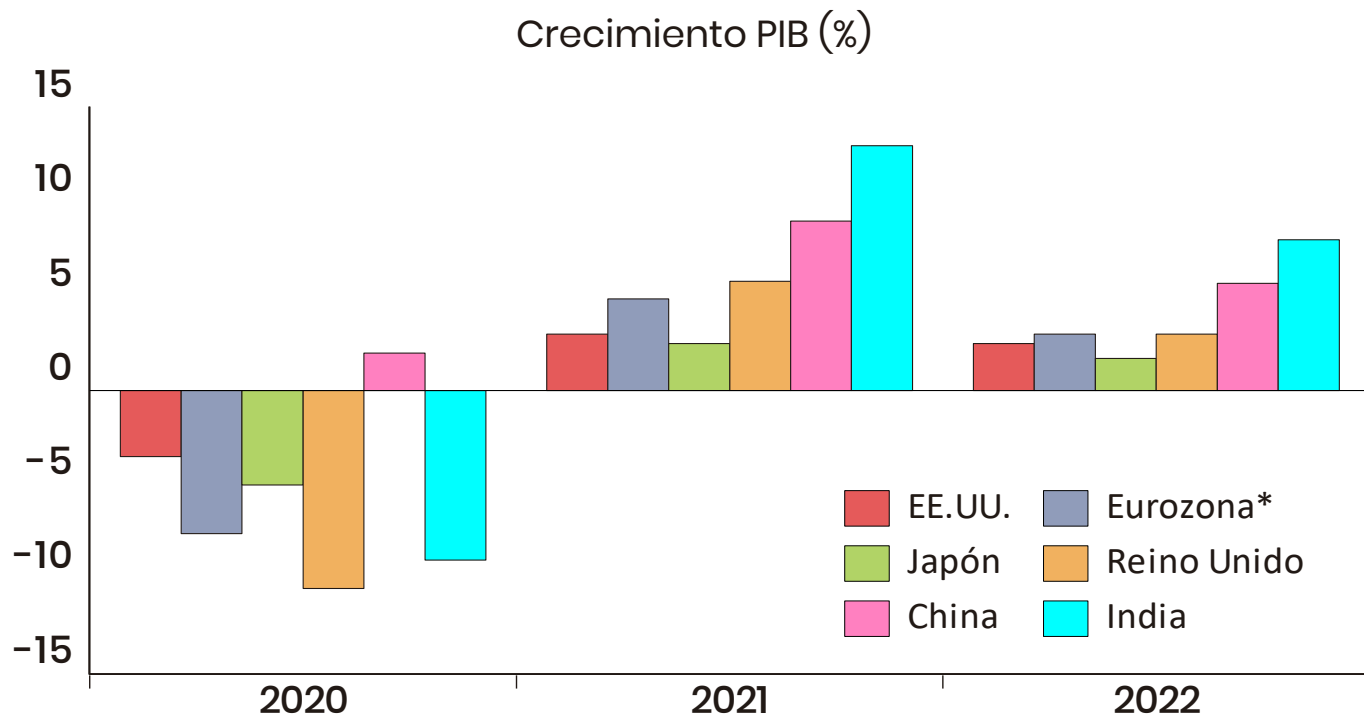
Escenario global: Una reapertura que seguiría avanzando y un dólar global más débil

- **Esperamos que la actividad global tenga una fuerte recuperación de la caída que experimentó durante 2020.** Buena parte de esto se explicaría por la reapertura que esperamos, producto de campañas de vacunación que permitirían a las principales economías tener a una porción de su población con algún grado de inmunidad al coronavirus en la primera mitad del año. A su vez, esto permitirá que los procesos de reapertura sean más duraderos, aunque durante la transición probablemente seguiremos viendo cierres, que esperamos sean más focalizados.
- **El mundo crecería 5%-5,5% en este año, su nivel más alto desde 2010. La recuperación estará liderada por China,** único entre las principales economías que creció el año pasado, **y por EE.UU.,** que cayó menos en 2020 y cerraría la brecha antes que el resto de los desarrollados.
- El avance en el control de la pandemia y los **desarrollos políticos ayudarían a que indicadores de incertidumbre vuelvan a niveles “normales”.** Más crecimiento y menor percepción de riesgo llevarían a las tasas libres de riesgo a subir, aunque de manera moderada, ya que esperamos que la política monetaria de los principales bancos centrales siga siendo expansiva, anclando la parte corta y media de las curvas soberanas.
- **La combinación de estos factores llevaría a un debilitamiento del dólar a nivel global.** Esperamos que el tipo de cambio real multilateral estadounidense (dólar global) se deprecie en torno a 10% en los próximos 12-18 meses, lo que lo situaría en un nivel similar al de mediados de 2014.
- Un dólar global más débil **está asociado con mejoras en las perspectivas de emergentes, a través de alzas en precios de materias primas, mayor comercio global y apetito por riesgo, que se traduce en la entrada de flujos de portafolio y un buen desempeño de sus activos.** Esperamos que estas características también estén presentes en los próximos años.
- **Dentro de los principales riesgos de corto a mediano plazo, destaca una transición más lenta en la campaña de vacunación global, o que esta sea incompleta. También vemos como factor de riesgo un apretón de condiciones financieras globales en caso de que China, y con menor probabilidad EE.UU., decidan retirar el estímulo más rápido de lo que se anticipa.**

Esperamos que la actividad global tenga una fuerte recuperación de la caída que experimentó durante 2020. Buena parte de esto se explicaría por campañas de vacunación

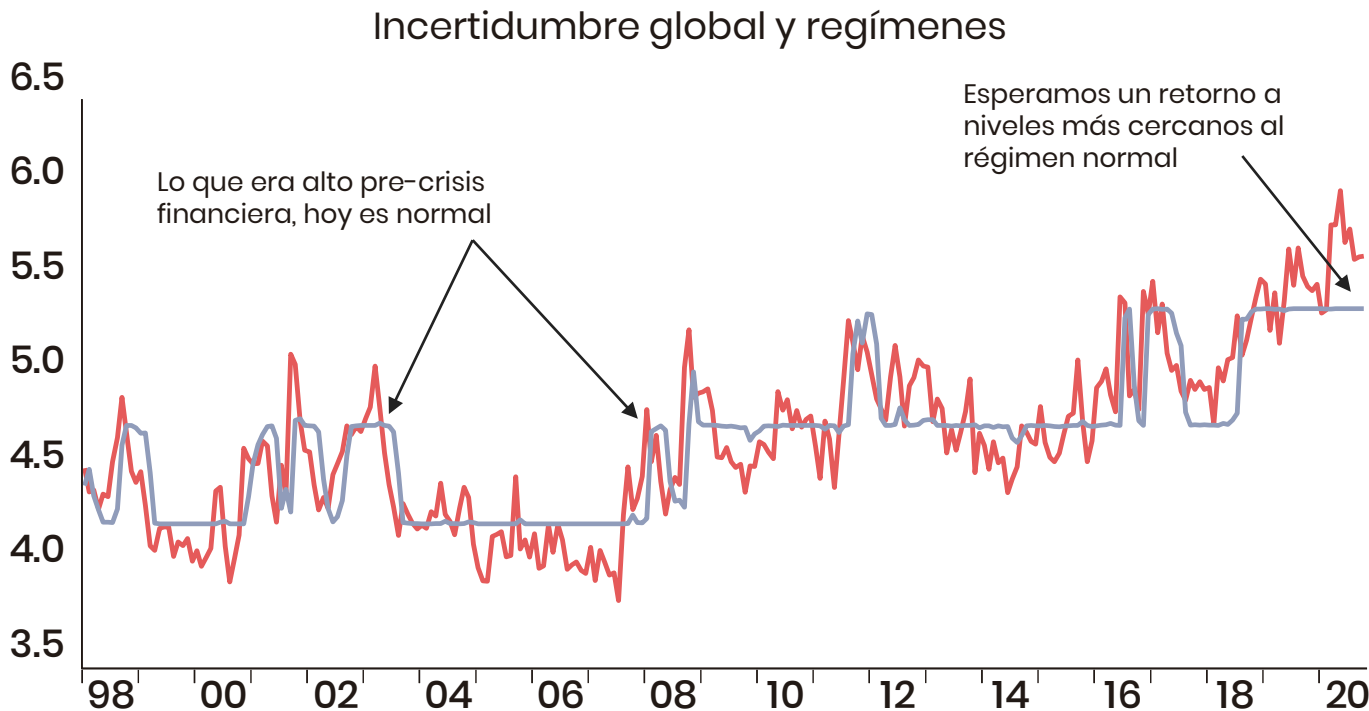


El mundo crecería 5%-5,5% en 2021, con China y EE.UU. liderando la recuperación



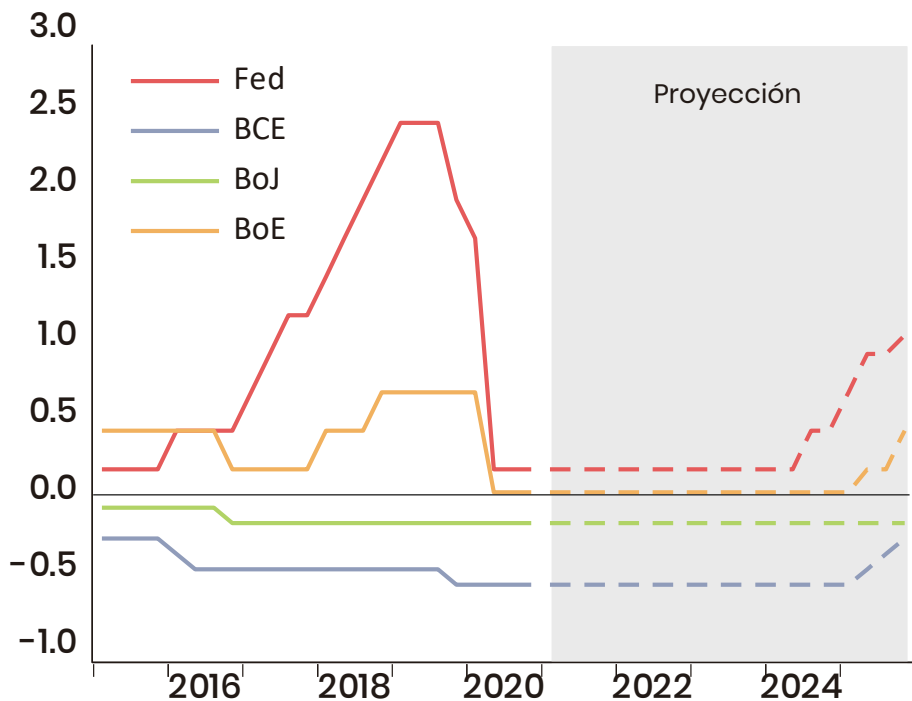
* Promedio ponderado de Alemania, Francia, Italia y España.

El control de la pandemia y los desarrollos políticos ayudarían a que indicadores de incertidumbre vuelvan a niveles “normales”

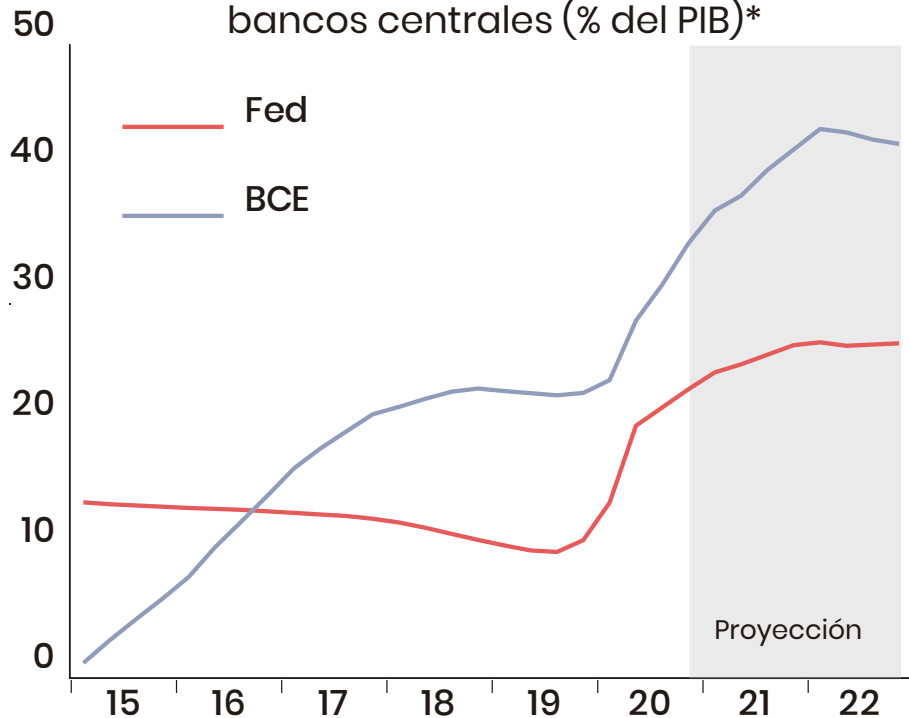


Esperamos que la política monetaria de los principales bancos centrales siga siendo expansiva, anclando la parte corta y media de las curvas soberanas

Tasas de política bancos centrales (%)



Bonos soberanos en hoja de balance bancos centrales (% del PIB)*

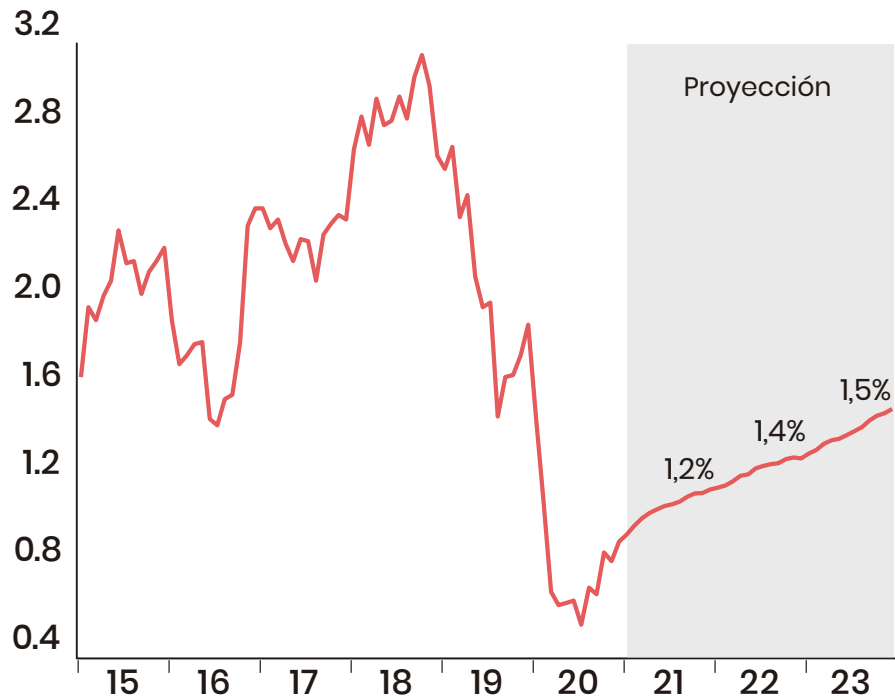


* Incluye solo bonos soberanos para la Fed y los programas APP y PEPP para el BCE.

