



Latinoamérica: Mejoras externas por venir, pero impulso de políticas internas será menor

Departamento de Estudios

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Abril, 2021

Escenario global: El excepcionalismo de EE.UU. vuelve,...

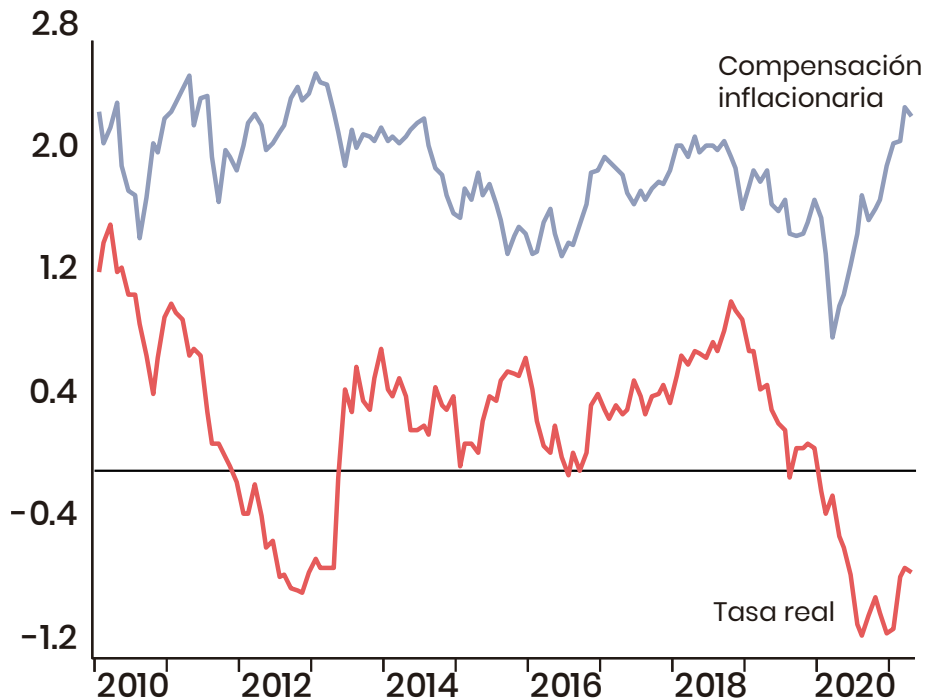
- **El primer trimestre del año estuvo marcado por el alza que experimentaron las tasas de interés en EE.UU., tanto por mayores expectativas de inflación como por el componente real, y por el fortalecimiento del dólar.** A pesar de esto, los activos de riesgo a nivel global tuvieron un buen desempeño, gracias a las mejoras en las perspectivas de crecimiento. **Reflejo del mayor optimismo es que indicadores de incertidumbre han mostrado caídas.**
- **Las expectativas para la actividad se ajustaron al alza por el mayor estímulo fiscal en EE.UU. y reaperturas que avanzan. Esperamos un crecimiento de 6% en este y a nivel global para 2021, mayores que nuestra expectativa a comienzos de año.**
- **Mayores tasas y un dólar más fuerte se dieron en el contexto de la carrera entre las campañas de vacunación y nuevos contagios donde, entre las principales economías a nivel global, Reino Unido y EE.UU. llevan la delantera.**
- **Las presiones inflacionarias se mantendrían acotadas en el mundo desarrollado, permitiendo a sus bancos centrales mantener una política monetaria y condiciones financieras expansivas. Sin embargo, no anticipamos mayor estímulo, por lo que el impulso para la recuperación deberá venir de la parte fiscal, que iría apoyando el proceso de reapertura, aunque también mantendrá alta la percepción de riesgo en torno a los niveles de deuda soberana.**

... mientras que China seguirá apoyando

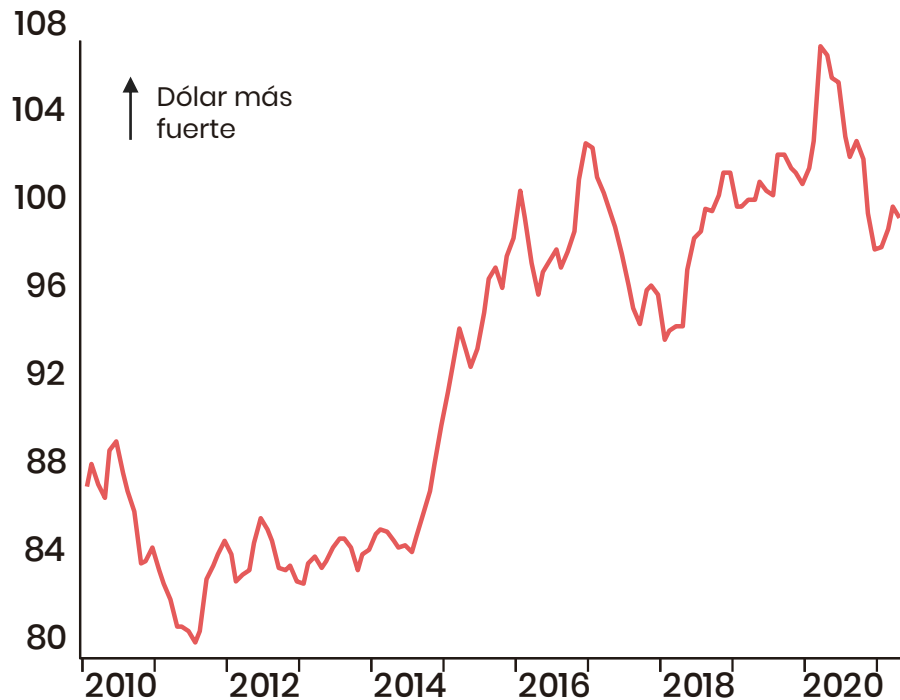
- **La situación en China también se ve favorable.** Este año el crecimiento será alto y para 2022 anticipamos un retorno a la senda de convergencia hacia su nivel de largo plazo, que estimamos en torno a 5%. Para esto, **las autoridades seguirán balanceando este objetivo con las prioridades de largo plazo**, que tienen que ver con reducir los altos niveles de deuda en la economía. La sorpresa a la baja en las cifras del primer trimestre ayudaría a que el estímulo no se deshaga rápido.
- **La demanda por materias primas se mantendría alta**, apoyada por el foco de estímulo en obras públicas. **Para el cobre** en particular, la reconstrucción de inventarios ayudaría, aunque no esperamos que el impulso sea duradero y **vedemos algún riesgo de moderación hacia la segunda mitad del año.**
- **Nuestro escenario base sigue incluyendo un dólar que se debilita, aunque menos de lo que esperábamos hace unos meses.** También esperamos tasas de largo plazo globales que gradualmente seguirían al alza, pero de una manera más ordenada y, en el corto plazo, guiadas por mayores expectativas de inflación. La combinación seguiría siendo favorable para la entrada de capitales a mercados emergentes y Latinoamérica en particular.

El primer trimestre del año estuvo marcado por el alza que experimentaron las tasas de interés en EE.UU., tanto por mayores expectativas de inflación como por el componente real, y por el fortalecimiento del dólar

Descomposición tasa 10 años EE.UU. (%)

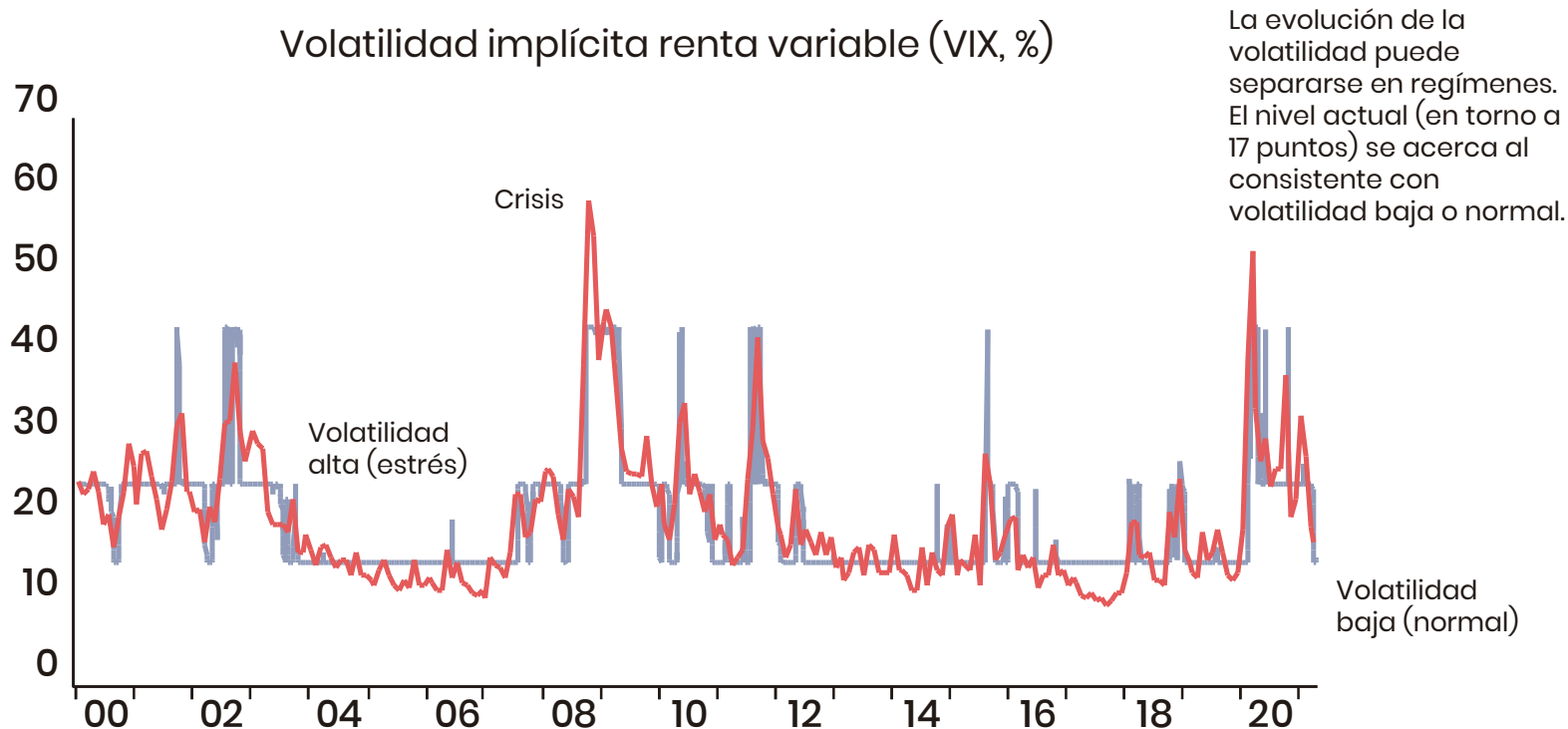


Tipo de cambio real EE.UU. (1973=100)



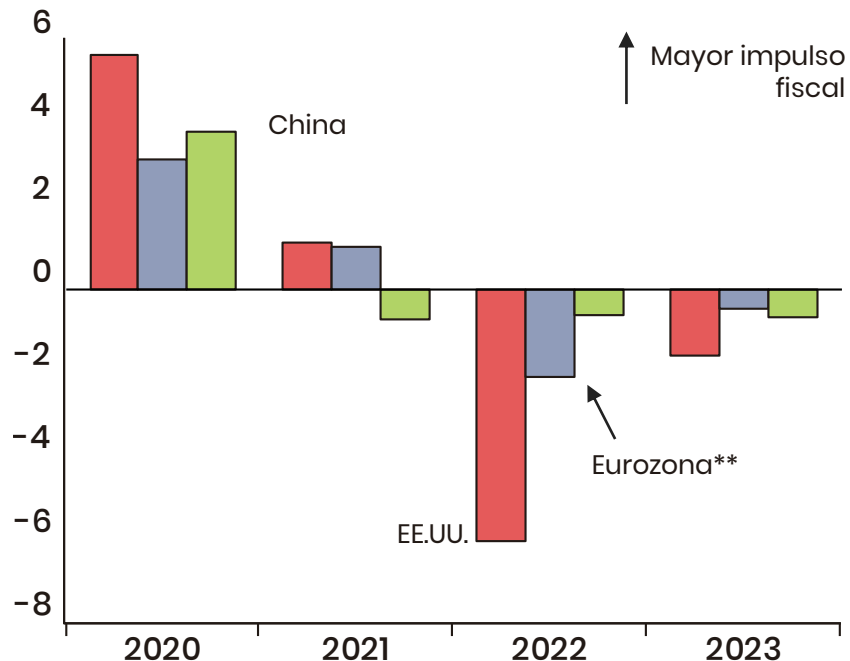
Fuente: Bloomberg, FRED y Estudios Security.