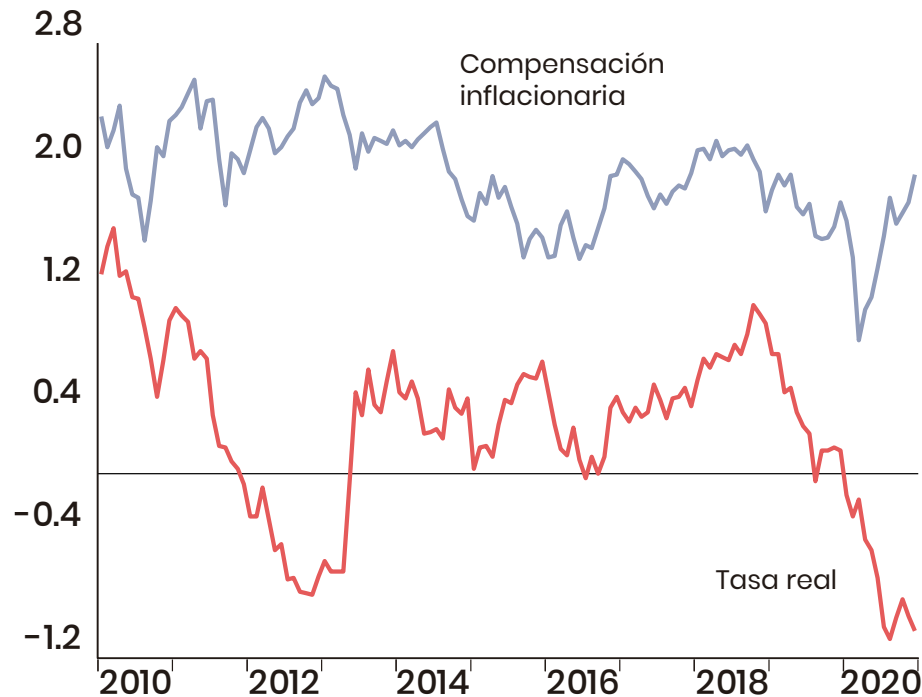
Fuente: BCE, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Bloomberg, Fed y Estudios Security.

Esto llevaría a las tasas libres de riesgo a subir, aunque de manera moderada

Tasa 10 años EE.UU. (%)

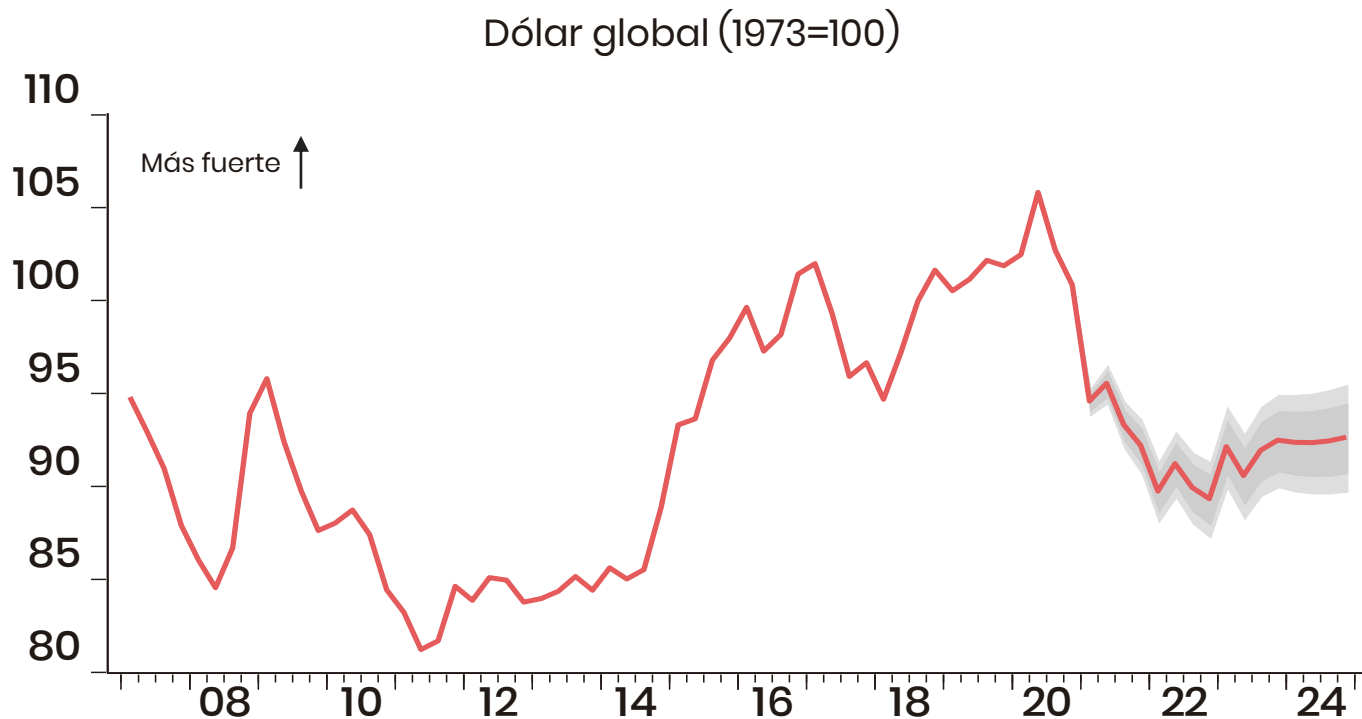


Descomposición tasa 10 años EE.UU. (%)



Fuente: Fed y Estudios Security.

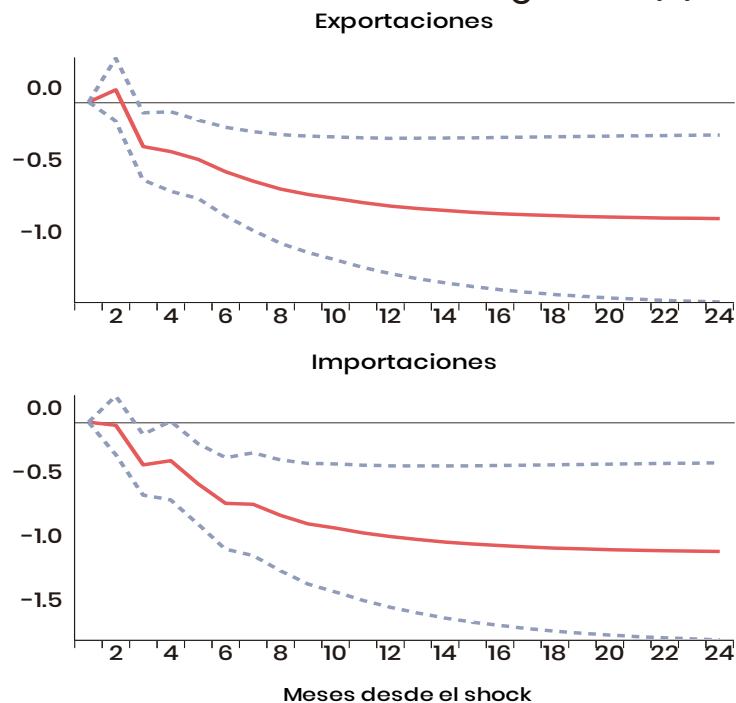
La combinación de estos factores llevaría a un debilitamiento del dólar a nivel global, que caería en torno a 10% en los próximos 12-18 meses, situándose en un nivel similar al de mediados de 2014



Fuente: Fed y Estudios Security.

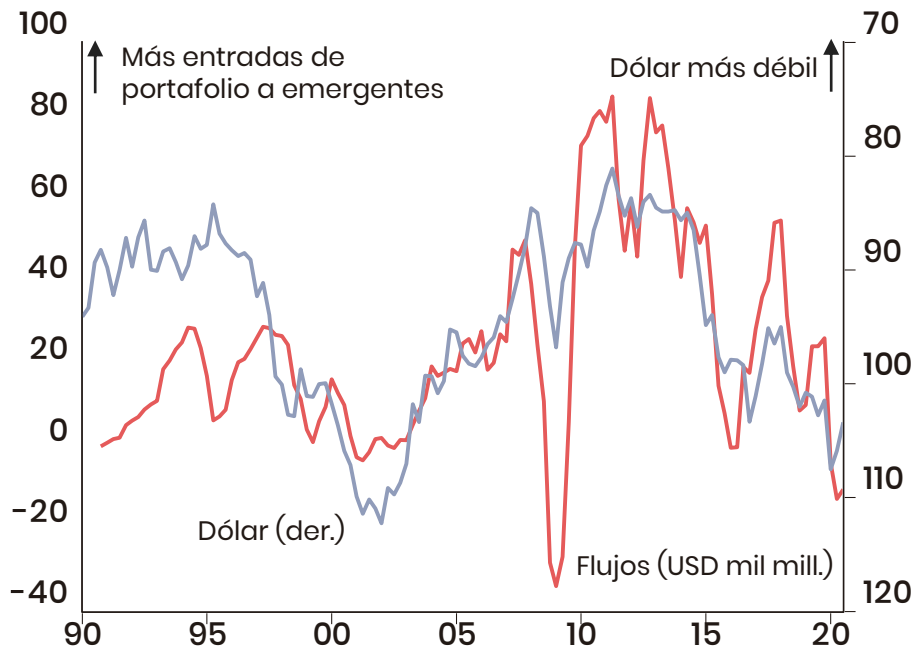
Un dólar global más débil está asociado con mejoras en las perspectivas de emergentes, a través de alzas en precios de materias primas, mayor comercio global y apetito por riesgo, que se traduce en entrada de flujos de portafolio y un buen desempeño de sus activos

Impacto acumulado de apreciación del dólar sobre comercio en emergentes (%)



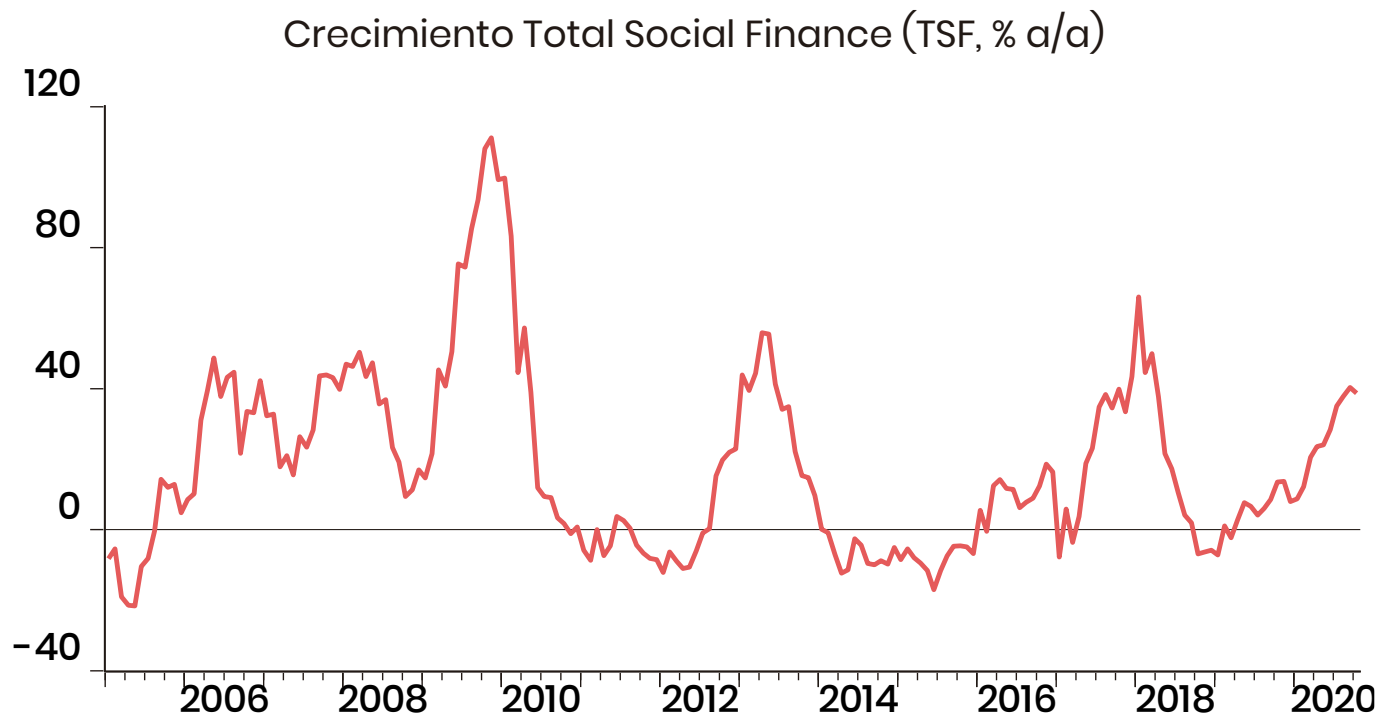
Fuente: CPB, Fed, FMI y Estudios Security.

Flujos de capital emergentes* y dólar global



* Suma de pasivos en la cuenta financiera de la balanza de pagos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Uruguay.

Dentro de los principales riesgos destaca una campaña de vacunación global incompleta y un apretón de condiciones financieras globales en caso que China (con menor probabilidad EE.UU.) decida retirar el estímulo más rápido de lo que se anticipa

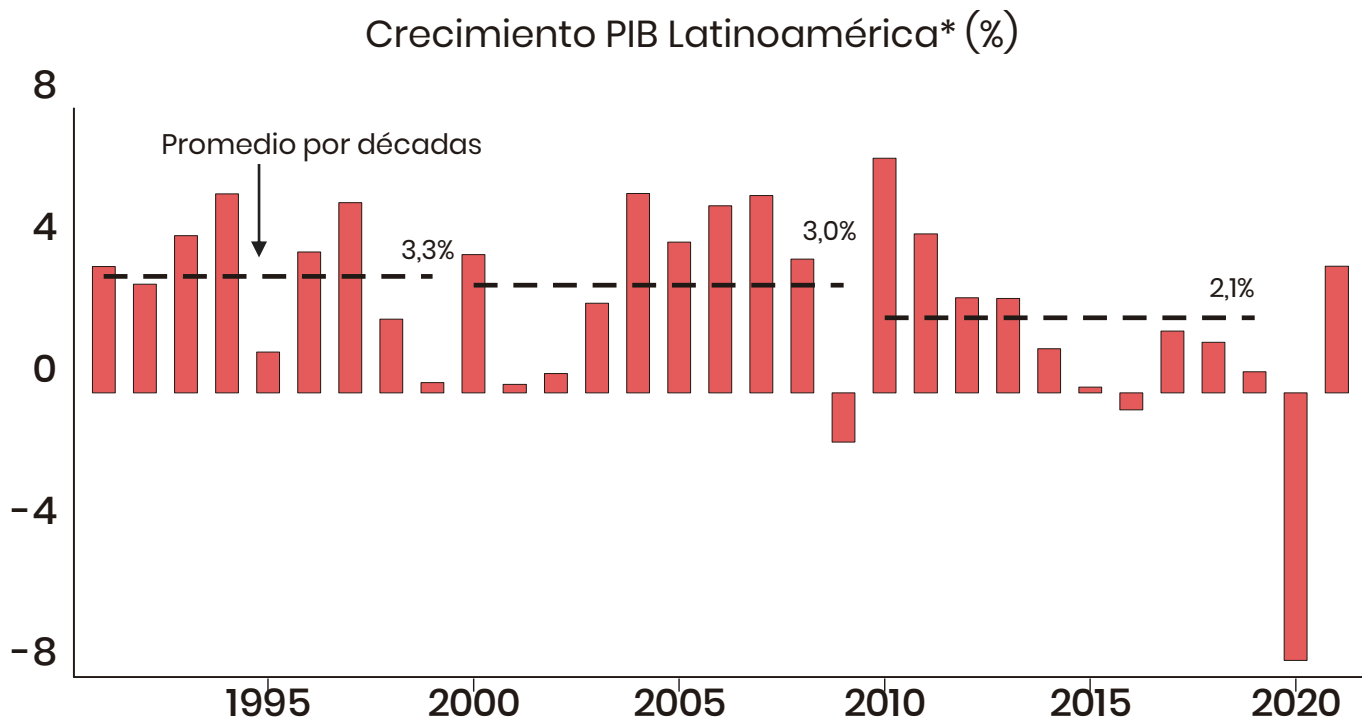


Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Latinoamérica también crecerá en 2021, pero desafíos estructurales se mantienen

- **Latinoamérica lleva varios años con una tendencia la baja en materia de crecimiento. Detrás de esto están problemas estructurales de sus economías**, incluyendo una tasa de inversión va disminuyendo, bajo crecimiento de la productividad y mercados laborales precarios. Estos factores podrían verse acrecentados por la pandemia y resaltan el gran desafío que tiene la región para sostener las tasas de expansión que veríamos durante 2021.
- Para el próximo año, **esperamos una tasa de expansión de 3,6%, que sería la más alta desde 2011 y que, al igual que para el mundo, sería consecuencia en buena parte de los procesos sostenidos de reapertura**. Sin embargo, la pandemia y en particular los contagios seguirían siendo un tema a tener en cuenta durante la primera mitad del año, ya que esperamos que el proceso de vacunación avance más lento que en el mundo desarrollado. Un desafío importante es que, con la información disponible, aún resta para que todos los países tengan comprometidas las dosis necesarias para tratar a un porcentaje relevante de su población. Sin disponibilidad de vacunas la reapertura se pone cuesta arriba.
- Las tasas oficiales de desempleo han moderado el deterioro que mostraron durante el segundo trimestre del año. Sin embargo, la menor participación laboral y los programas de empleo transitorio esconden una realidad más dura, de más trabajo informal. Usando las tasas de participación en niveles de comienzos de año, el desempleo es 6 puntos mayor, en promedio.
- **Pese al mejor desempeño de la actividad para 2021, Latinoamérica iría rezagada respecto a otros emergentes, en particular Asia. Esperamos que la brecha de actividad solo se cierre hacia 2023. Esto ayudaría a que las presiones inflacionarias se mantengan contenidas**. Pese a que veríamos mayores precios de materias primas, como energía y alimentos, un dólar global más débil llevaría a menores precios de importaciones en moneda local, lo que junto a las brechas de capacidad apoyarían inflaciones en torno a las metas de los bancos centrales.
- **La política monetaria se mantendría en terreno expansivo, sin mayores cambios. Las excepciones serían México, para el que esperamos dos recortes adicionales y Brasil, que empezaría a retirar el estímulo a mediados de año**. Esperamos estabilidad en materia de tasas de política (TPM) en Chile, Colombia y Perú, mientras que Argentina seguirá teniendo tipos altos (tal vez más bajos que los actuales), aunque será condicional a la capacidad de controlar la inflación, en lo que las autoridades no han sido exitosas en la última década.

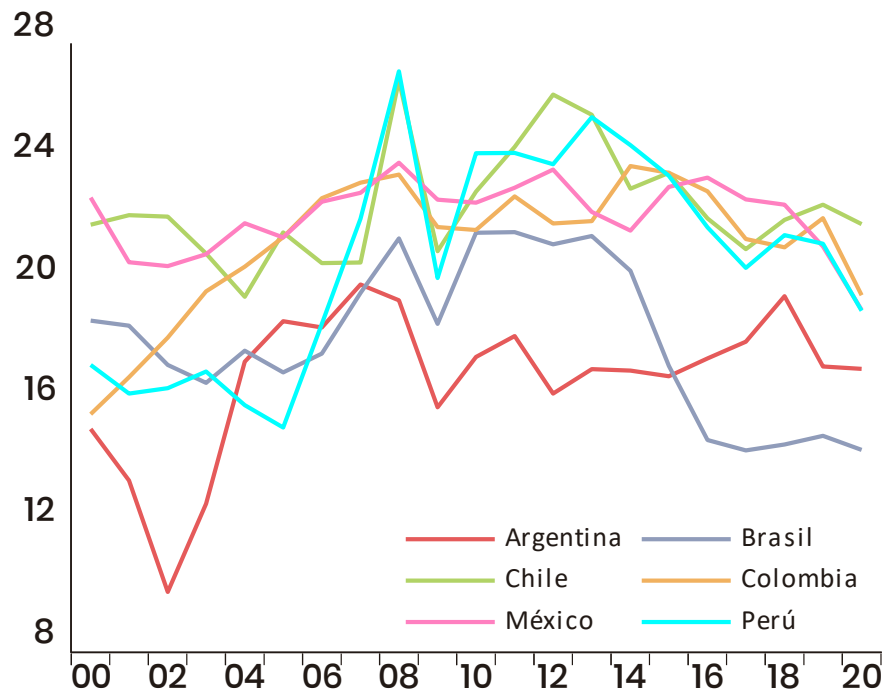
Latinoamérica lleva varios años con una tendencia la baja en materia de crecimiento



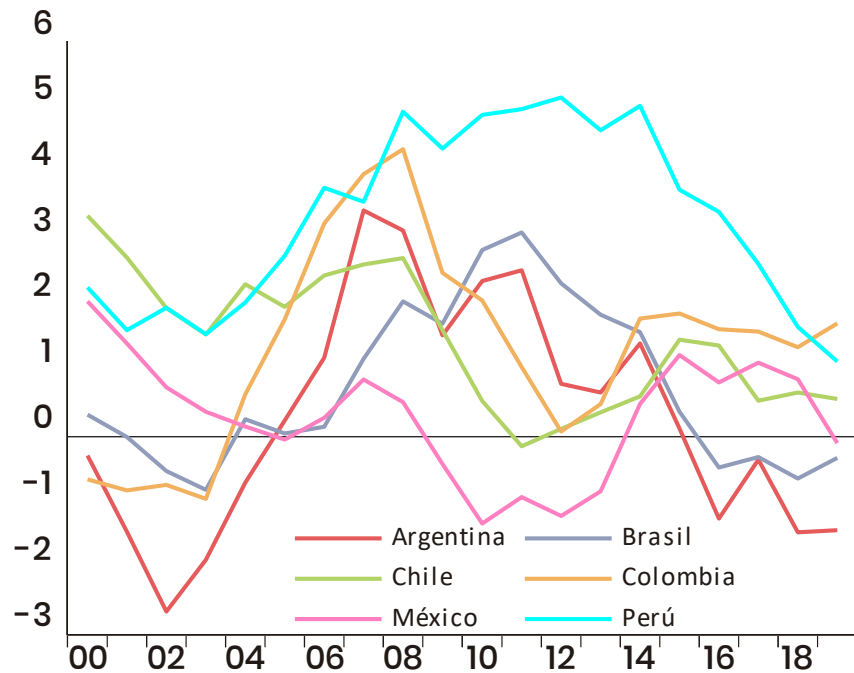
* Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Detrás de esto están problemas estructurales de sus economías, incluyendo una tasa de inversión va disminuyendo, bajo crecimiento de la productividad y mercados laborales precarios

Inversión (% del PIB)



Crecimiento de productividad
(%, prom. 5 años)



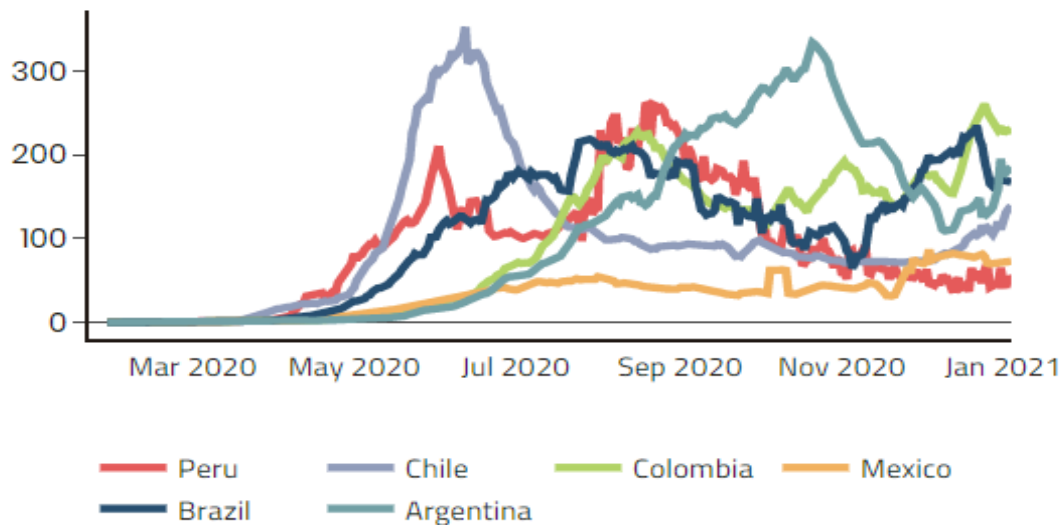
Fuente: Conference Board, FMI y Estudios Security.