Reflejo del mayor optimismo es que indicadores de incertidumbre han mostrado caídas



Las expectativas para la actividad se ajustaron al alza por el mayor estímulo fiscal en EE.UU. y reaperturas que avanzan. Esperamos un crecimiento de 6% en este y a nivel global para 2021

Impulso fiscal* (% PIB potencial)

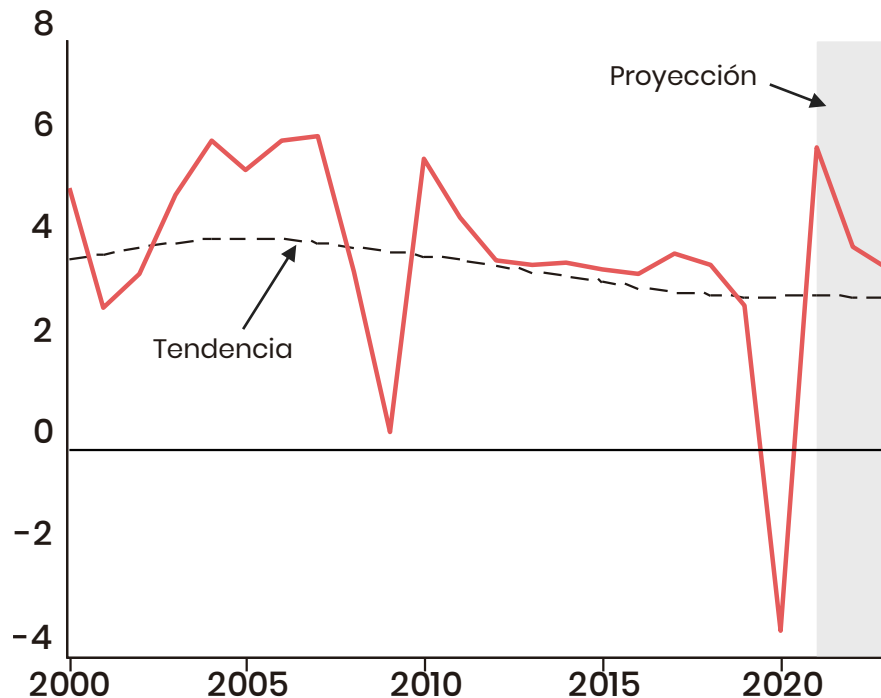


* Cambio en el balance fiscal estructural, como porcentaje del PIB.

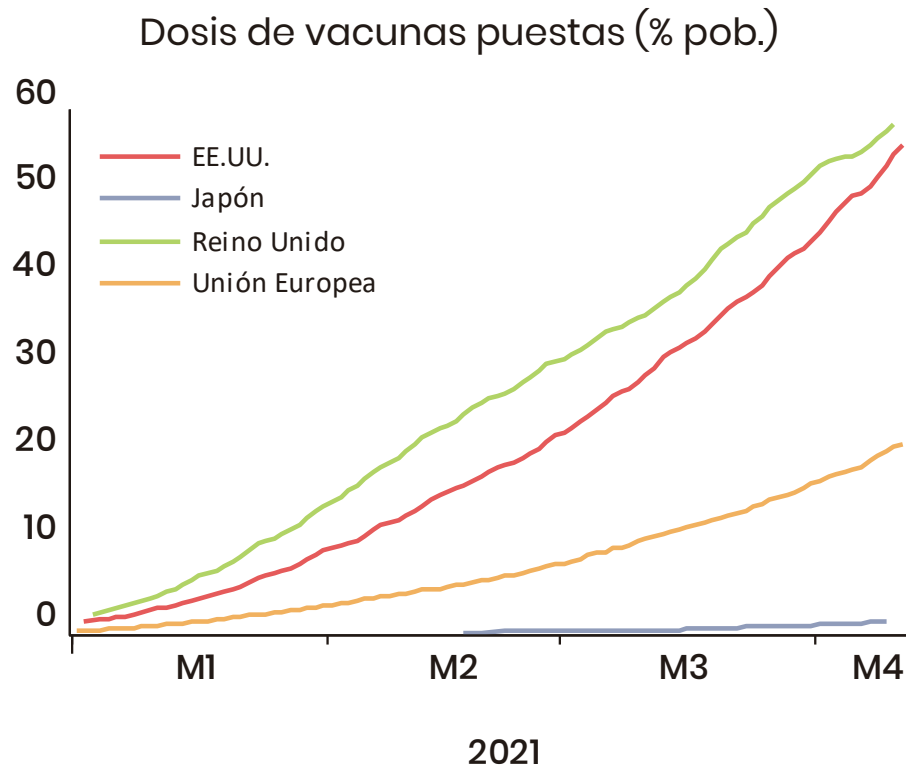
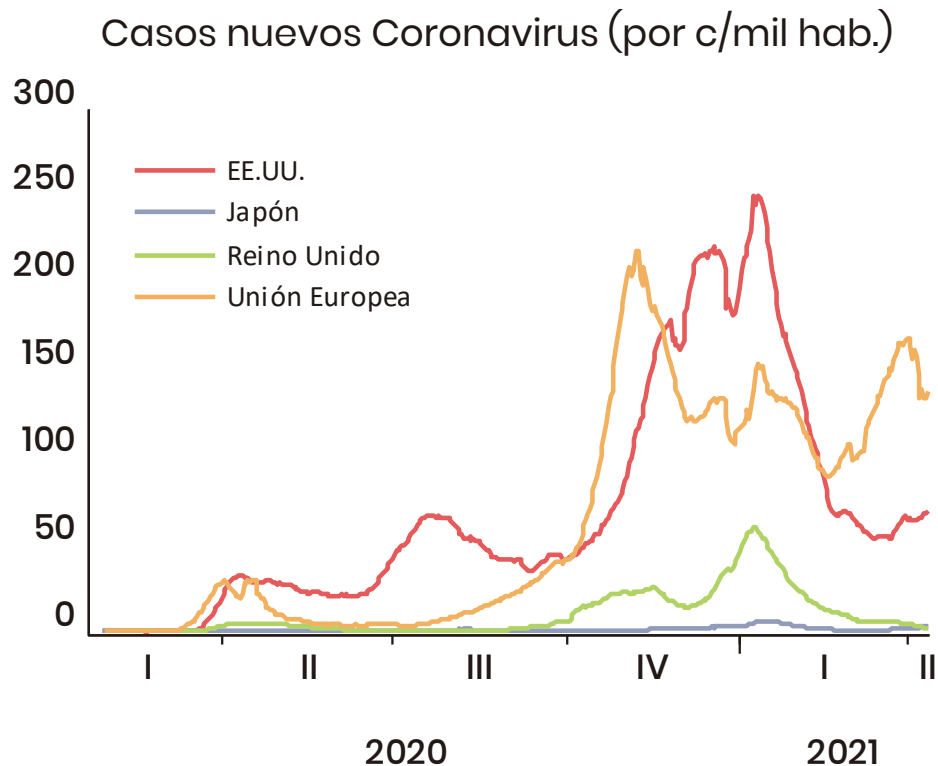
** Promedio ponderado de Alemania, Francia, Italia y España.

Fuente: FMI y Estudios Security.

Crecimiento global (%)

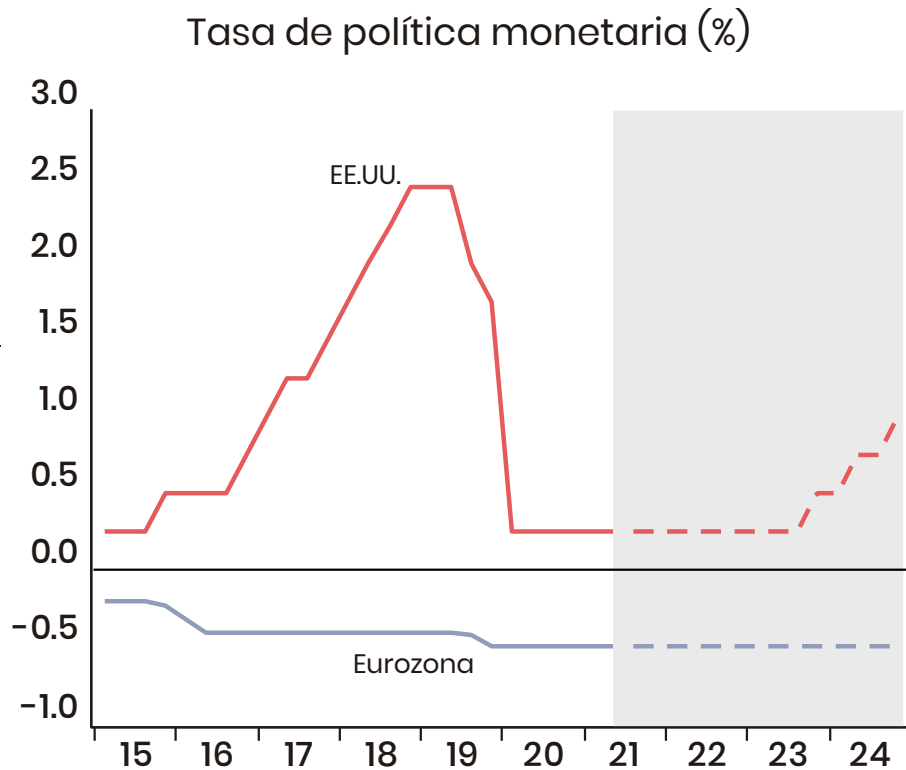
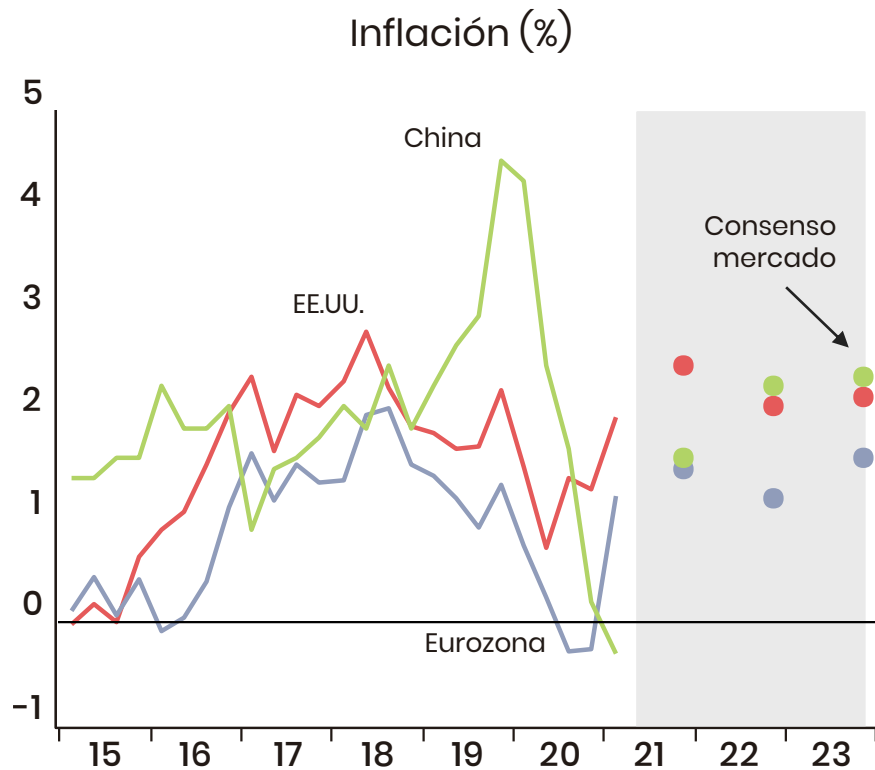


Mayores tasas y un dólar más fuerte se dieron en el contexto de la carrera entre las campañas de vacunación y nuevos contagios, donde Reino Unido y EE.UU. llevan la delantera



Fuente: Our World in Data y Estudios Security.

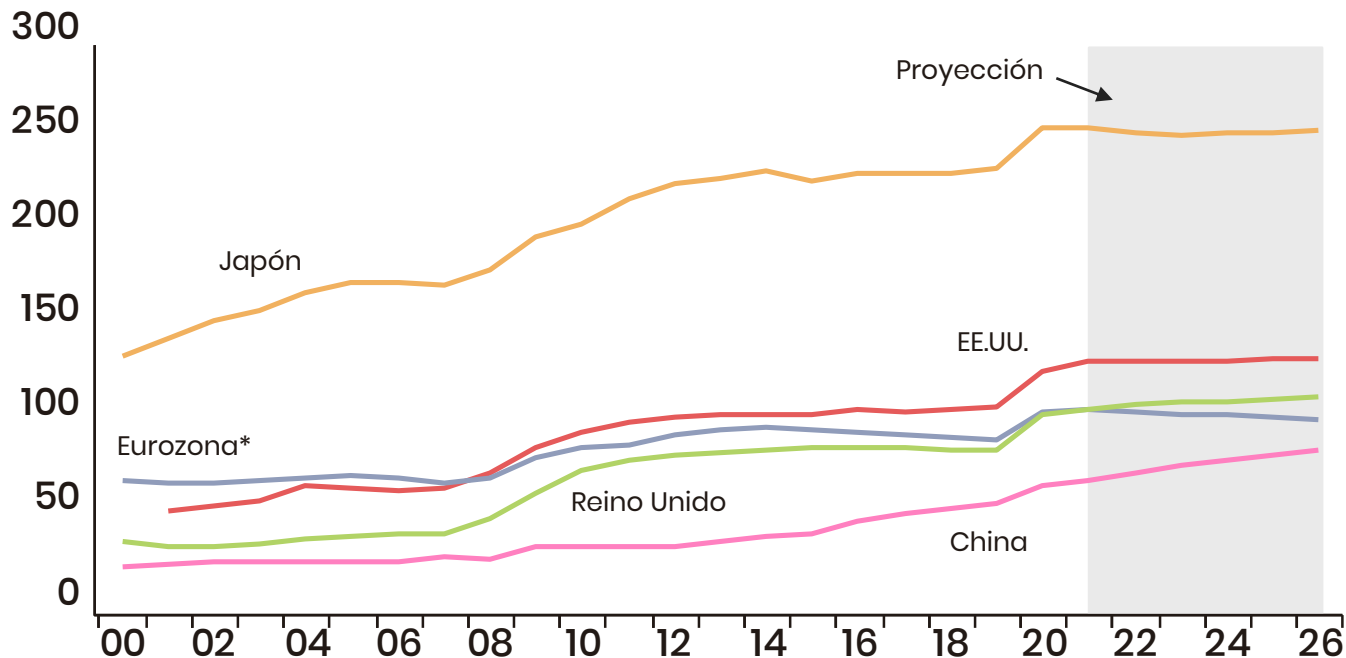
Las presiones inflacionarias se mantendrían acotadas en el mundo desarrollado, permitiendo a sus bancos centrales mantener una política monetaria y condiciones financieras expansivas



Fuente: BCE, Bloomberg, Fed y Estudios Security.