Para el próximo año, esperamos una tasa de expansión de 3,6%, que sería la más alta desde 2011. Para mantener las altas tasas de crecimiento más allá del 2021 se deberá enfrentar los problemas estructurales

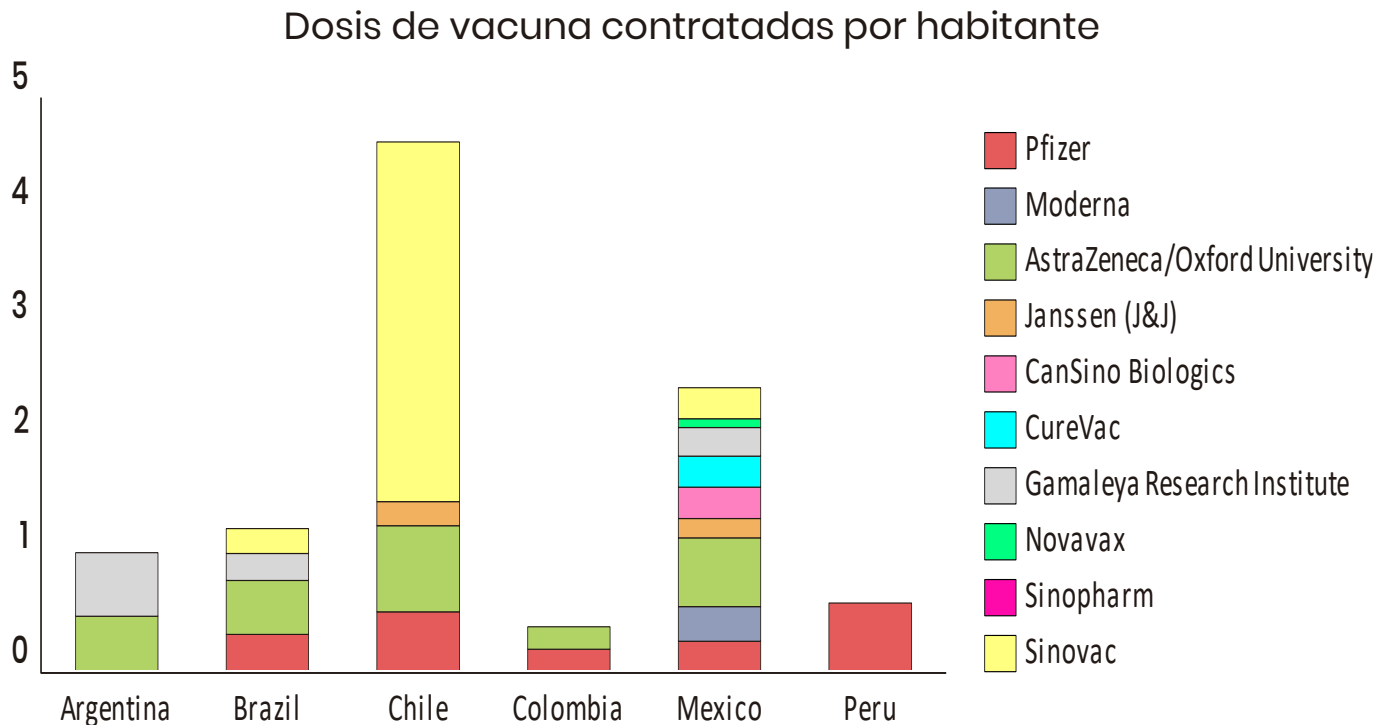
PIB (var % anual)	2019	2020 (e.)	2021 (e.)	2022 (e.)
Argentina	-2.5	-12.0	3.0	2.5
Brasil	1.1	-5.0	2.7	2.5
Chile	1.1	-6.0	6.0	2.5
Colombia	3.3	-7.0	4.5	4.0
México	-0.1	-9.0	3.5	2.0
Perú	1.9	-13.0	7.5	5.0

La pandemia seguiría siendo un tema a tener en cuenta durante la primera mitad del año, ya que esperamos que el proceso de vacunación avance más lento que en el mundo desarrollado

Contagios diarios COVID (casos por millón de habitantes)



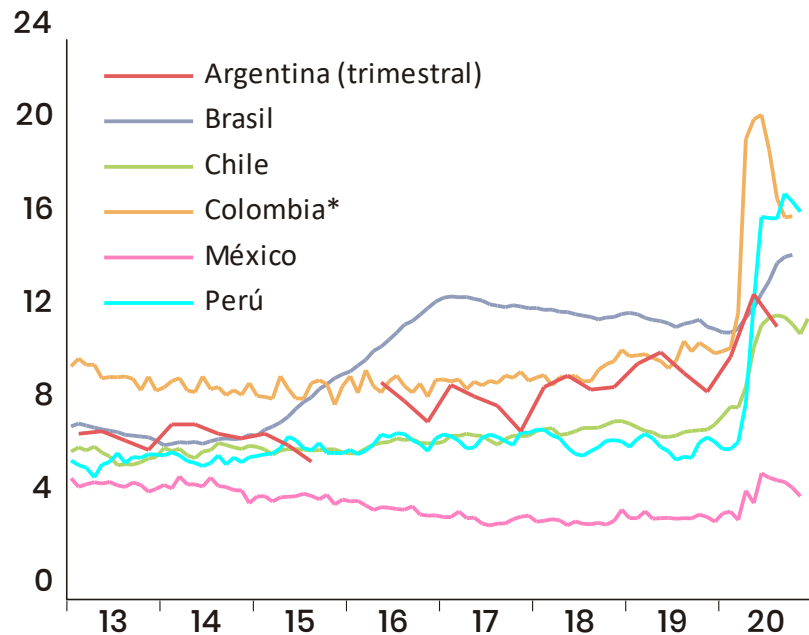
Un desafío importante es que, con la información disponible, aún resta para que todos los países tengan comprometidas las dosis necesarias para tratar a un porcentaje relevante de su población. Sin disponibilidad de vacunas la reapertura se pone cuesta arriba



Fuente: Duke Global Health Innovation Center, Ministerio de Salud Chile y Colombia, Naciones Unidad, UNICEF Vaccine Market Dashboard y Estudios Security.

Las tasas de desempleo se han moderado. Sin embargo, usando las tasas de participación en niveles de comienzos de año, el desempleo es 6 puntos mayor, en promedio

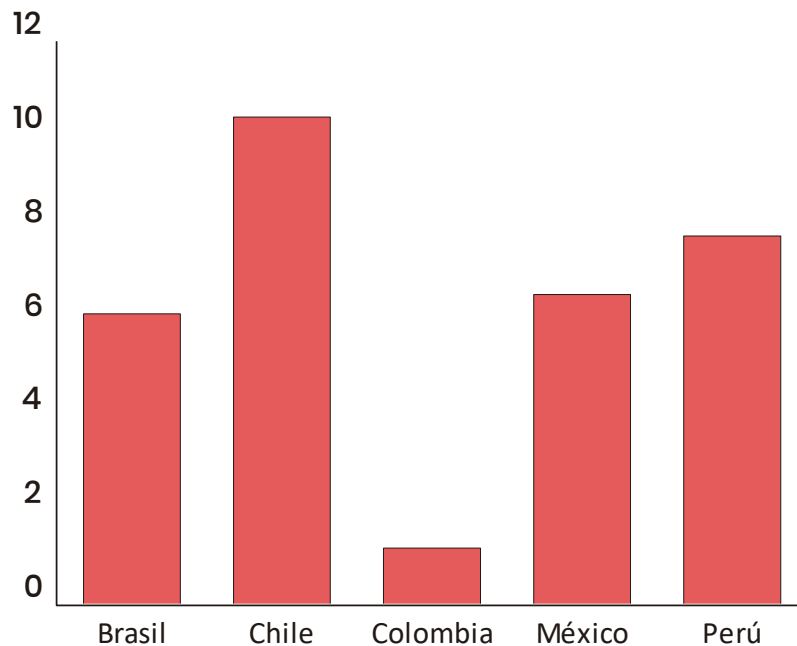
Tasa de desempleo (%)



* Desempleo urbano.

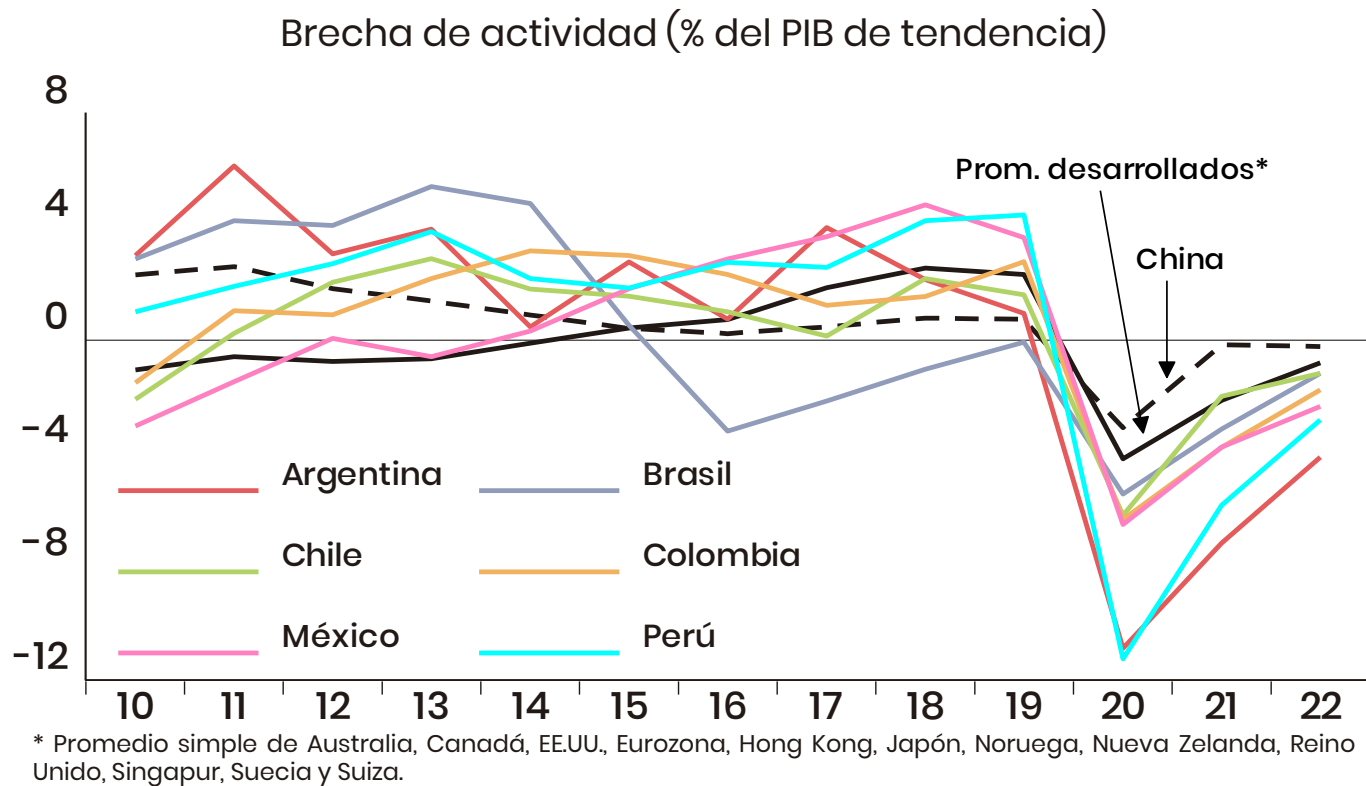
Fuente: DANE, IBGE, INDEC, INE, INEGI, INEI y Estudios Security.

Diferencia desempleo oficial y corregido por participación* (puntos porcentuales)



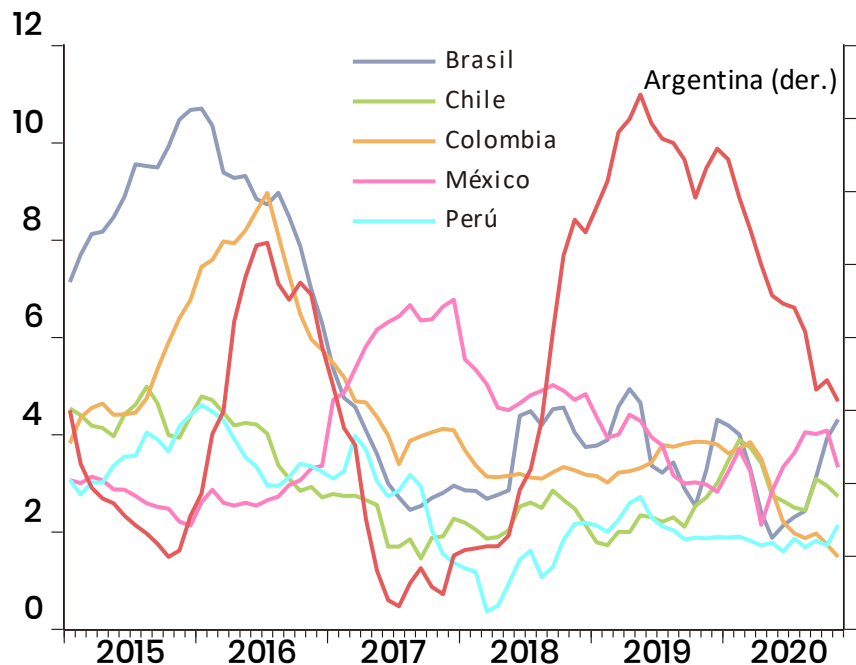
* Diferencia entre el número de desempleados como porcentaje de la población activa en febrero 2020 y la tasa de desempleo oficial, sin desestacionalizar.

Pese al mejor desempeño de la actividad para 2021, Latinoamérica iría rezagada respecto a otros emergentes, en particular Asia. La brecha de actividad solo se cerraría hacia 2023

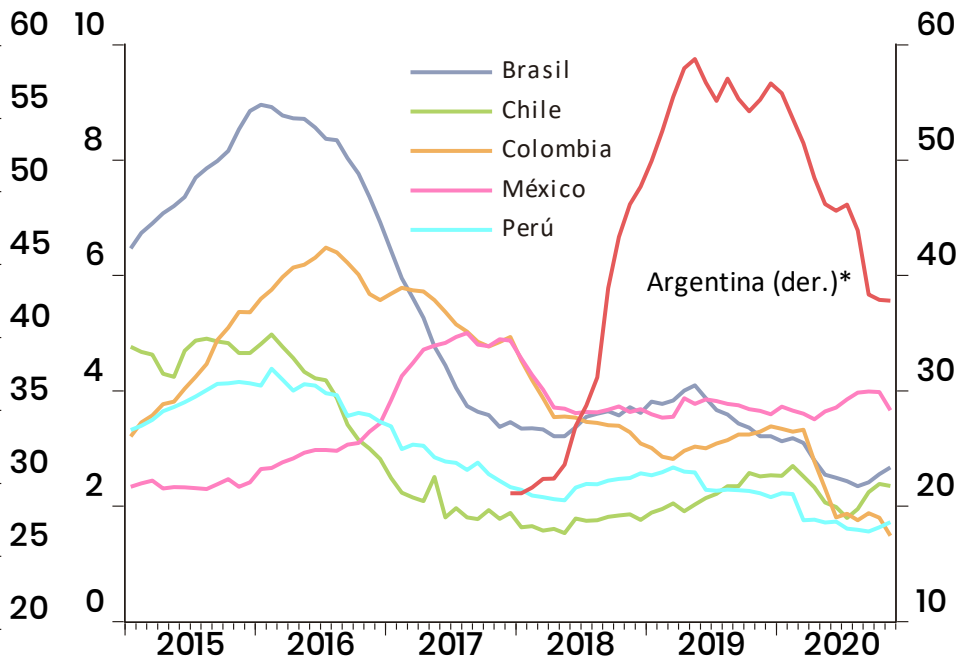


Esto ayudaría a que las presiones inflacionarias se mantenga contenidas, pese a mayores precios de materias primas, como energía y alimentos

Inflación (%)



Inflación subyacente (%)



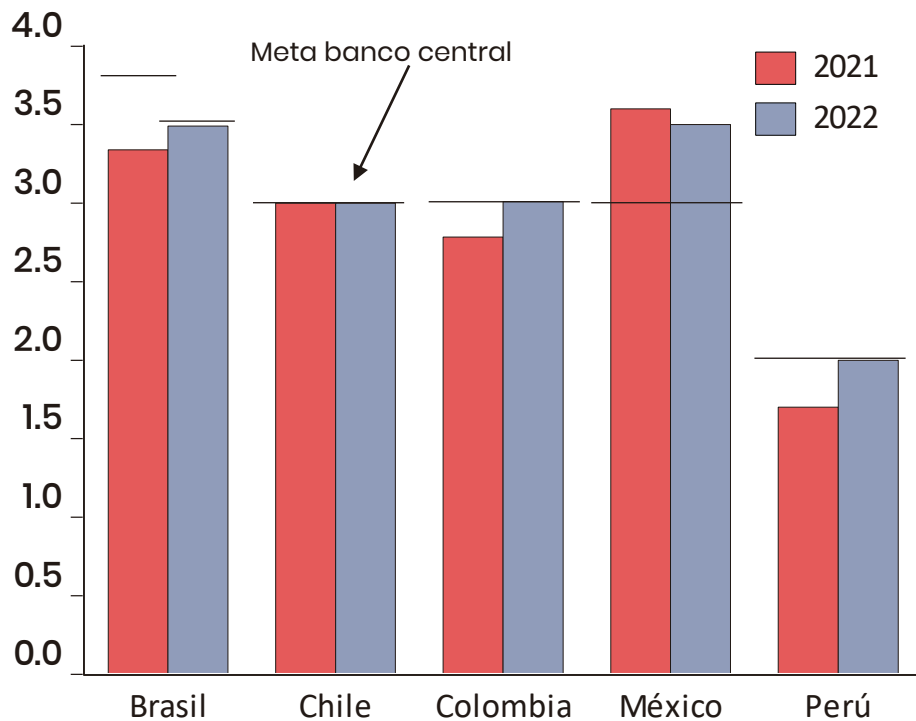
* Índice comenzó a publicarse en 2017.

Un dólar global más débil llevaría a menores precios de importaciones en moneda local, lo que junto a las brechas de capacidad apoyarían inflaciones en torno a las metas de los bancos centrales

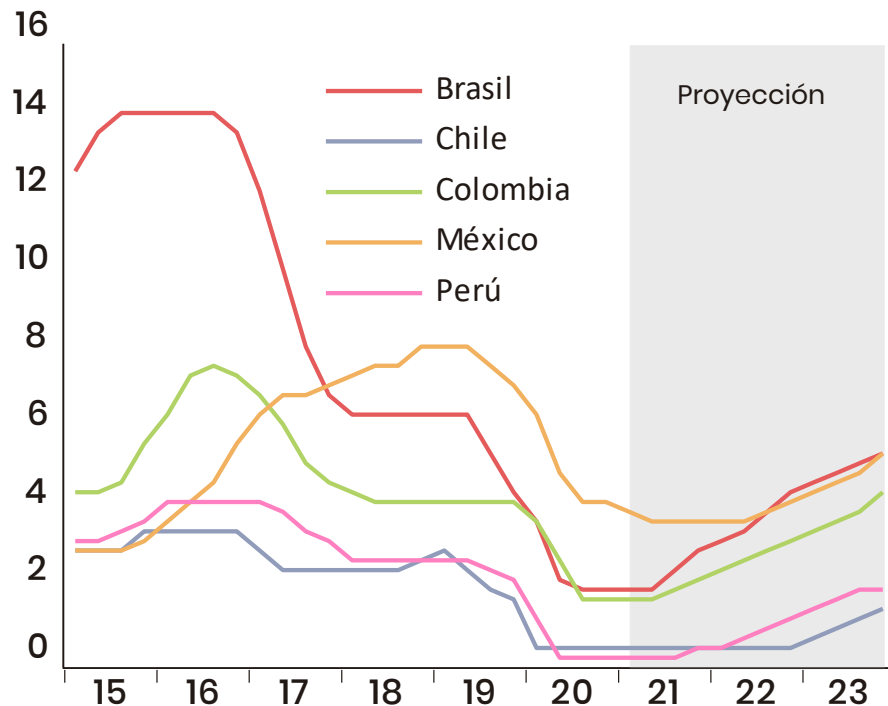
IPC (var %, fin de período)	2019	2020 (e.)	2021 (e.)	2022 (e.)
Argentina	54	37	50	37
Brasil	4.3	4.3	3.4	3.5
Chile	2.8	2.7	2.8	3.0
Colombia	3.8	1.6	2.8	3.0
México	2.9	3.4	3.5	3.5
Perú	1.9	1.8	1.9	2.0

En un contexto de expectativas de inflación ancladas y amplia brecha de capacidad, los principales Bancos Centrales serían pacientes en la normalización de la política monetaria

Expectativas de inflación (%)



Tasas de referencia política monetaria (%)



La política monetaria se mantendría expansiva. Esperamos recortes en México y vemos riesgo del comienzo del retiro del estímulo en Brasil a fines de año. Chile, Colombia y Perú se mantendrían sin cambios

TPM (% , cierre)	Actual	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina*	38	30	28	25
Brasil	2.0	2.8	4.0	5.5
Chile	0.5	0.5	0.75	1.75
Colombia	1.75	2.25	3.25	4.5
México	4.25	3.75	4.25	5.5
Perú	0.25	0.50	1.25	2.0

* El 26 de septiembre de 2018 el Banco Central argentino cambió su marco de política a uno que utiliza la base monetaria en lugar de las tasas como referencia.

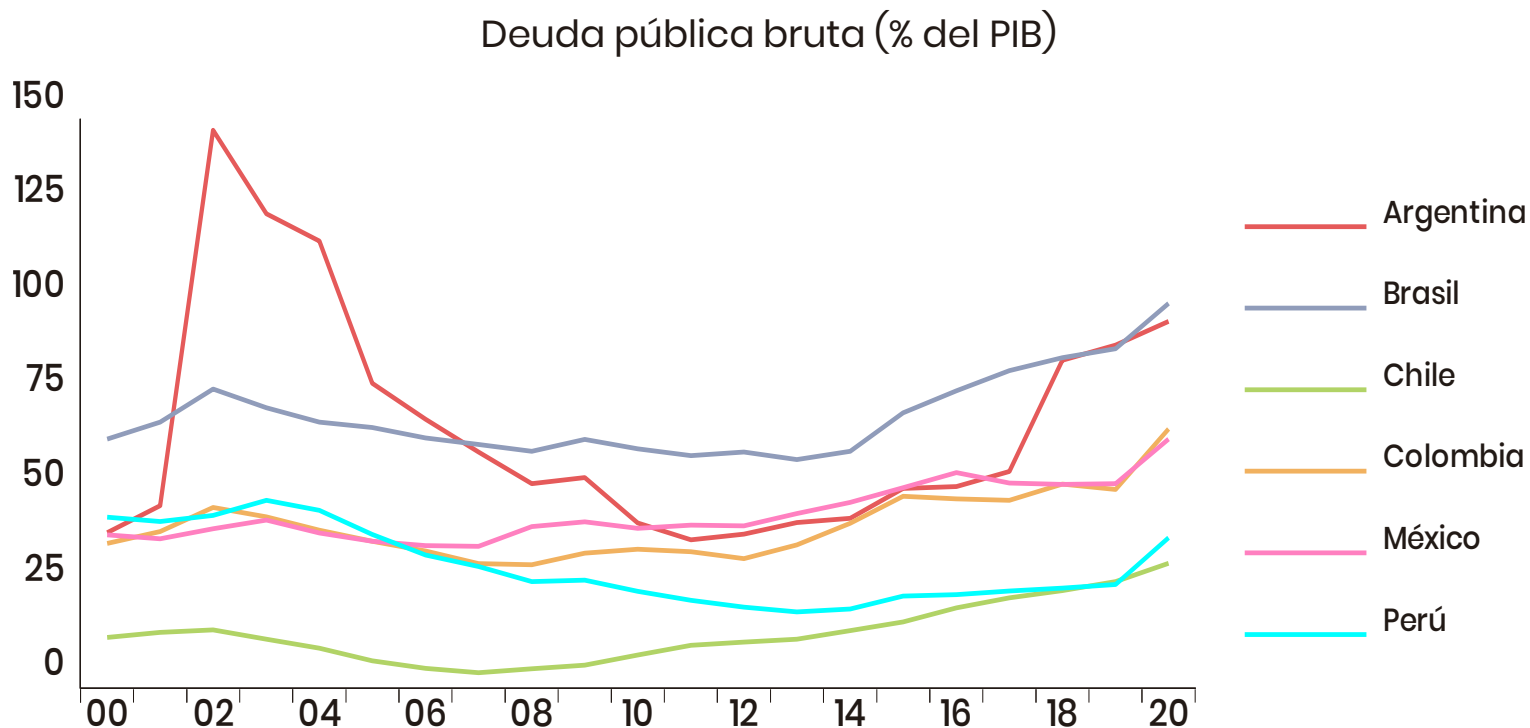
Dentro de los factores de riesgo internos, sigue destacando la parte fiscal

- **Las cuentas fiscales siguen siendo el principal riesgo interno de la región.** Si bien el calendario electoral está menos cargado que en otros años, incluye elecciones presidenciales y legislativas en Perú y Chile, más el comienzo del proceso constituyente en este último. 2022 será más intenso para Brasil y Colombia. El resultado de los procesos será relevante, ya que **la dinámica del gasto y la trayectoria de la deuda soberana son de los temas para tener en cuenta en toda la región.**
- **Las clasificadoras de riesgo fueron permisivas con los enormes esfuerzos fiscales para combatir la pandemia. 2021 no sería así,** lo que es un riesgo que todos los países deberán afrontar. Argentina tiene poco espacio para salir de su clasificación de default actual y esperamos que la inyección de recurso venga por un nuevo acuerdo con el FMI. Brasil y Chile enfrentan un problema en torno a su nivel de deuda y la trayectoria de esta, respectivamente. El principal riesgo para Brasil tiene que ver con la mantención de la regla fiscal, que aún creemos que prevalecerá, pero requerirá esfuerzos. Chile, por otro lado, ya sufrió un recorte (por parte de Fitch) y aunque siguen siendo la deuda mejor clasificada de la región, las perspectivas seguirán deteriorándose, poniendo presión sobre las métricas de riesgo fiscal.
- **El próximo año tampoco estaría exento de riesgos externos.** Aunque nuestro escenario base incluye mejoras en el comercio internacional y entradas de capitales a economías emergentes, un apretón de condiciones financieras más brusco del esperado en China podría traer volatilidad en los activos de la región y poner en riesgo la recuperación
- **Las condiciones financieras que enfrentan las economías latinoamericanas han venido empeorando en el tiempo, reflejo de los problemas estructurales de la región.** Sin embargo, ya están cerca de sus niveles pre-pandemia, gracias al enorme impulso de liquidez transversal de este año. **Hacia adelante, se hace más difícil que las mejoras vengan por el lado monetario; por el contrario, condiciones más expansivas se verán en caso de validarse las expectativas de crecimiento optimistas y de no materializarse los riesgos fiscales.**
- Eventos inesperados, tanto externos como internos, tienen la capacidad de afectar fuertemente el crecimiento de la región. Con poco espacio monetario y fiscal, el riesgo para Latinoamérica es la poca capacidad de enfrentar los shocks que puedan venir.

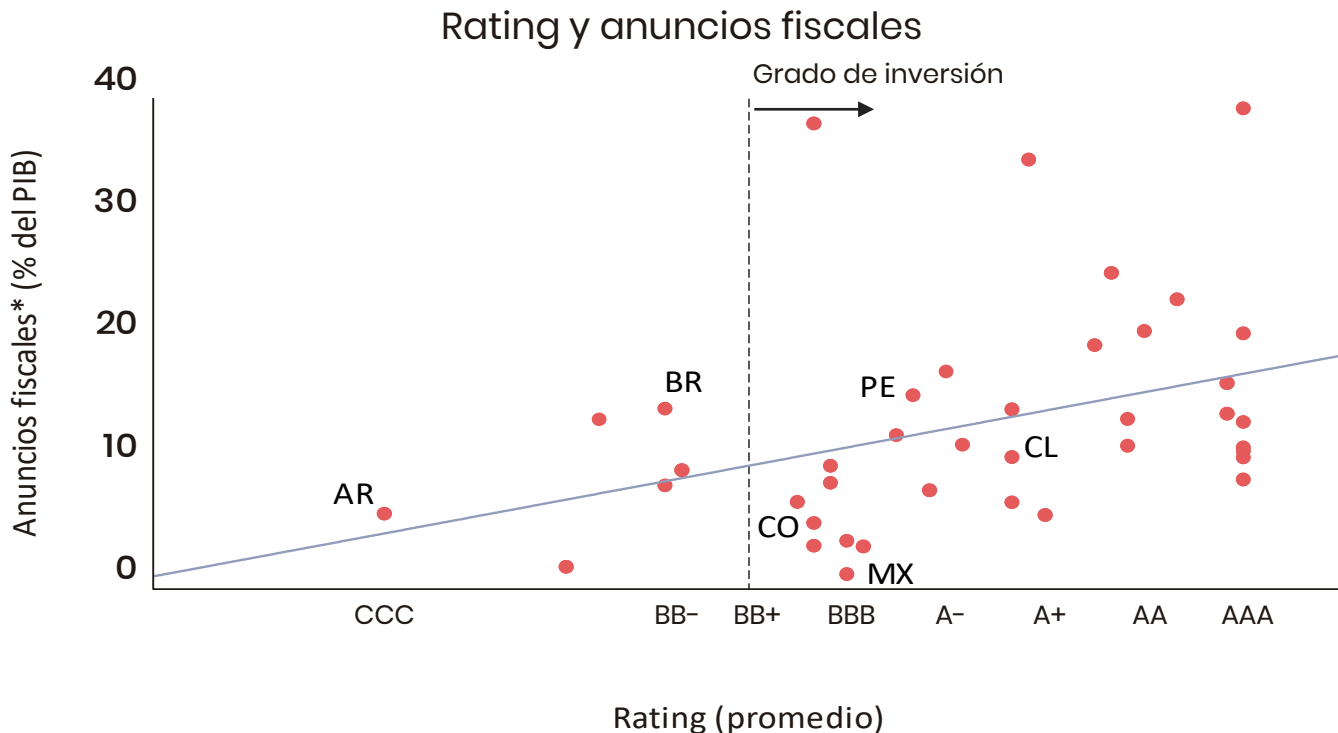
Si bien el calendario electoral está menos cargado que en otros años, incluye elecciones presidenciales y legislativas en Perú y Chile, más el comienzo del proceso constituyente en este último. 2022 será más intenso para Brasil y Colombia