Sin embargo, no anticipamos mayor estímulo monetario, por lo que el impulso para la recuperación deberá venir de la parte fiscal, aunque también mantendrá alta la percepción de riesgo en torno a los niveles de deuda soberana

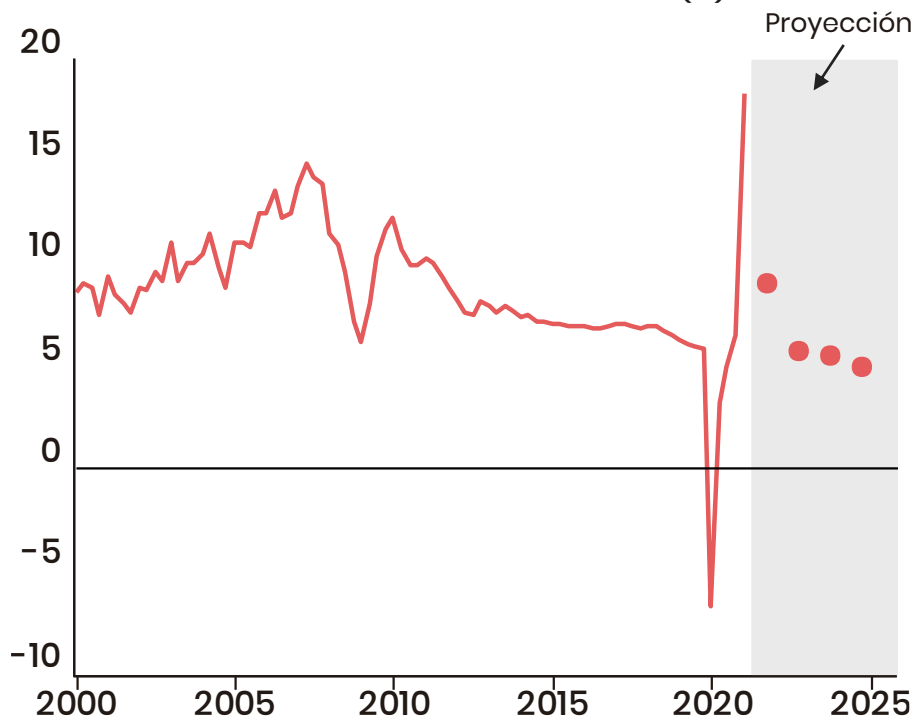
Deuda bruta soberana (% del PIB)



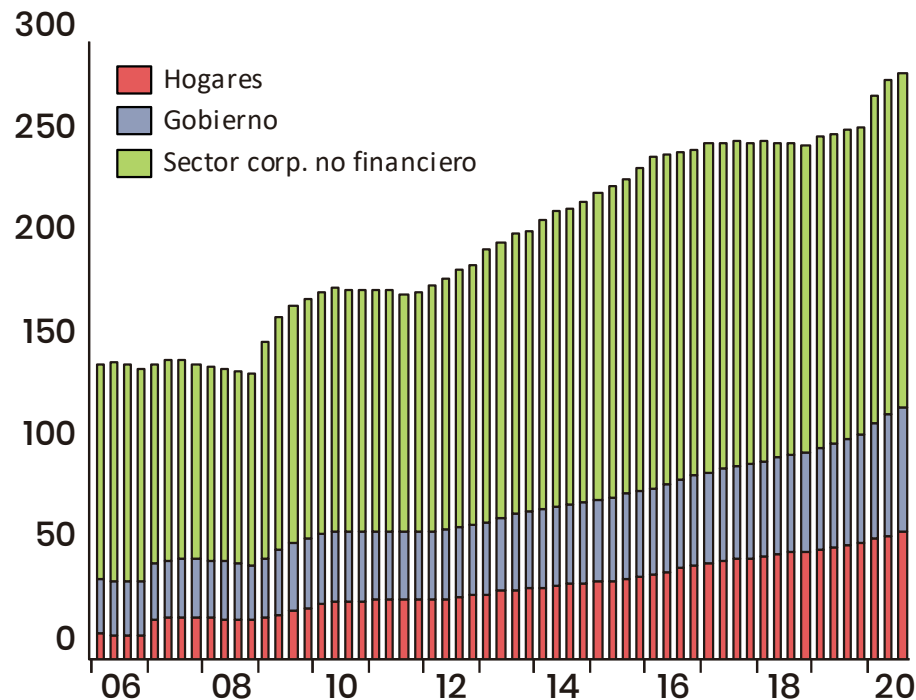
* Promedio ponderado de Alemania, Francia, Italia y España.

Este año el crecimiento en China será alto y para 2022 anticipamos un retorno a la senda de convergencia hacia los niveles de largo plazo. Las autoridades seguirán balanceando este objetivo con la reducción de los niveles de deuda en la economía

Crecimiento PIB China (%)

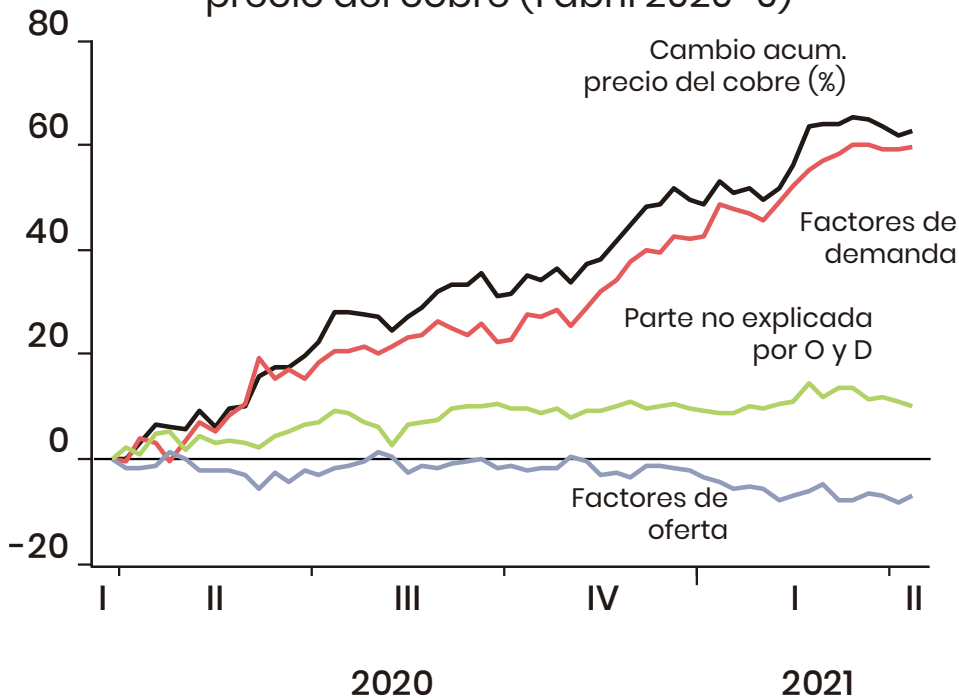


Deuda sector no financiero (% del PIB)



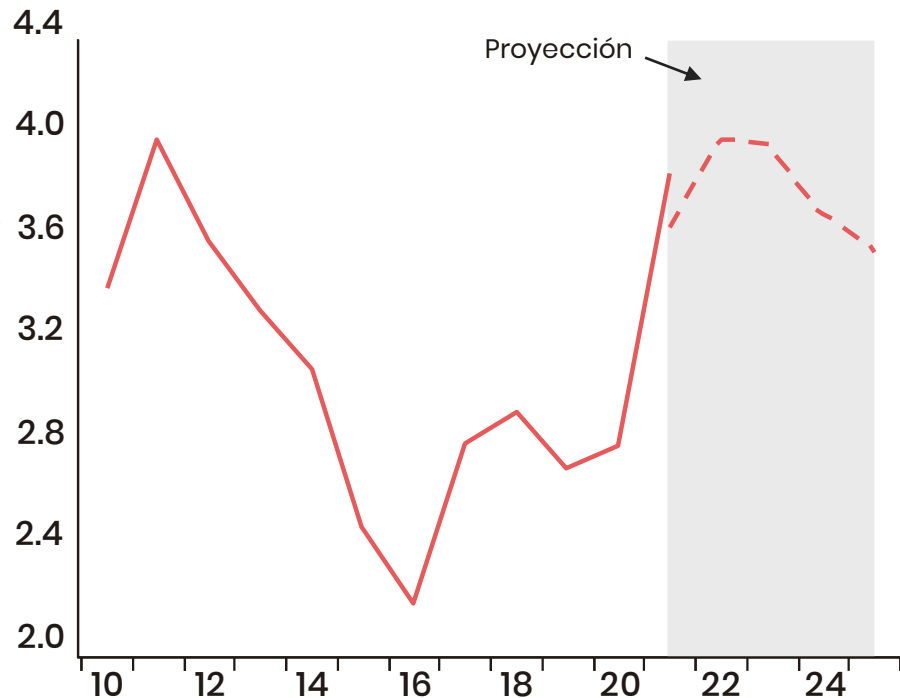
Esperamos que la demanda por materias primas se mantenga alta. Para el cobre, vemos algún riesgo de moderación hacia la segunda mitad del año

Descomposición variación acumulada
precio del cobre (1 abril 2020=0)



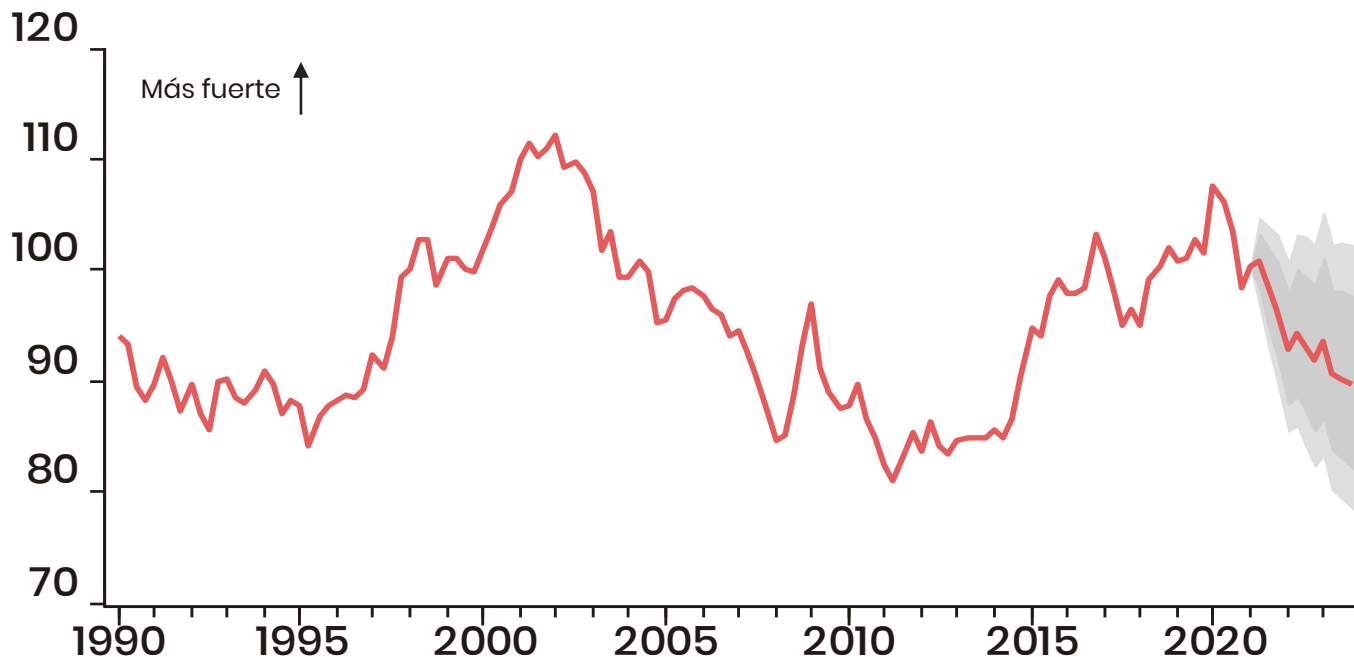
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Precio del cobre (USD/ton., prom. año)

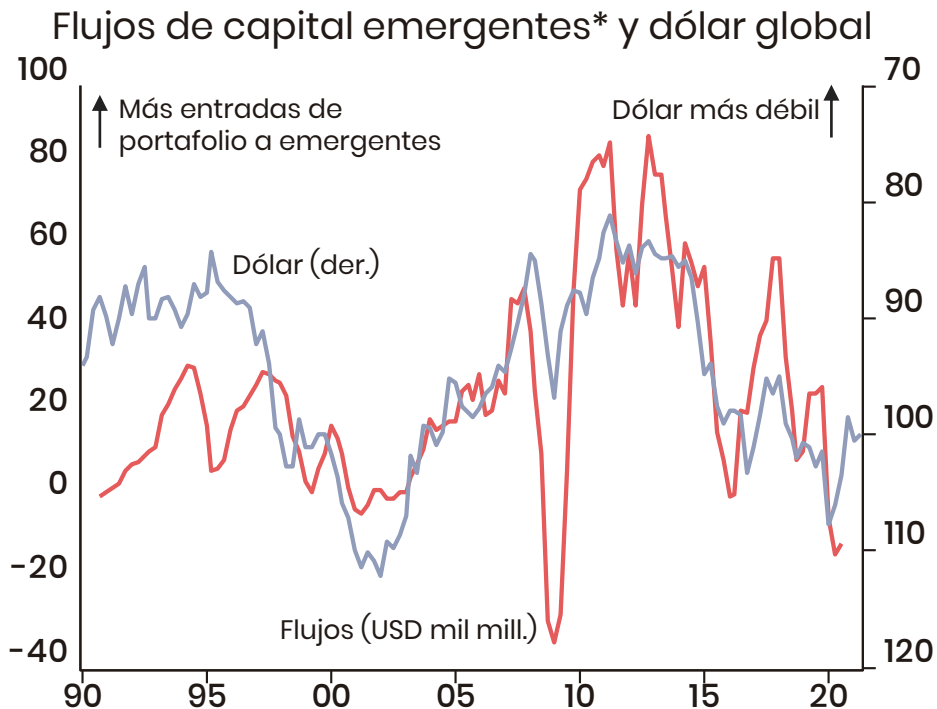


Nuestro escenario base sigue incluyendo un dólar que se debilita, aunque menos de lo que esperábamos hace unos meses. Esperamos tasas de largo plazo que gradualmente seguirían al alza, pero de una manera ordenada

Dólar global (1973=100)



La combinación seguiría siendo favorable para la entrada de capitales a mercados emergentes y Latinoamérica en particular

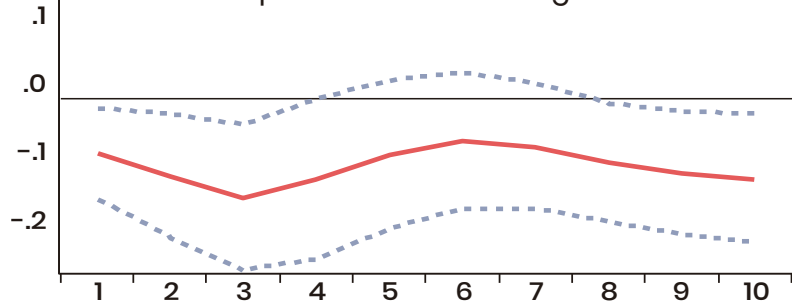


* Suma de pasivos en la cuenta financiera de la balanza de pagos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Uruguay.