País	Elección	Fecha
Chile	Miembros convención constituyente y municipal	11 abril 2021
Perú	Presidencial y legislativa	11 abril 2021
Perú	2ª vuelta presidencial	6 junio 2021
México	Legislativa	6 junio 2021
Argentina	Legislativa	24 octubre 2021
Chile	Presidencial y legislativa	21 noviembre 2021
Chile	2ª vuelta presidencial	19 diciembre 2021
Colombia	Legislativa	13 marzo 2022
Colombia	Presidencial	29 mayo 2022
Colombia	2ª vuelta presidencial	19 junio 2022
Brasil	Presidencial y legislativa	2 octubre 2022
Brasil	2ª vuelta presidencial	23 octubre 2022

El resultado de los procesos será relevante, ya que la dinámica del gasto y la trayectoria de la deuda soberana son de los temas a tener en cuenta en toda la región

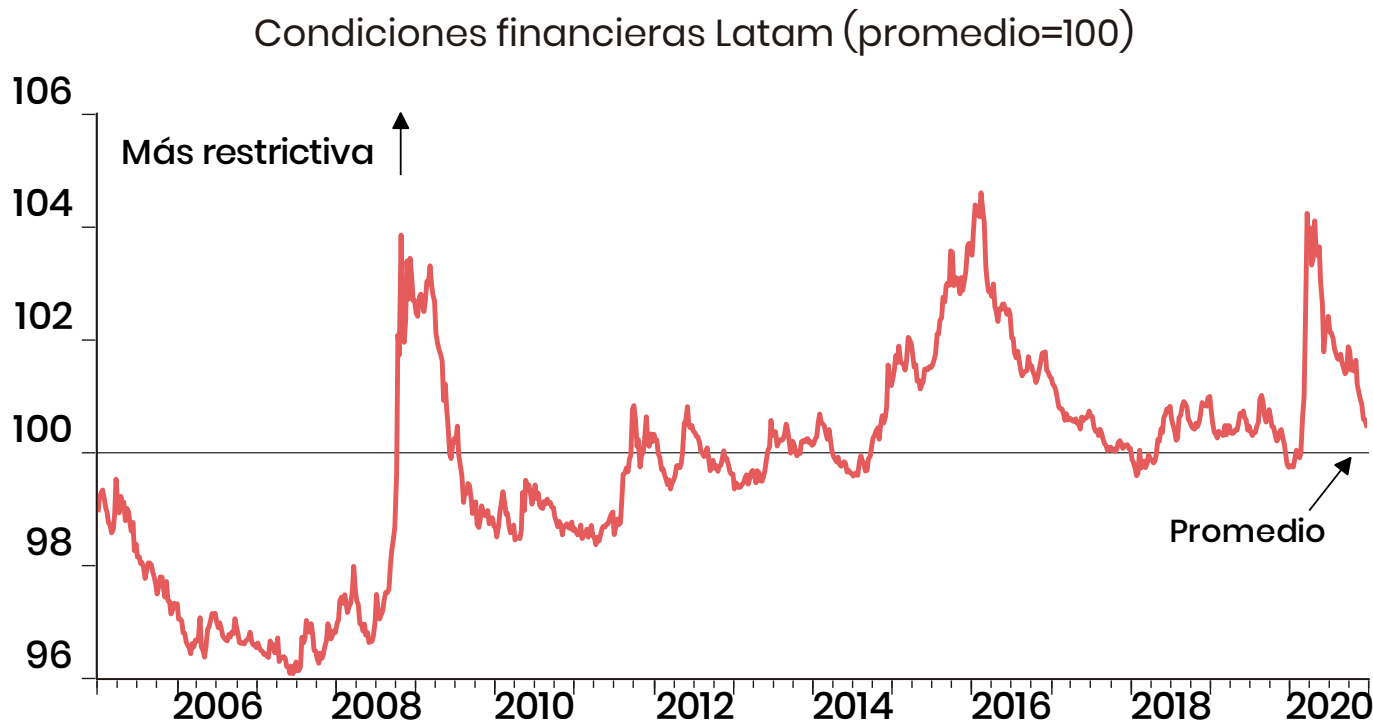


Las clasificadoras de riesgo fueron permisivas con los enormes esfuerzos fiscales para combatir la pandemia. 2021 no sería así, lo que es un riesgo que todos los países deberán afrontar

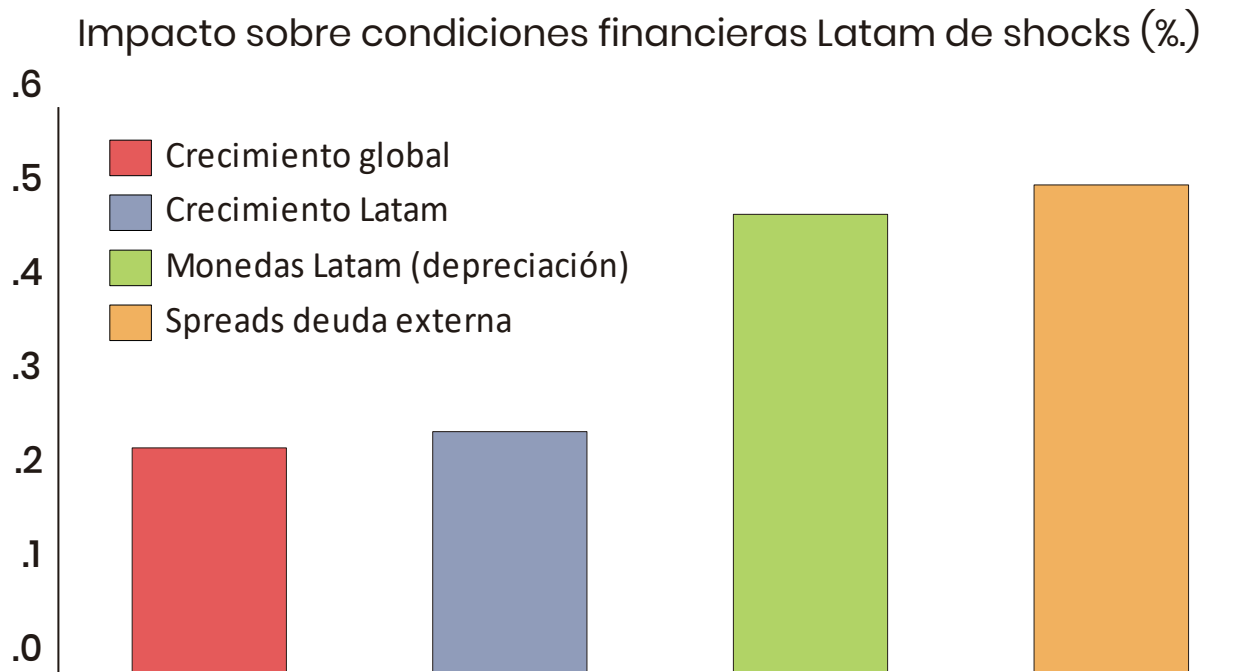


* Incluye anuncios que caen en el balance fiscal y otros que no, como garantías.

Las condiciones financieras de las economías latinoamericanas han venido empeorando en el tiempo, reflejo de los problemas estructurales de la región. Sin embargo, ya están cerca de sus niveles pre-pandemia

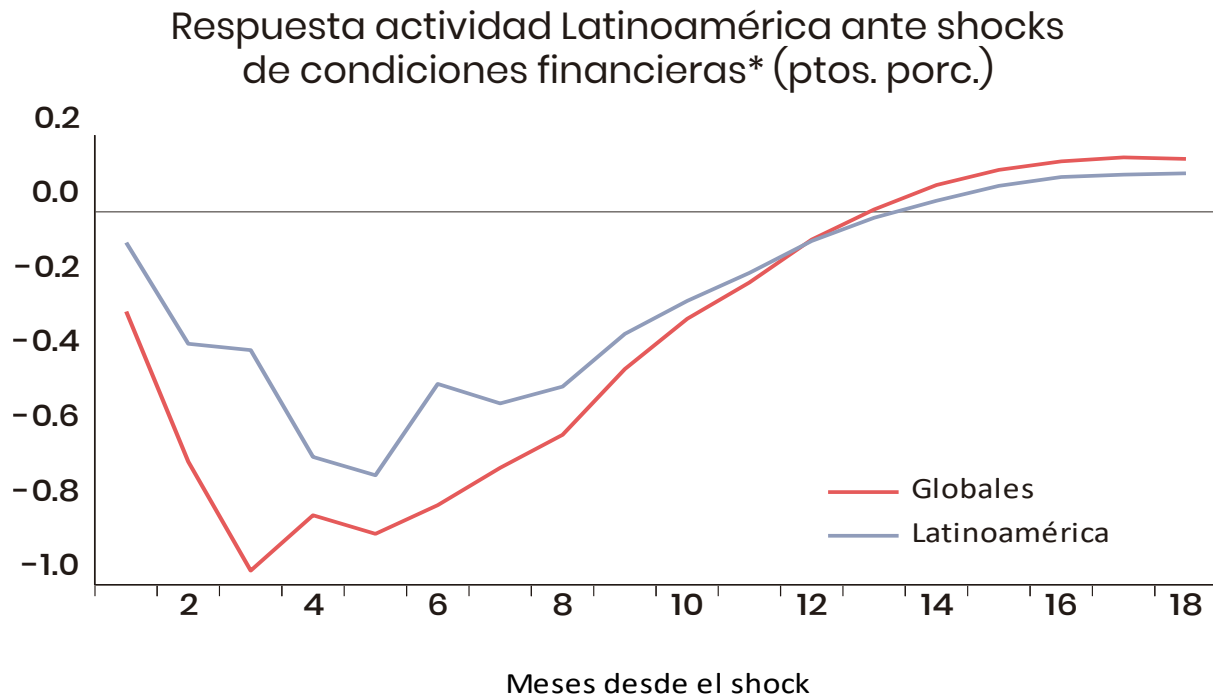


Se hace más difícil que las mejoras vengan por el lado monetario, aunque podrían verse en caso de validarse las expectativas de crecimiento optimistas y de no materializarse los riesgos fiscales



* Respuesta acumulada en tres meses de condiciones financieras de Latinoamérica ante shocks de crecimiento global y de la región de 1 punto porcentual, depreciación de indicador de tipo de cambio promedio de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú y 1% y aumento de 100 puntos base en spreads de deuda en dólares (EMBIG). VAR de cuatro rezagos controla además condiciones financieras globales.

Eventos inesperados, tanto externos como internos, tienen la capacidad de afectar fuertemente el crecimiento de la región. Con poco espacio monetario y fiscal, el riesgo para Latinoamérica es la poca capacidad de enfrentar los shocks que puedan venir



* Respuesta de indicador de actividad promedio de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú ante shock generalizado en condiciones financieras. VAR de cuatro rezagos controla además por actividad global, spreads de deuda externa y tipo de cambio Latam.