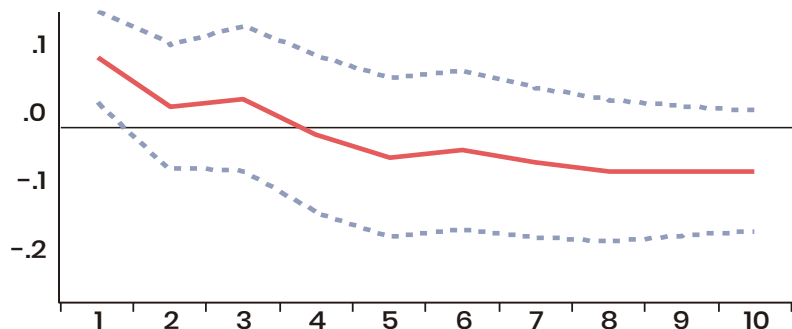
Fuente: Fed, FMI y Estudios Security.

Respuesta flujos de capital emergentes (% del PIB)

Apreciación 2% dólar global



Alza 25 puntos base tasa 10 años EE.UU.



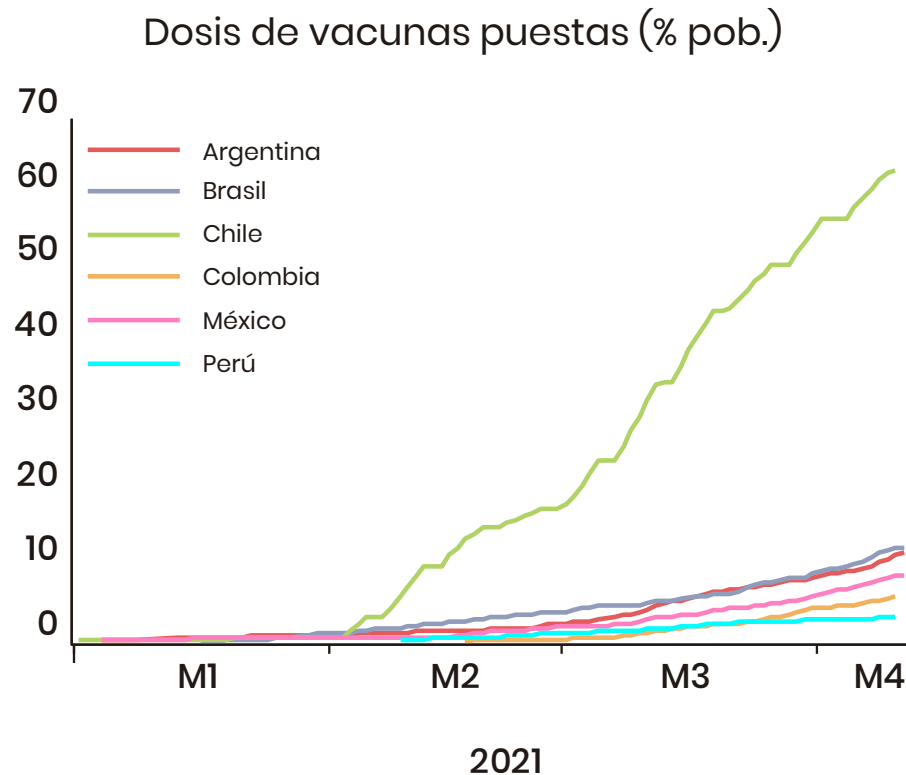
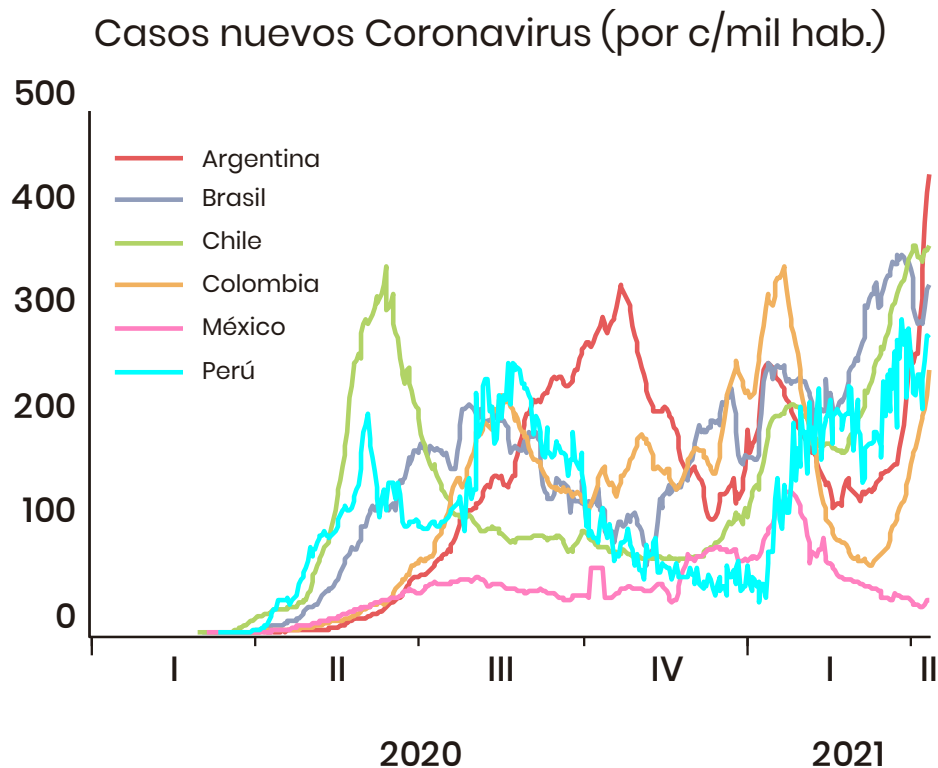
El impulso externo favorable, pero menor a lo que esperábamos antes,...

- **El control de la pandemia en la región continúa siendo mediocre**, al tiempo que las campañas de vacunación, con la excepción de Chile, recién comienzan a tomar algo de fuerza. **Solo para el tercer trimestre esperamos que los porcentajes de población vacunados sean suficientes como para una reapertura sostenida.**
- **Revisamos levemente al alza crecimiento para 2021, desde 3,6% a 4,4%, principalmente por mayor impulso desde EE.UU. y campañas de vacunación que irían tomando mayor velocidad, aunque esto ha venido acompañado de recortes para 2022, lo que refleja los desafíos para sostener tasas altas de crecimiento en la región.**
- **La profundidad de la recesión asociada a la pandemia complementaría los problemas estructurales de las economías latinoamericanas**, que incluyen bajo crecimiento de la productividad y tasas de inversión menores a las necesarias para sostener una convergencia hacia niveles de ingreso mayor. **La precariedad de los mercados laborales también es un factor que afecta la capacidad de implementar y expandir nuevas tecnologías y el capital humano.**
- **La región sufrió un daño importante en su trayectoria de crecimiento, reflejando que la crisis podría haber mermado la capacidad productiva de la economía. En parte por esto, las presiones de precios se seguirían acumulando y, a pesar de las amplias brechas de capacidad, la inflación se ubicaría en torno a metas, o incluso sobre estas en algunos casos.**

... pero se contrapondrá con un peor mix de política a nivel regional

- **El consenso también refleja este escenario y ha venido acompañado de la expectativa de un retiro de estímulo antes de lo que esperábamos.** Nuestro escenario previo era de estabilidad en las tasas de referencia, buscando mantener las condiciones financieras expansivas. Sin embargo, **el alza importante en las expectativas de inflación, tanto a nivel externo como en las respectivas economías, quita espacio a las autoridades monetarias. Brasil ya comenzó a subir las tasas de referencia y sería seguido por Colombia, México y Perú durante este año y Chile el próximo.**
- **El apoyo en la pandemia agotó parte del espacio fiscal. Mayores niveles de deuda exponen a las economías a apretones de condiciones financieras que se manifiestan, entre otros factores, vía un tipo de cambio real más débil.**
- **Condiciones financieras más restrictivas son perjudiciales para el crecimiento y llevan a los bancos centrales a restringir su política. Además, la experiencia de recuperación de crisis anteriores sugiere que la situación fiscal podría quedar dañada de forma duradera.**

El control de la pandemia en la región continúa siendo mediocre. Solo para el tercer trimestre esperamos que los porcentajes de población vacunados sean suficientes como para una reapertura sostenida



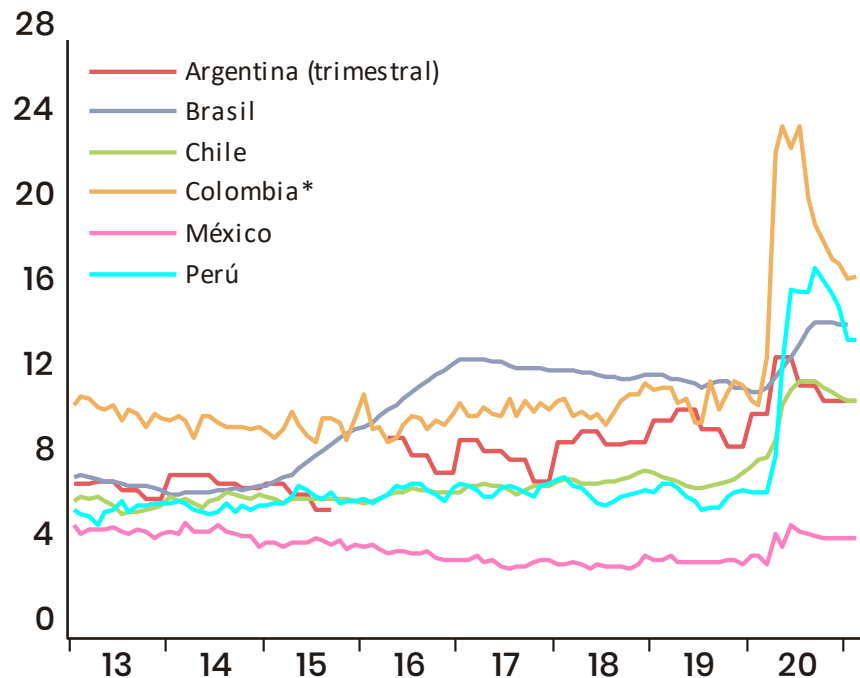
Fuente: Our World in Data y Estudios Security.

Revisamos levemente al alza crecimiento para 2021, desde 3,6% a 4,2%, principalmente por mayor impulso desde EE.UU. y campañas de vacunación que han ido tomando mayor velocidad, aunque esto ha venido acompañado de recortes para 2022, lo que refleja los desafíos para sostener tasas altas de crecimiento en la región

PIB (var % anual)	2020	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	-10.0	3.5	2.0	2.0
Brasil	-4.1	3.0	2.5	2.0
Chile	-6.0	7.0	2.5	2.5
Colombia	-6.8	5.5	3.5	3.5
México	-8.2	5.0	2.0	2.0
Perú	-11.1	8.0	5.0	4.5

La profundidad de la recesión asociada a la pandemia complementaría los problemas estructurales de las economías latinoamericanas, destacando la precariedad de los mercados laborales

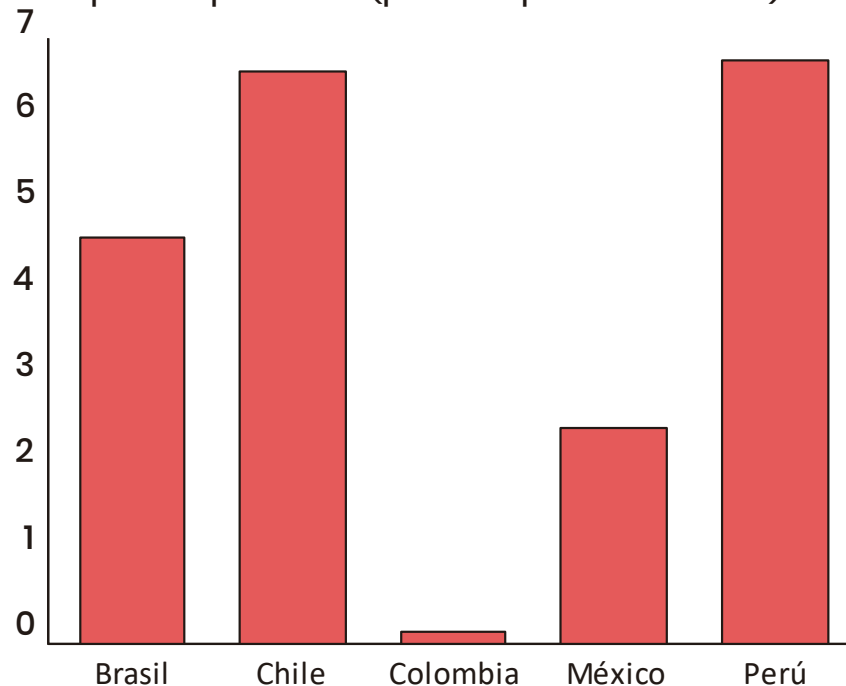
Tasa de desempleo (%)



* Desempleo urbano.

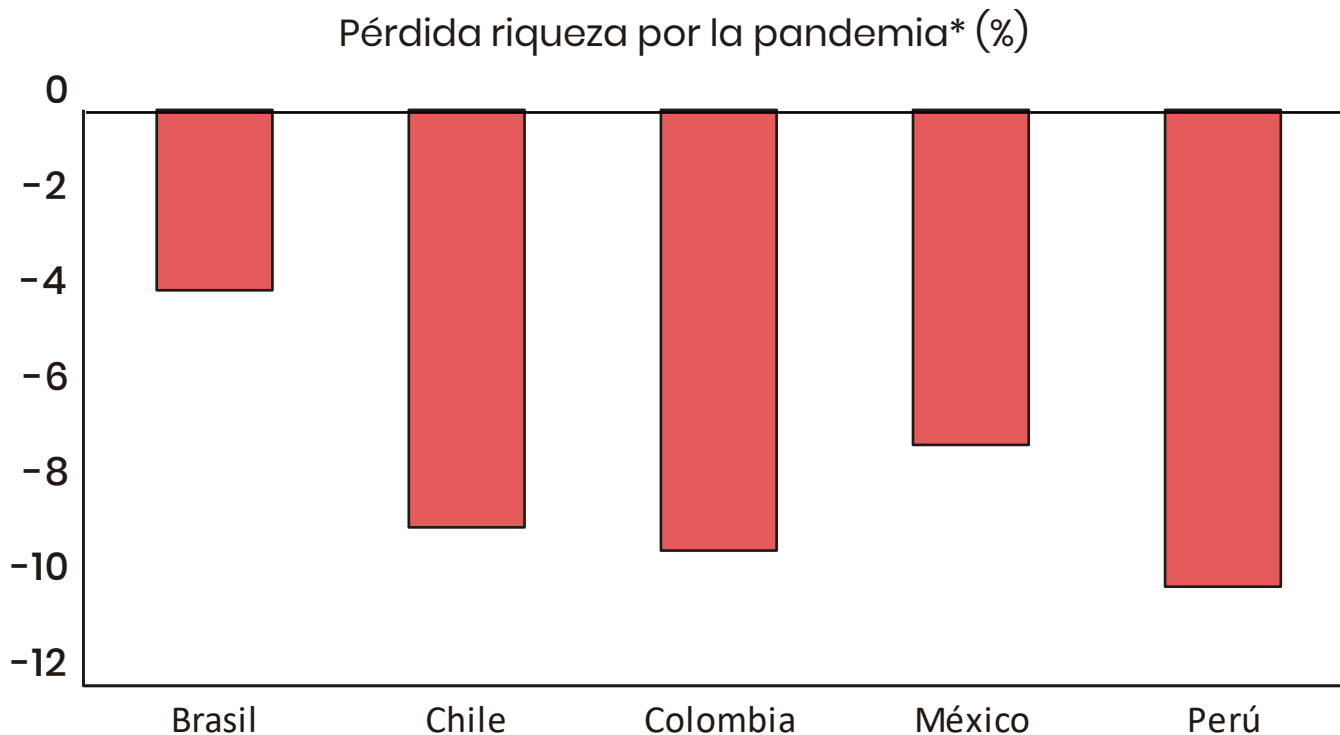
Fuente: DANE, IBGE, INDEC, INE, INEGI, INEI y Estudios Security.

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.

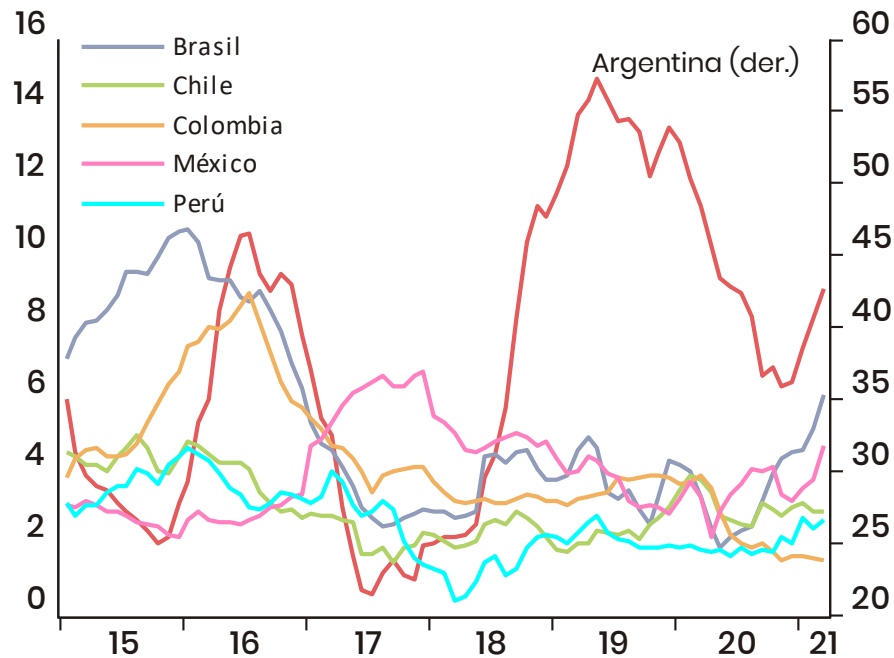
Esperamos que la región sufra un daño importante y duradero en su trayectoria de crecimiento, reflejando que la crisis podría haber mermado la capacidad productiva de la economía



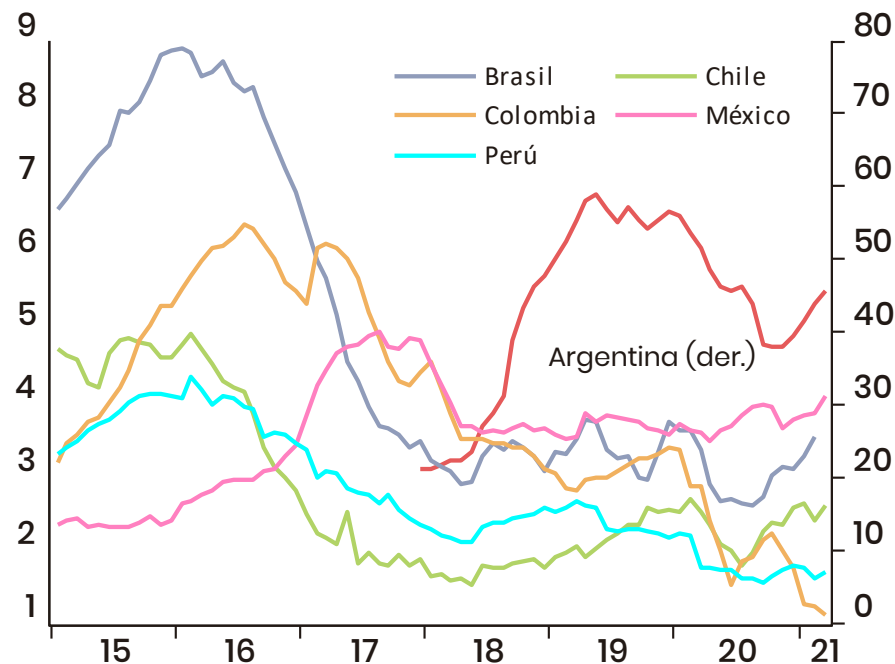
* Diferencia entre la estimación del nivel del PIB para 2024 hecha en abril de 2021 y la realizada en octubre 2019.

En parte por esto creemos que las presiones de precios se seguirían acumulando

Inflación (%)



Inflación subyacente (%)



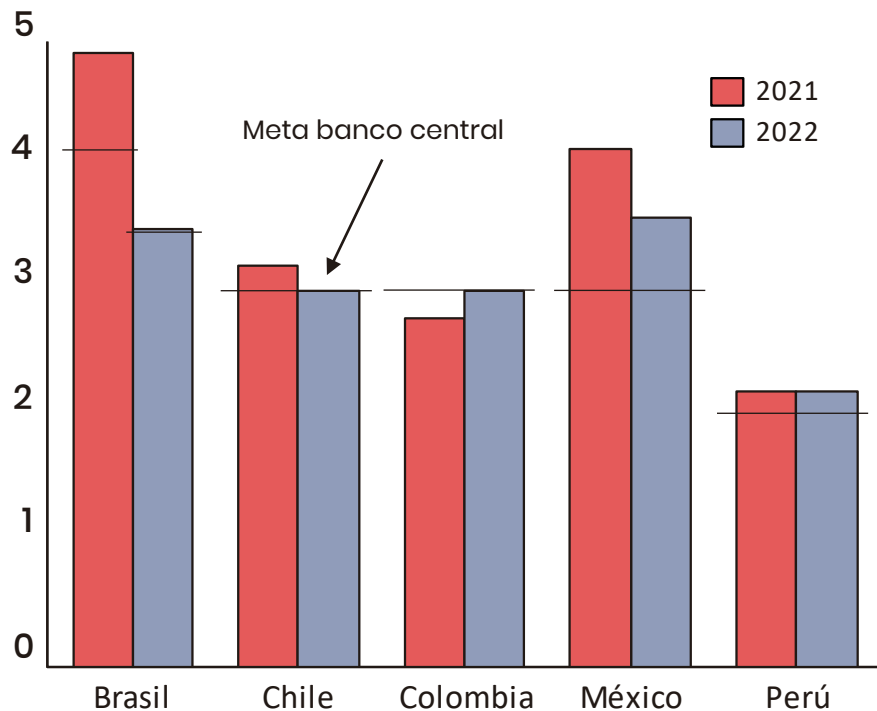
* Índice comenzó a publicarse en 2017.

A pesar de brechas de capacidad todavía amplias, la inflación se ubicaría en torno a metas, o incluso sobre estas en algunos casos

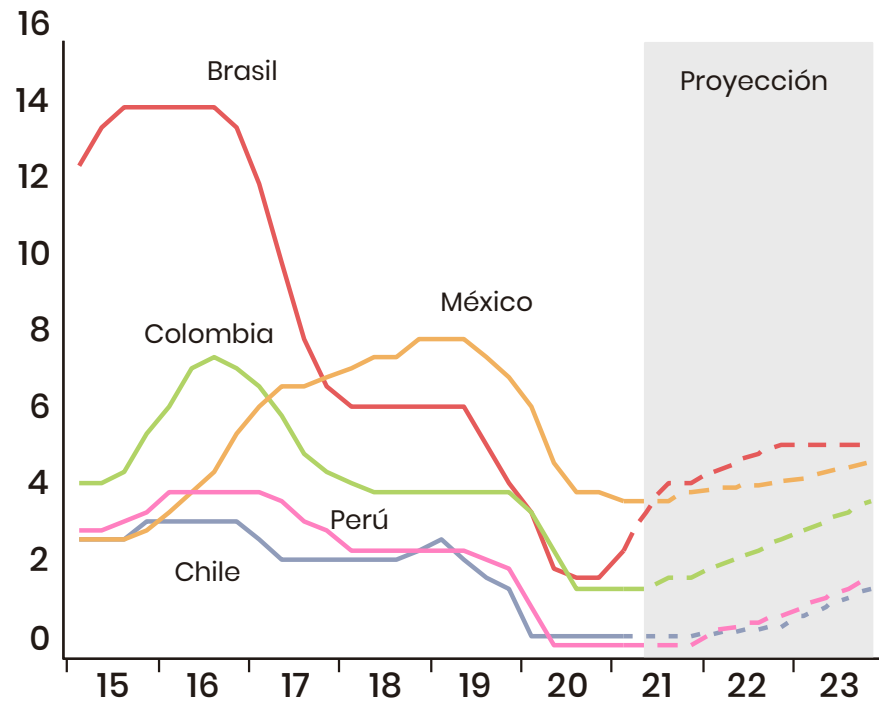
IPC (var %, fin de período)	2020	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	36	45	40	38
Brasil	4.5	4.75	3.5	3.3
Chile	3.0	3.2	3.2	3.0
Colombia	1.6	2.8	3.0	3.0
México	3.2	4.0	3.5	3.5
Perú	2.0	2.0	2.0	2.0

Consenso de analistas también refleja este escenario, lo que ha venido acompañado de la expectativa de un retiro de estímulo antes de lo que esperábamos

Expectativas de inflación (%)



Tasas de referencia política monetaria (%)