Spreads corporativos en dólares siguen siendo una forma defensiva de posicionarse en la región, pero consolidación de nuestro escenario base permitiría moverse hacia activos más riesgosos

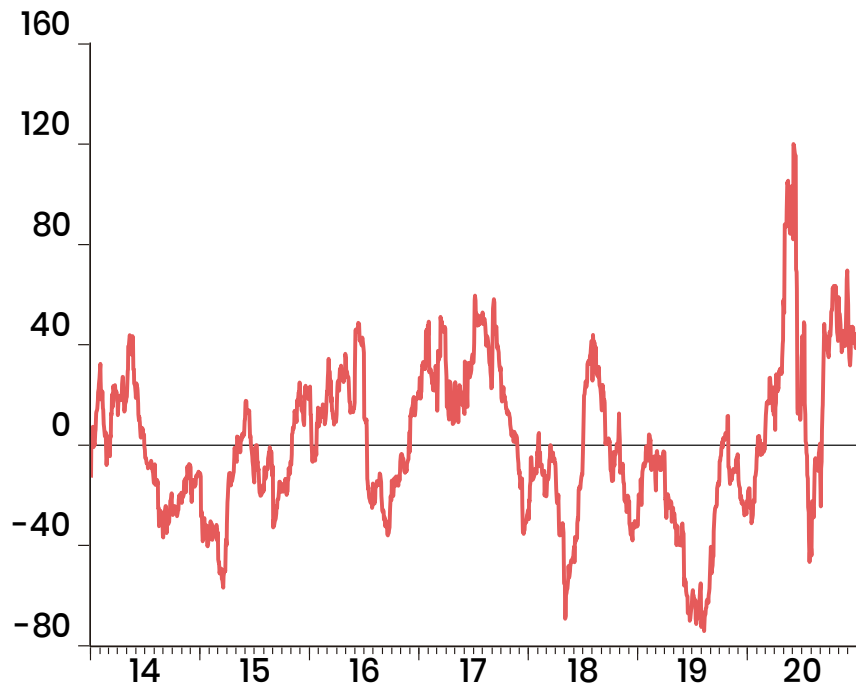
- El cierre de año se dio con una combinación favorable de condiciones financieras, externas e internas, más expansivas, mejoras en términos de intercambio y una recuperación de la actividad de la región que tendió a sorprender al alza.
- **Aunque la primera parte del año podría traer alguna moderación en el impulso, producto de incertidumbre en torno al avance en campañas de vacunación globales y moderación en los impulsos de política, especialmente en China, esperamos que un dólar global más débil permitiría ir moviendo el posicionamiento dentro de la región hacia activos más riesgosos.**
- **En el intertanto, mantenemos la preferencia por *spreads* corporativos en dólares**, que hoy se ven alineados con su valor justo, tienen mayor margen para caídas adicionales que sustitutos externos, como *High Yield* en EE.UU., y ofrecen menor sensibilidad ante sorpresas en términos de expectativas de crecimiento y de política.
- **Una consolidación de nuestro escenario de un dólar global más débil, junto a menor incertidumbre, permitirían mover portafolios hacia mayor exposición a activos más sensibles a estar variables.** En particular, **las monedas tienen espacio para beneficiarse de un impulso externo adicional, aunque deberán lidiar con los riesgos internos.**
- Históricamente, monedas en la región han venido rezagadas en comienzos de periodos de debilitamiento del dólar global, tal como fue durante 2020, reflejo de riesgos internos que toman tiempo en ser digeridos por los mercados. Sin embargo, tras la consolidación, el impulso externo a los tipos de cambio latinoamericanos podría ser importante.
- De manera similar, **las tasas soberanas de mayores plazos tienen riesgos al alza, tanto por sus contrapartes globales, como por preocupaciones fiscales, sin demasiada capacidad de ser contrarrestados por políticas monetarias más expansivas.** Sin embargo, esperamos que bancos centrales mitiguen parcialmente el riesgo, evitando un apretón mayor de condiciones financieras.
- Finalmente, **estimamos que las bolsas emergentes no tienen incorporado completamente nuestro escenario y existe espacio para alzas adicionales.** Dentro de este grupo Latinoamérica es de las regiones que históricamente se ha beneficiado más de periodos de debilitamiento del dólar global.

El cierre de año se dio con una combinación favorable de condiciones financieras, externas e internas, más expansivas, mejoras en términos de intercambio y una recuperación de la actividad de la región que tendió a sorprender al alza

Términos de intercambio Latinoamérica*



Índice sorpresas económicas Latam

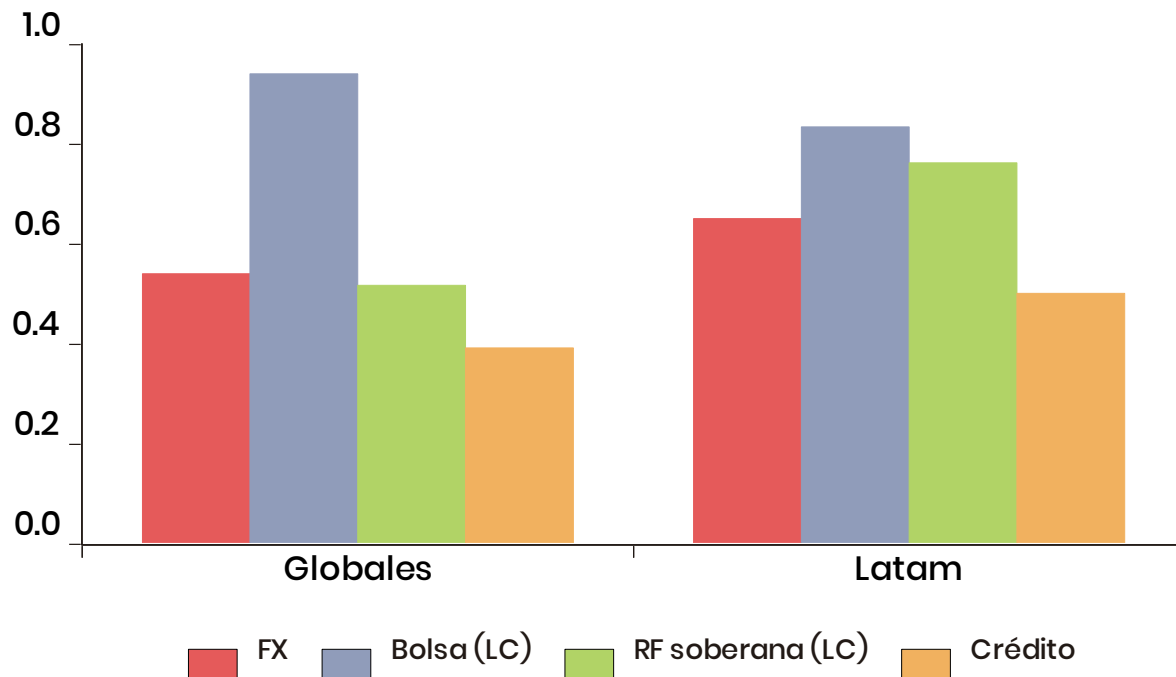


* Términos de intercambio es el primer componente principal de los índices de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

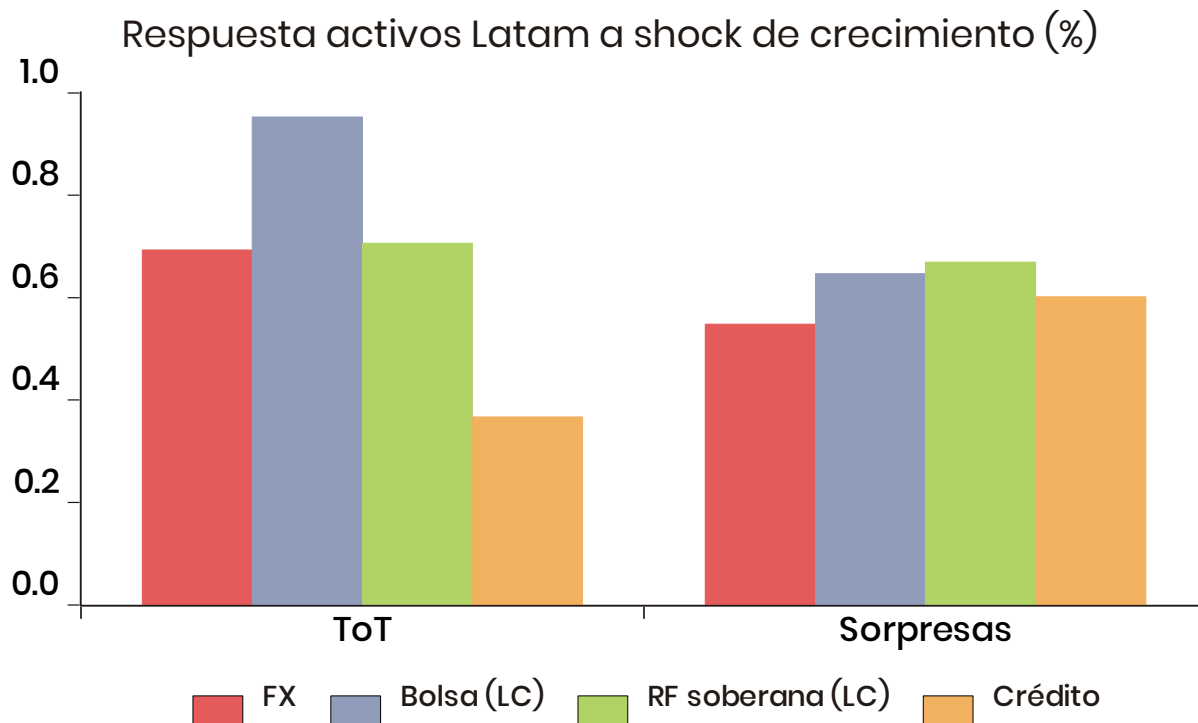
A la espera de la consolidación de nuestro escenario base, dentro de la región preferimos los spreads en dólares, ya que actúan de manera más defensiva ante shock de condiciones financieras tanto globales y locales

Respuesta activos Latam a shock de condiciones financieras(%)



Nota: Shocks calibrados de tal manera que tengan un impacto de 1pp. acumulado sobre el crecimiento en 12 meses.

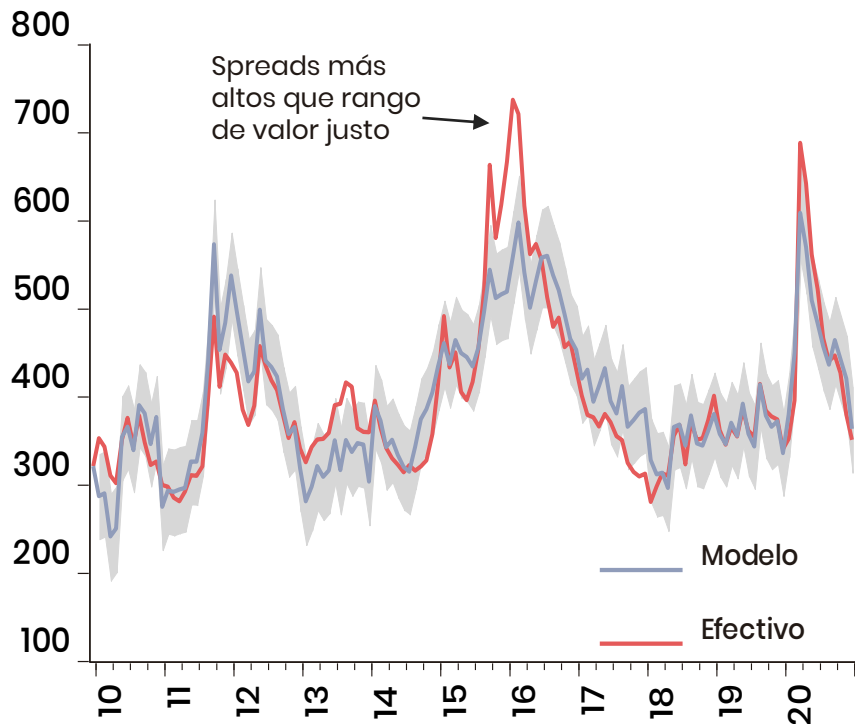
Esperamos que un dólar global más débil permita ir moviendo el posicionamiento dentro de la región hacia activos más riesgosos



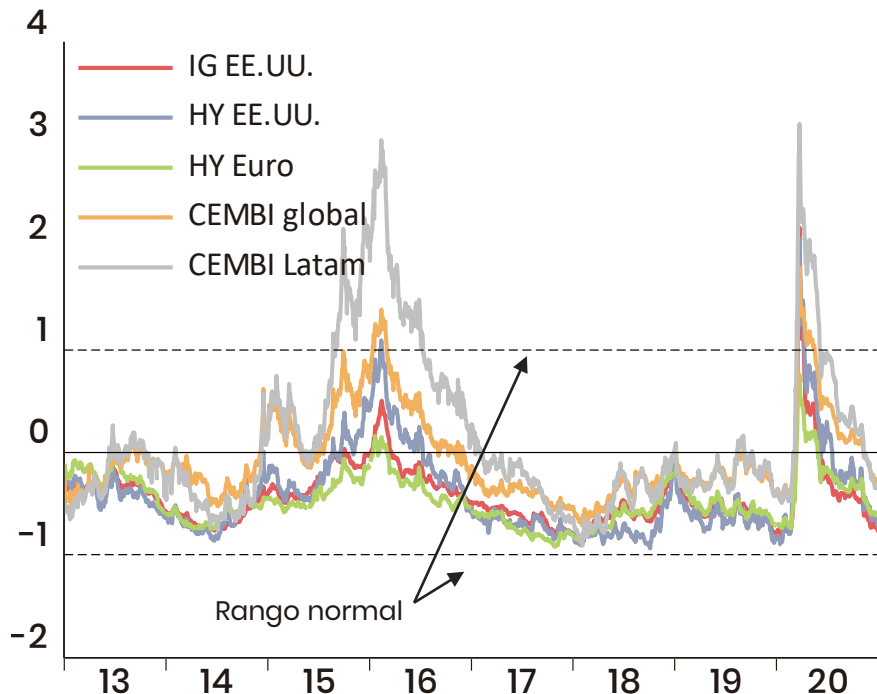
Nota: Shocks calibrados de tal manera que tengan un impacto de 1pp. acumulado sobre el crecimiento en 12 meses.

Spreads corporativos en dólares hoy se ven alineados con su valor justo, tienen mayor margen para caídas adicionales que sustitutos externos, como *High Yield* en EE.UU. y ofrecen menor sensibilidad ante sorpresas en términos de expectativas de crecimiento y de política

Spread CEMBI Latam (puntos base)



Spreads de riesgo (desv. est. del promedio)*



* Desde 2007.