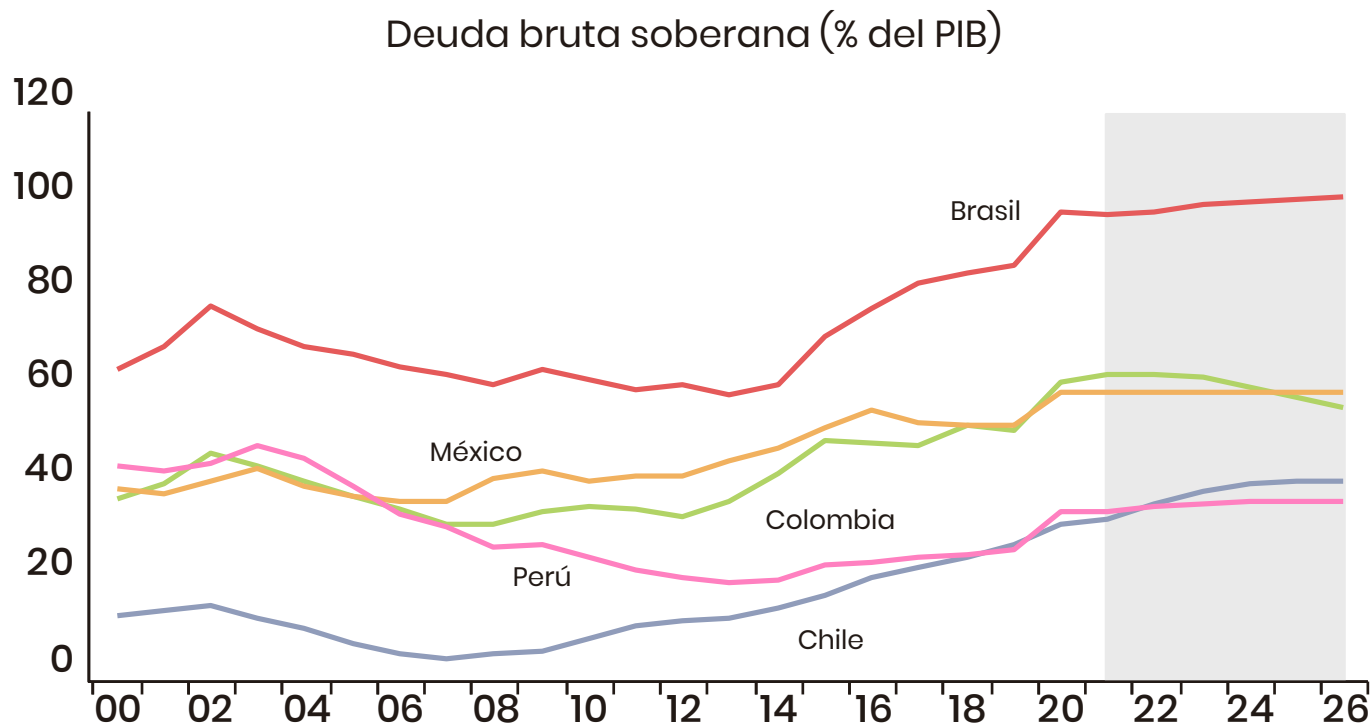
Fuente: Banrep, Banxico, BCB, BCCh, BCRP y Estudios Security.

El alza en las expectativas de inflación quita espacio a las autoridades monetarias. Brasil ya comenzó a subir las tasas de referencia y sería seguido por Colombia, México y Perú durante este año y Chile el próximo.

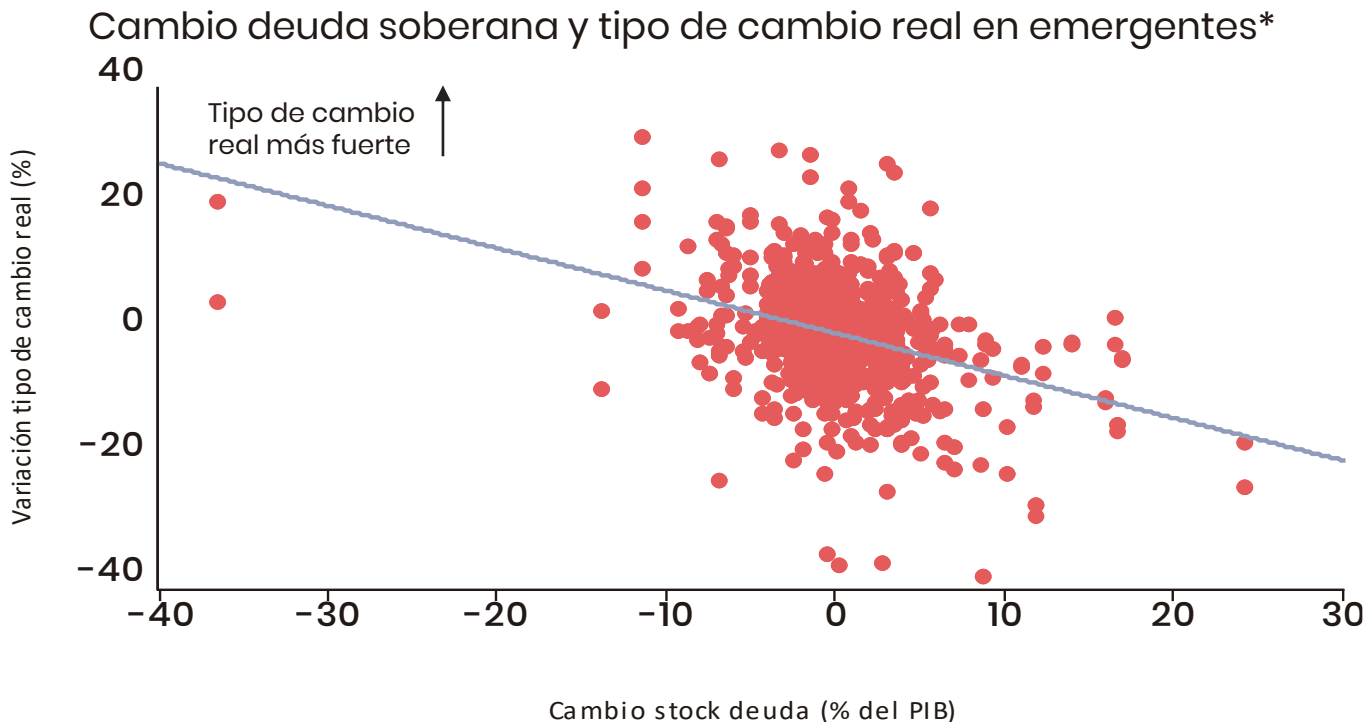
TPM (% , cierre)	Actual	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina*	38	40	38	36
Brasil	2.75	4.5	5.5	5.5
Chile	0.5	0.5	0.75	1.75
Colombia	1.75	2.0	3.0	4.0
México	4.0	4.25	4.5	5.0
Perú	0.25	0.5	1.0	2.0

* 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.

El apoyo en la pandemia agotó parte del espacio fiscal



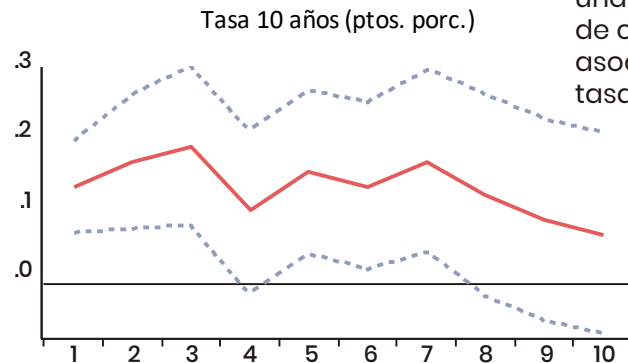
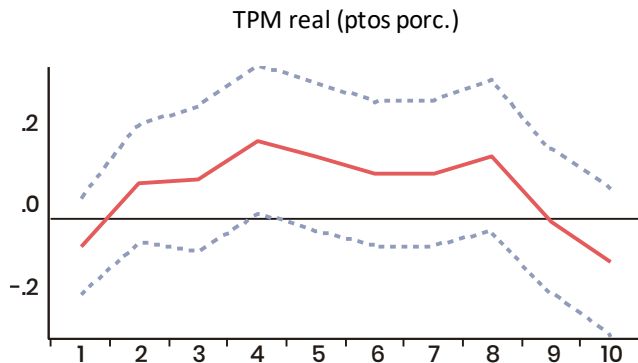
Mayores niveles de deuda exponen a las economías a apretones de condiciones financieras que se manifiestan, entre otros factores, vía un tipo de cambio real más débil



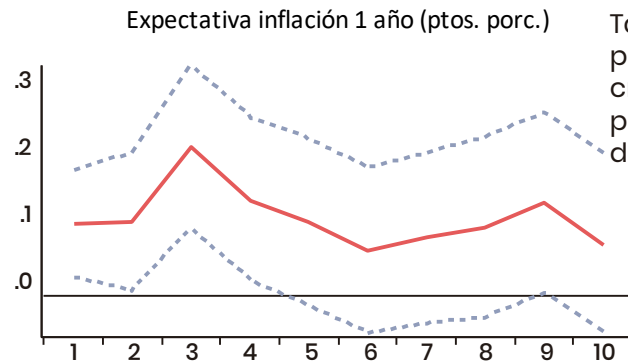
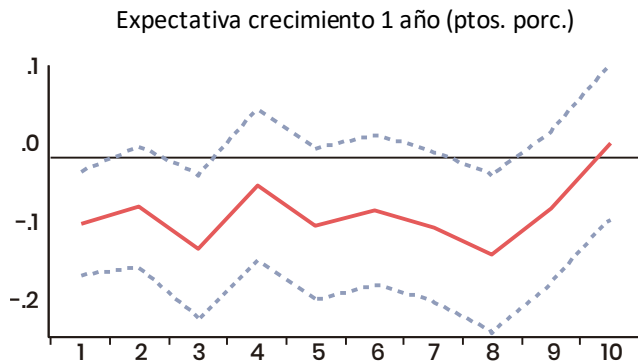
* En base a muestra de panel semestral de 17 países emergentes, excluyendo a China. Un punto adicional de deuda tiene asociado un debilitamiento del tipo de cambio real de entre 0,5%-1%, controlando por efectos fijos por país y por semestre.

Los que son perjudiciales para el crecimiento y la inflación y llevan a los bancos centrales a restringir su política también

Impacto de debilitamiento de 5% en el tipo de cambio real



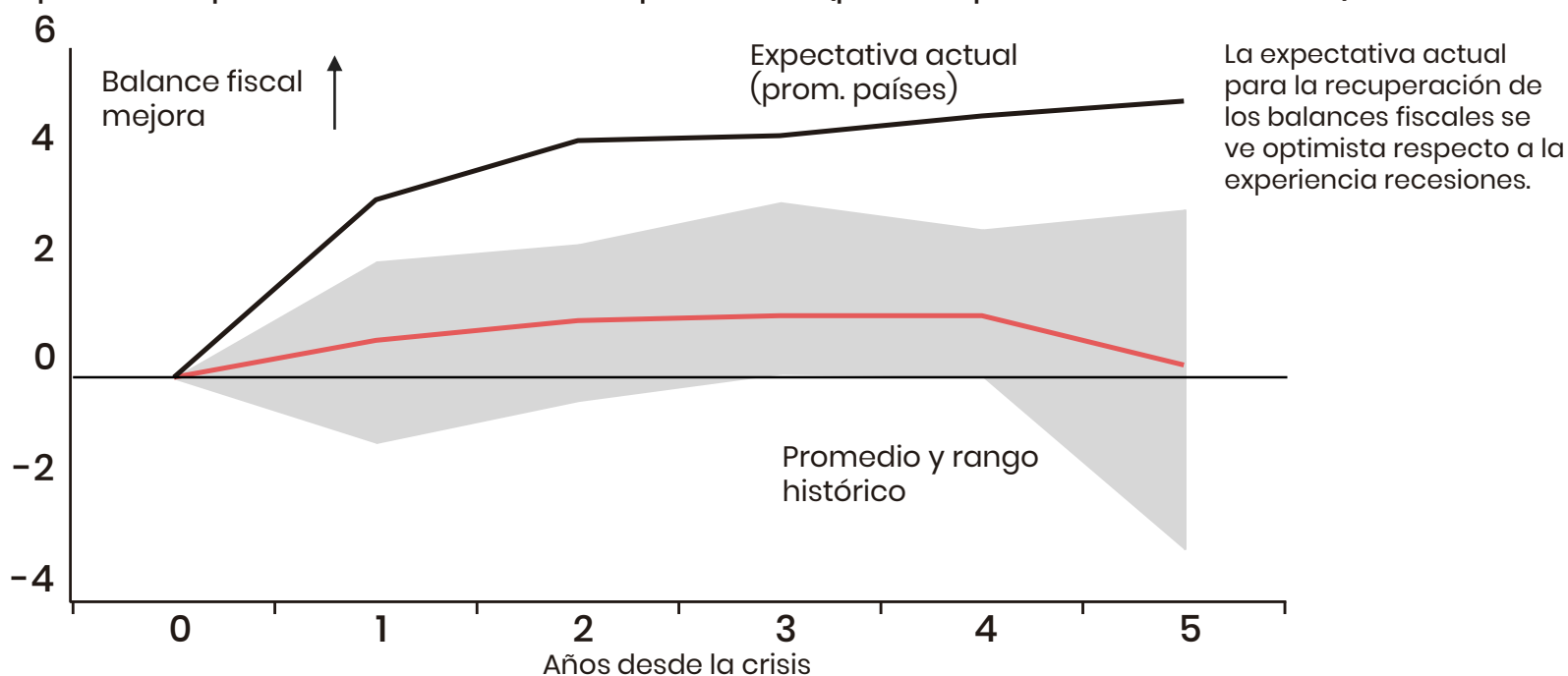
En economías emergentes, una depreciación del tipo de cambio real tiene asociada aumentos en tasas de corto y largo plazo



También caídas en las perspectivas de crecimiento de corto plazo y aumento en las de inflación

Además la experiencia de recuperación de crisis anteriores sugiere que la situación fiscal podría quedar dañada de forma duradera

Recuperación post-crisis del balance primario* (puntos porcentuales del PIB)



* Cambio acumulado en el balance fiscal primario desde años de crisis. La línea roja es el promedio de 15 crisis de países latinoamericanos (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). El detalle de cada una en el anexo

Fuente: FMI, Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder and Asad Zaman, 2013, "A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy," IMF Working Paper y Estudios Security.

Con un crecimiento alto más o menos seguro durante este año,...

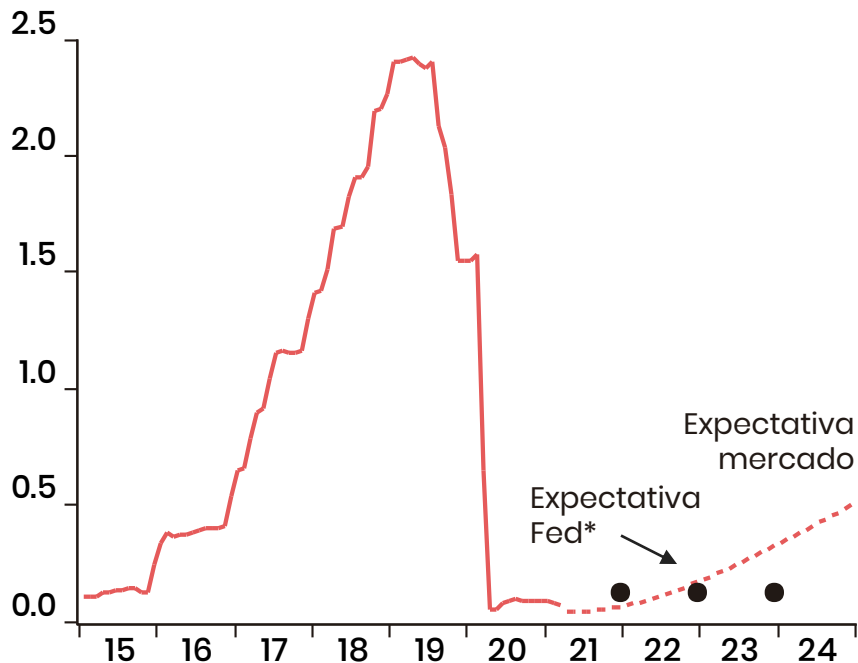
- **Un adelantamiento del retiro de estímulo por parte de la Fed, una política fiscal estadounidense que termine apreciando más el dólar o una muy restrictiva en China que afecte los precios de materias primas son las principales fuentes de riesgo a nivel global. El impacto de corto plazo de todas estas es a través de condiciones financieras externas más restrictivas**, que pueden afectar una velocidad de recuperación que ya sería moderada. En caso de ser *shocks* más duraderos, estos factores también tienen impactos reales, que exacerban los efectos de corto plazo.
- En la parte interna, **el *mix* de política** (monetaria y fiscal), **sumado al peor desempeño en el control de la pandemia respecto a otras economías también han llevado a un apretón de condiciones financieras en la región.**
- **Los desarrollos políticos** tampoco han ayudado: la baja aprobación del gobierno en Brasil, más el levantamiento de cargos contra Lula da Silva, las reformas impulsadas por el gobierno mexicano en materia de banca central y sector energético, la nueva reforma tributaria que se discute en Colombia, la incertidumbre electoral en Perú y el proceso constituyente en Chile **configuran un panorama político que mantendría la incertidumbre local alta.**

... riesgos se concentran en condiciones financieras y su impacto sobre la actividad de 2022 en adelante

- El principal espacio para sorpresas positivas en materia de riesgos tiene que ver con una puesta al día en las campañas de vacunación, aunque en el margen podría llevar a los bancos centrales a adoptar sesgos más restrictivos. No esperamos que prevengan de una política fiscal aún expansiva (en nivel, no mayor impulso) durante los próximos años.
- **En términos de tipo de cambio, esperamos que el mejor impulso externo**, en particular el debilitamiento del dólar global, **apoye monedas algo más fuertes**. Sin embargo, **esto podría ser contrarrestado por premios por riesgo locales que pueden seguir altos**. Esperamos un **cierre de año cerca de los valores actuales y apreciaciones moderadas en los próximos años**.
- **En términos de tasas soberanas, vemos un balance de riesgos más asimétrico**. Aunque **nuestro escenario base es de estabilidad** (en promedio, aunque con heterogeneidad entre países), **hay mayor riesgo a tasas más altas**, ya sea por alzas en EE.UU. o mayor premio por riesgo, que significativamente más bajas. Esto iría **acompañado por un aplanamiento de las curvas, a medida que los bancos centrales retiran el impulso de liquidez**.
- **Vemos los *spreads* corporativos en dólares alineados con lo que estimamos su valor justo**, pero al mismo tiempo creemos que hay menos espacio para caídas adicionales, aunque siguen teniendo atractivo en términos de su devengo.

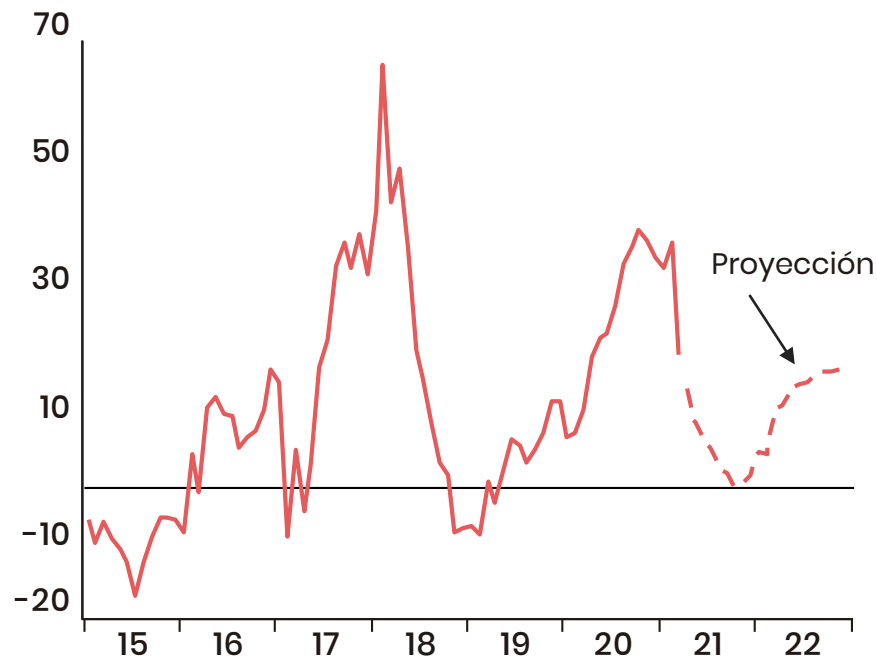
Un adelantamiento del retiro de estímulo por parte de la Fed, una política fiscal estadounidense aprecie más el dólar o una muy restrictiva en China que afecte los precios de materias primas son las principales fuentes de riesgo global

TPM EE.UU. y expectativas (%)



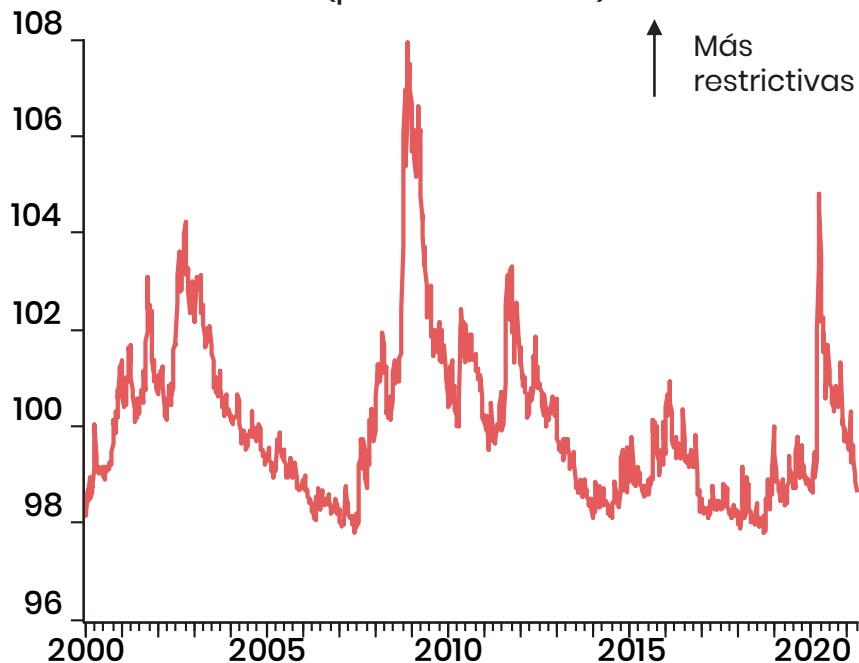
* Mediana proyecciones Consejo de política monetaria Fed (FOMC).

Crecimiento financiamiento total China (% a/a)



El impacto es a través de condiciones financieras externas más restrictivas

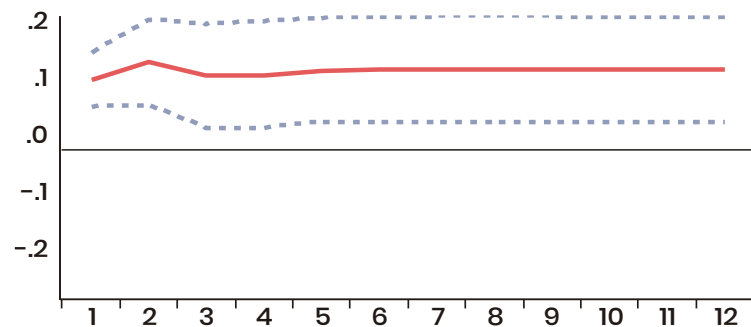
Condiciones financieras globales
(promedio=100)



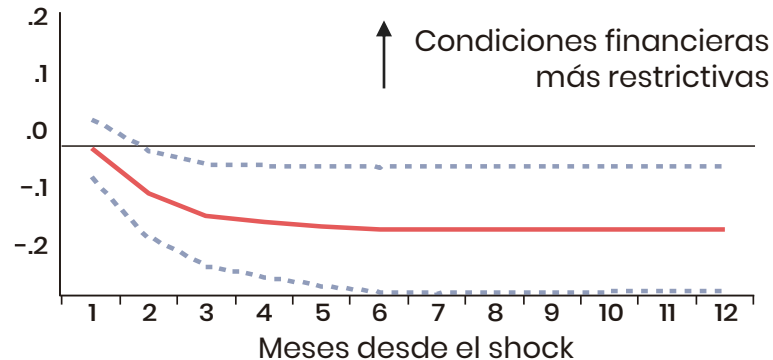
Fuente: FMI y Estudios Security.

Impacto sobre condiciones
financieras globales (%)

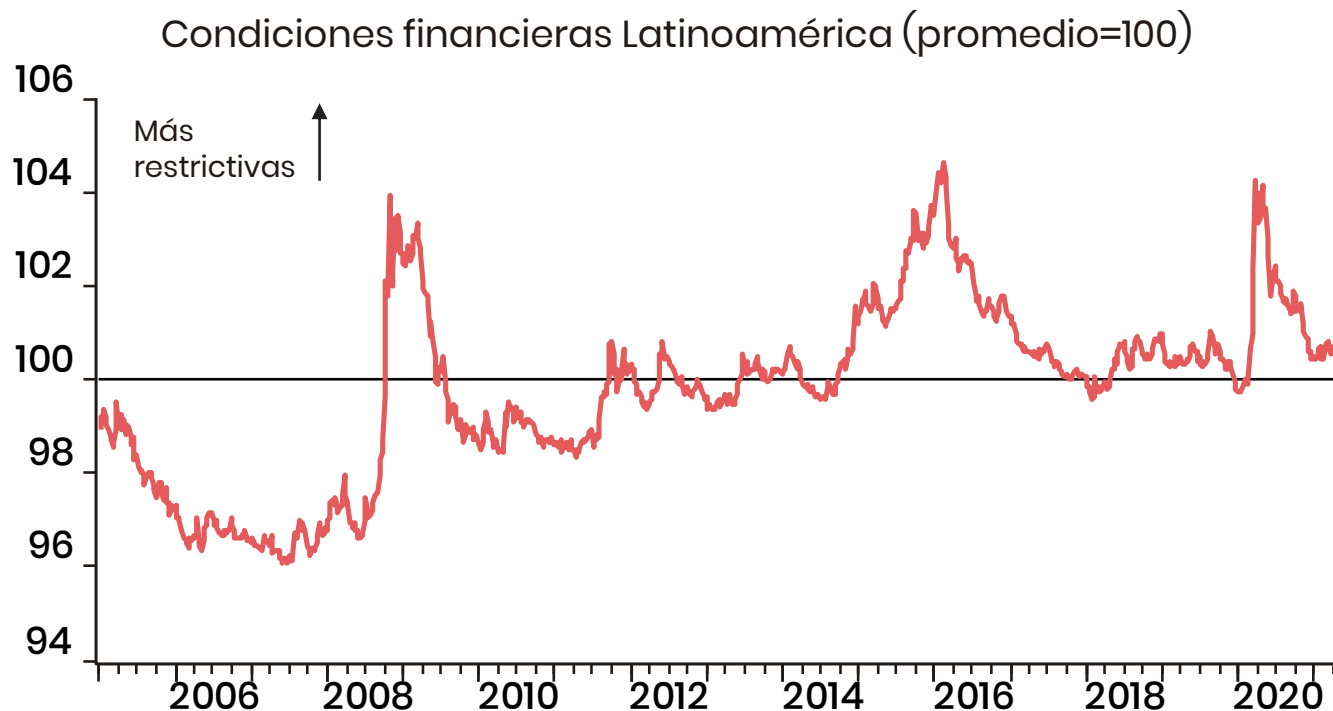
Aumento 20 puntos base tasa real EE.UU.