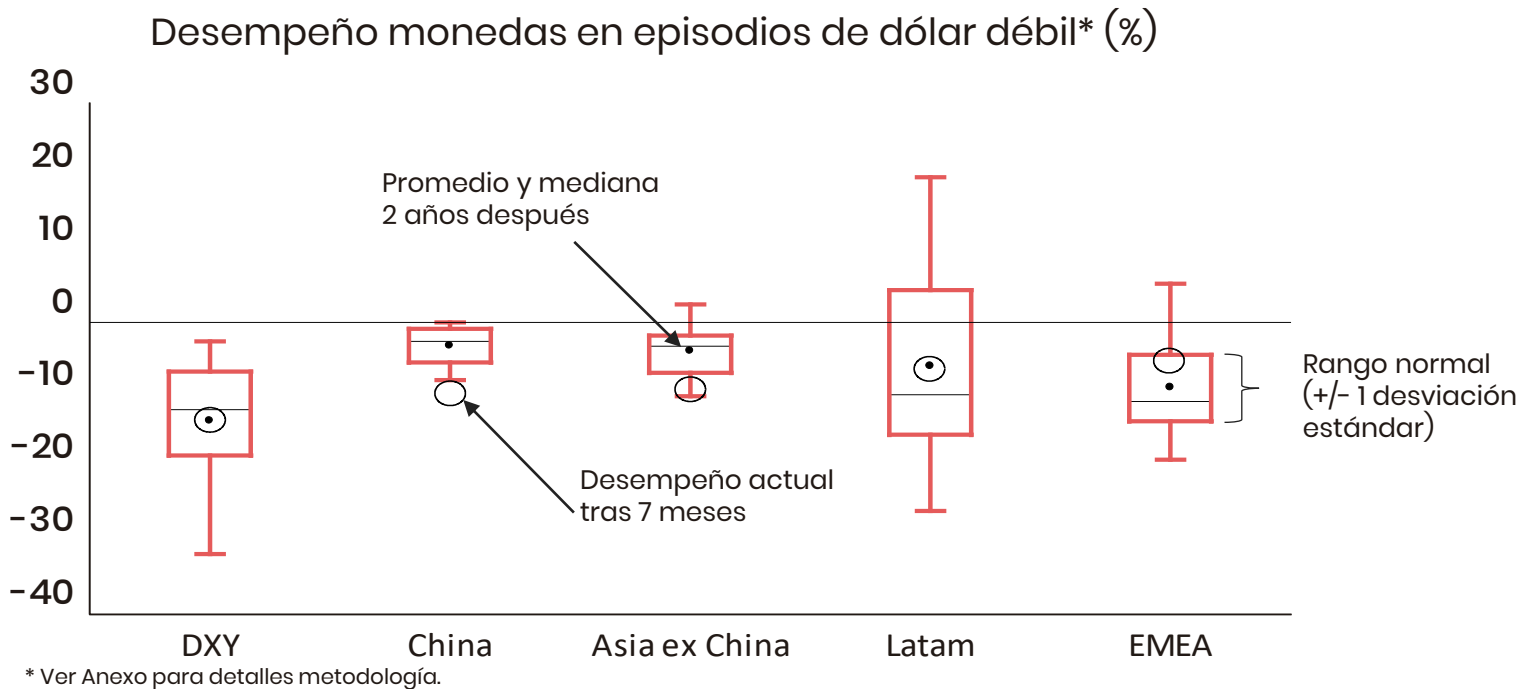
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Un dólar global más débil y menor incertidumbre permitirían mover portafolios hacia mayor exposición a activos más sensibles a estar variables. Las monedas tienen espacio para beneficiarse de un impulso externo adicional, aunque deberán lidiar con los riesgos internos

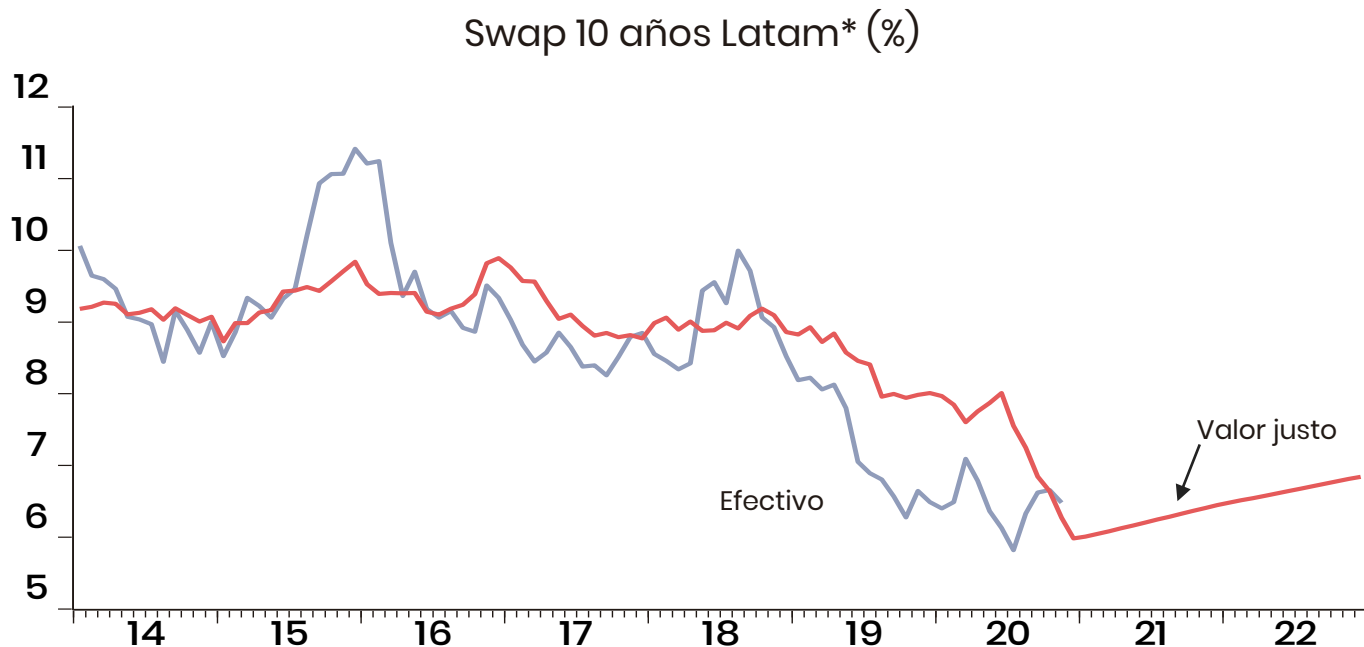
Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	Actual*	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	85	126	170	166
Brasil	5.3	4.9	4.8	4.9
Chile	699	720	700	700
Colombia	3,444	3,430	3,400	3,500
México	19.9	19.5	19.5	19.8
Perú	3.6	3.5	3.4	3.5

* Al cierre del 5 de enero 2021.

Las monedas en la región van rezagadas en comienzos de periodos de debilitamiento del dólar global, reflejo de riesgos internos que toman tiempo en ser digeridos por los mercados. Sin embargo, el impulso externo a los tipos de cambio latinoamericanos podría ser importante durante este año.



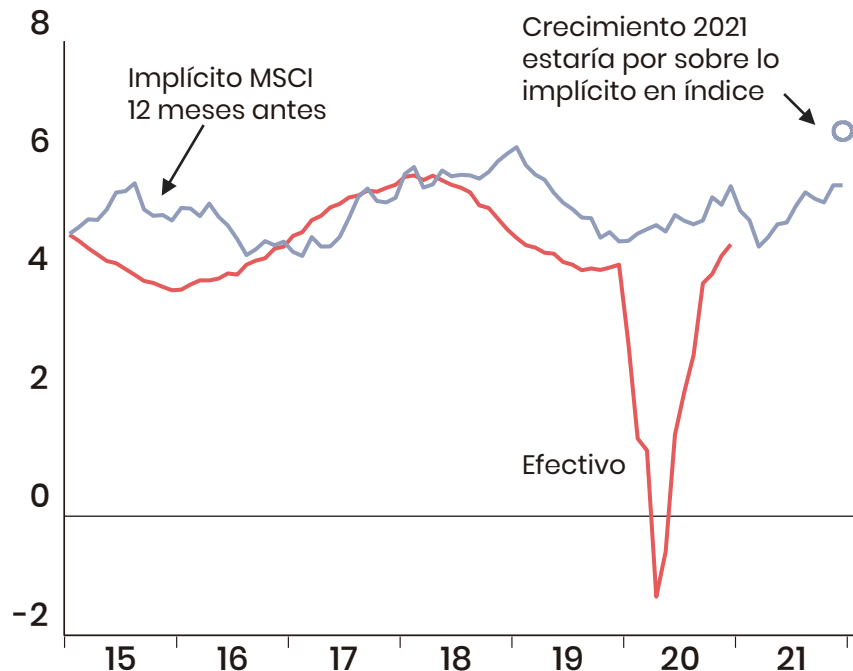
Las tasas soberanas tienen riesgos al alza, sin demasiada capacidad de ser contrarrestados por la política monetaria. Sin embargo, esperamos que bancos centrales mitiguen parcialmente el riesgo a través de hojas de balance, evitando un apretón mayor de condiciones financieras



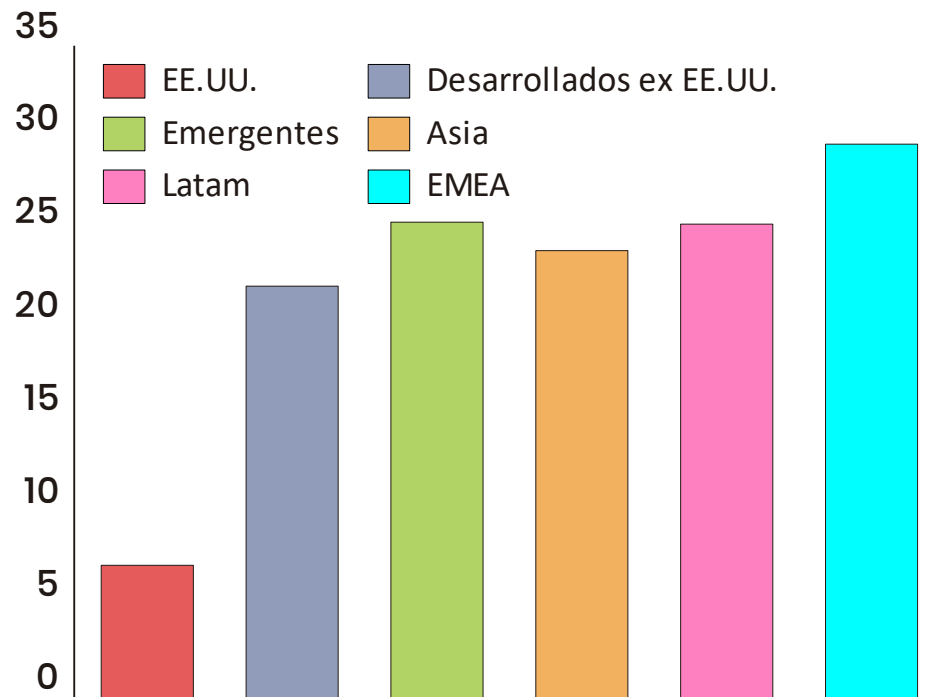
* Promedio de Brasil, Chile, Colombia y México.

Las bolsas emergentes no tienen incorporado completamente nuestro escenario y existe espacio para alzas adicionales. Dentro de este grupo, Latinoamérica es de las regiones que históricamente se ha beneficiado más de periodos de debilitamiento del dólar global

Crecimiento emergentes (var. % a/a)



Desempeño en episodios de dólar débil (%)*



* Ver Anexo para detalles metodología.

A blue-toned background image featuring a financial chart with a candlestick pattern on the left and a line graph with a peak on the right. The number '5.6631' is visible on the chart.

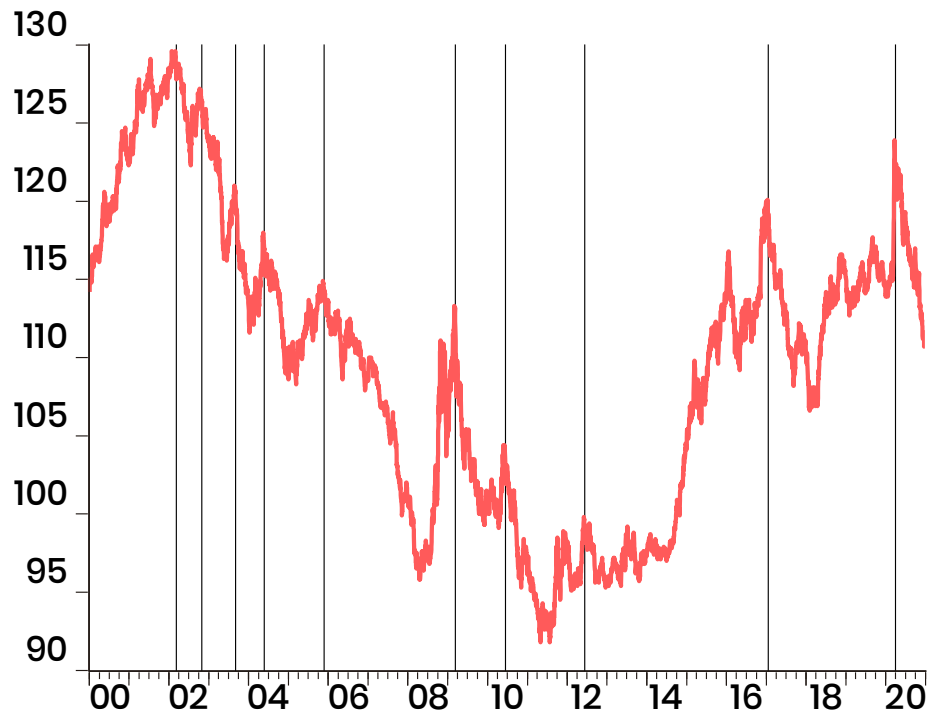
Latinoamérica 2021: Mejoras externas complementarían recuperación cíclica de la región

Departamento de Estudios

Enero, 2021

Anexo: Episodios de dólar débil

Tipo de cambio real EE.UU. (dólar global)



Fuente; Bloomberg y Estudios Security.

- Las líneas verticales del gráfico de la derecha muestran el comienzo de los periodos seleccionados.
- La tabla muestra las fechas exactas, la duración (en días) y la depreciación acumulada de dólar global en cada uno.
- Los resultados mostrados representan el desempeño de cada activo durante estos periodos.
- Para las bolsas, están ajustados para reflejar el retorno anualizado de una depreciación equivalente al 10%

Comienzo	Duración (días)	Variación acumulada (%)
27-02-2002	100	-6
18-10-2002	154	-9
26-08-2003	99	-8
13-05-2004	147	-8
14-11-2005	633	-18
02-03-2009	199	-13
07-06-2010	297	-13
01-06-2012	143	-5
20-01-2016	74	-7
11-01-2017	277	-12
23-03-2020	185	-11
Promedio	210	-10