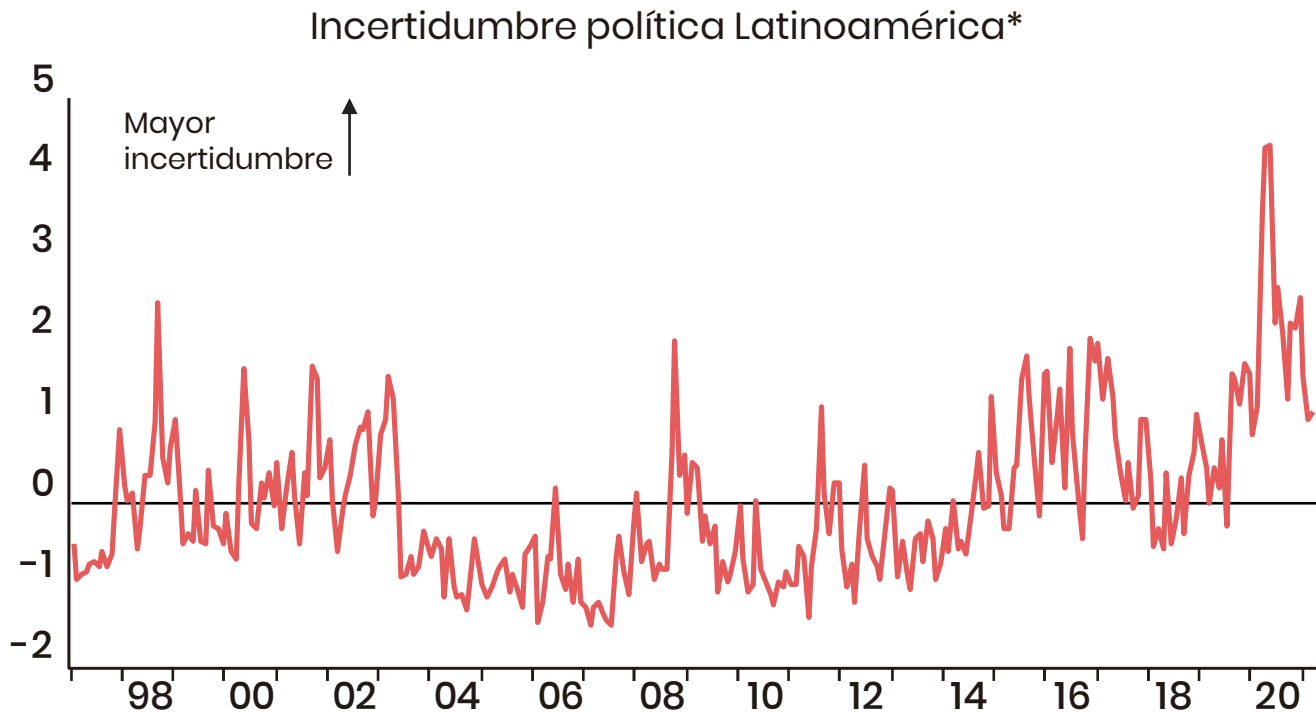
Aceleración 5% crecimiento financiamiento total China



El mix de política, sumado al peor desempeño en el control de la pandemia respecto a otras economías han llevado a un apretón de condiciones financieras en la región



Los desarrollos políticos configuran un panorama político que mantendría la incertidumbre local alta

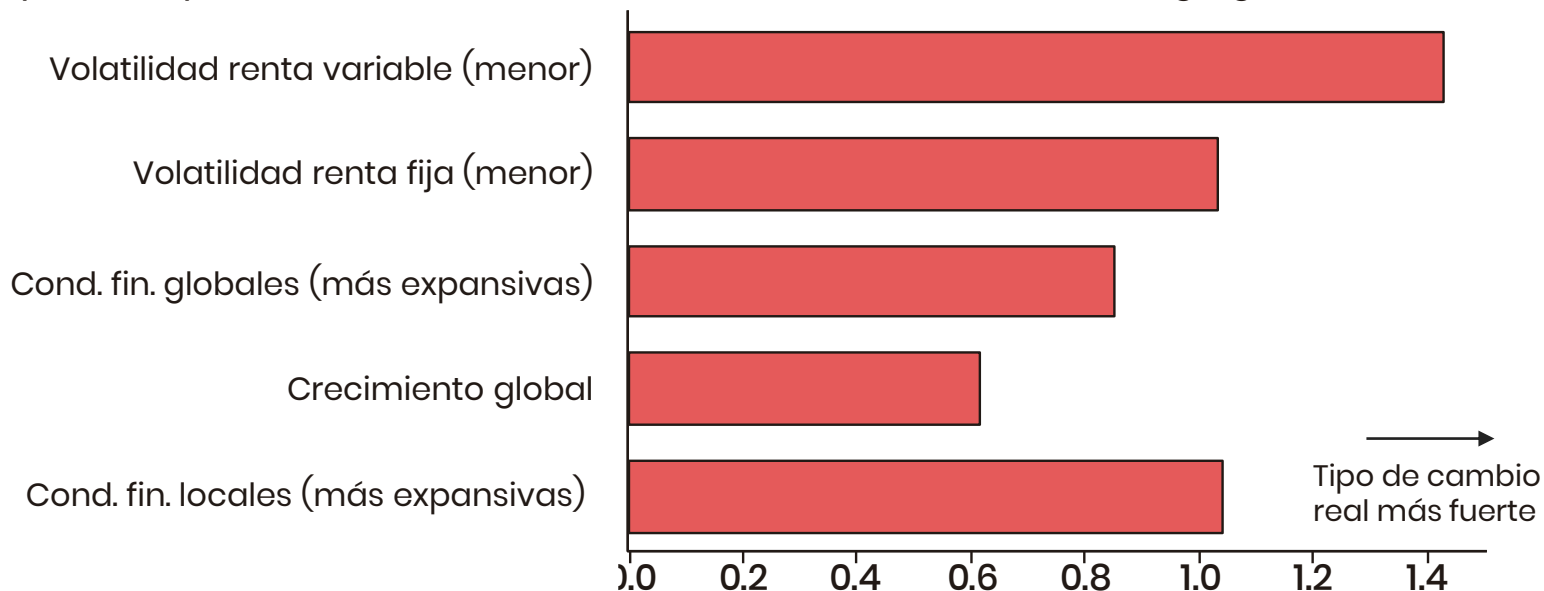


* Primer componente principal de los índices de incertidumbre política de Brasil, Chile, Colombia y México (este último solo hasta septiembre 2019). Medida estandarizada para tener promedio cero y desviación estándar unitaria.

Fuente: policyuncertainty y Estudios Security.

En términos de tipo de cambio, esperamos que el mejor impulso externo apoye monedas más fuertes, aunque esto podría ser contrarrestado por premios por riesgo locales que pueden seguir altos

Respuesta tipo de cambio real Latinoamérica ante shocks de riesgo globales* (%)



* Respuesta acumulada en doce meses del TCR ponderado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú ante shocks de una desviación estándar. VAR en frecuencia mensual usando dos rezagos, con shocks generalizados, aunque resultado usando descomposición Cholesky es similar. Indicadores de volatilidad de renta variable y fijas corresponden al VIX y MOVE, respectivamente.

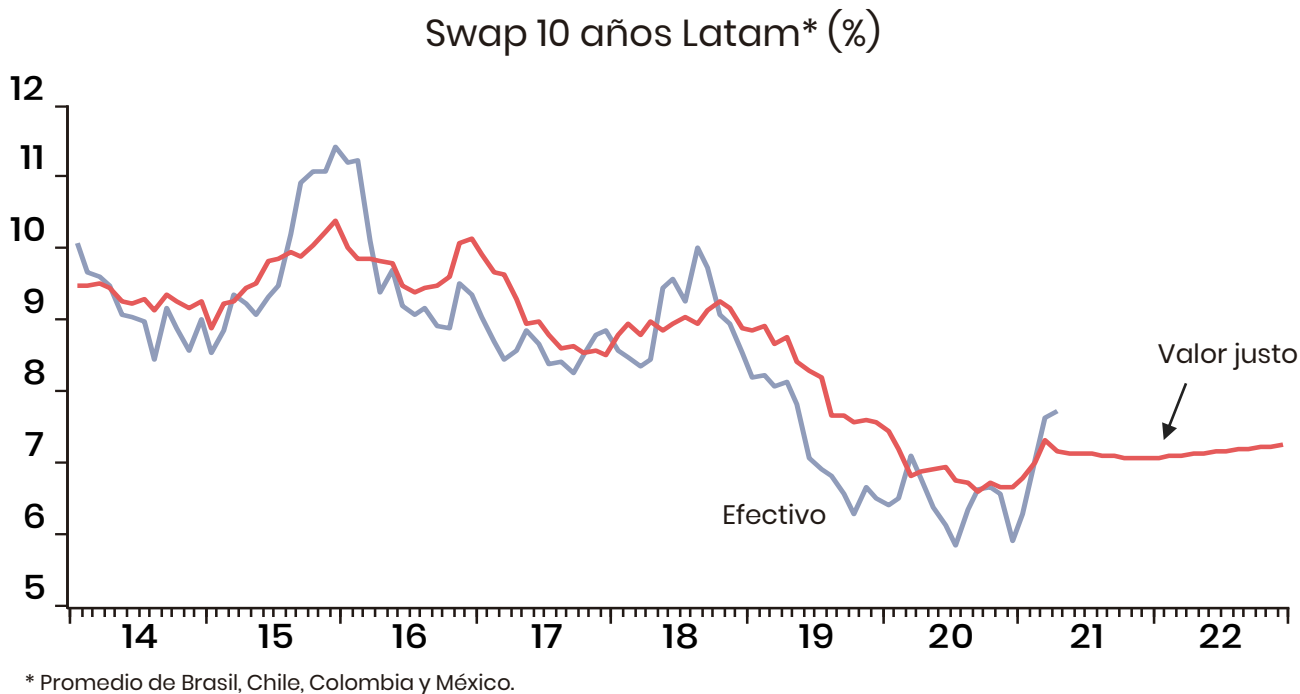
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Esperamos un cierre de año con monedas cerca de los valores actuales y apreciaciones moderadas en los próximos años

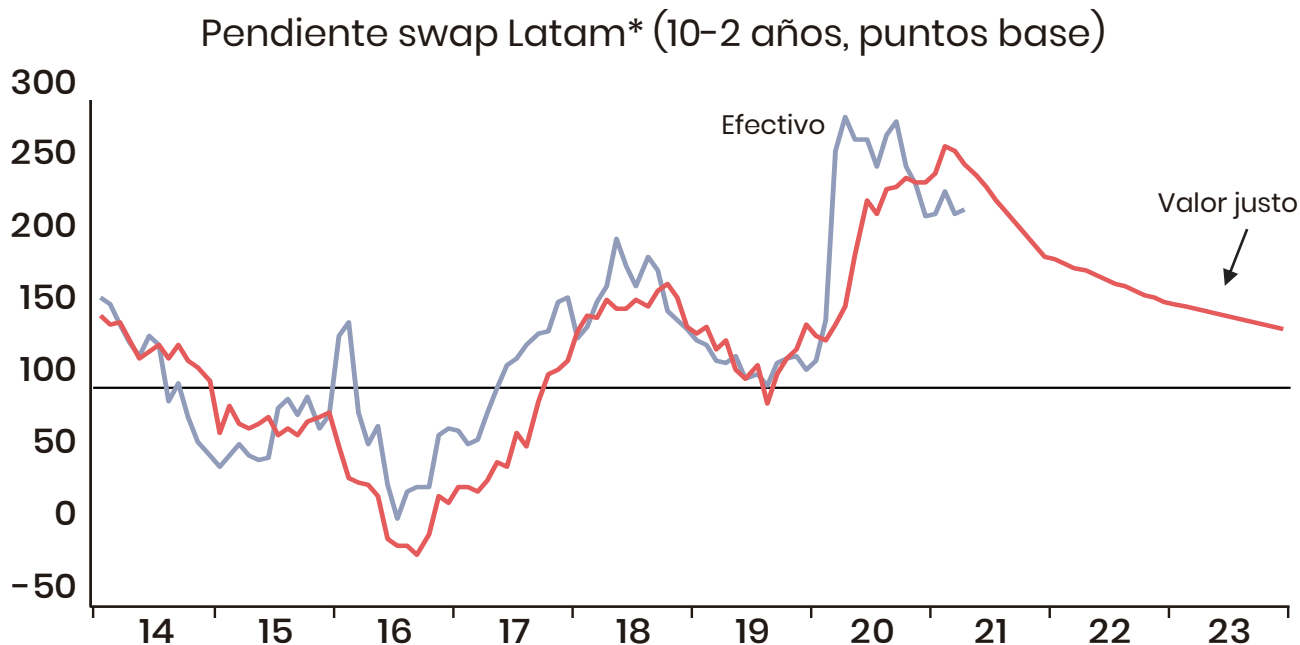
Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	Actual*	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	93	132	183	248
Brasil	5.7	5.4	5.3	5.1
Chile	708	720	680	680
Colombia	3,667	3,630	3,570	3,540
México	20.1	20.5	19.5	19.0
Perú	3.6	3.7	3.6	3.5

* Al cierre del 13 de abril 2021.

En términos de tasas soberanas, vemos un balance de riesgos más asimétrico. Nuestro escenario base es de estabilidad, pero hay mayor riesgo a tasas más altas

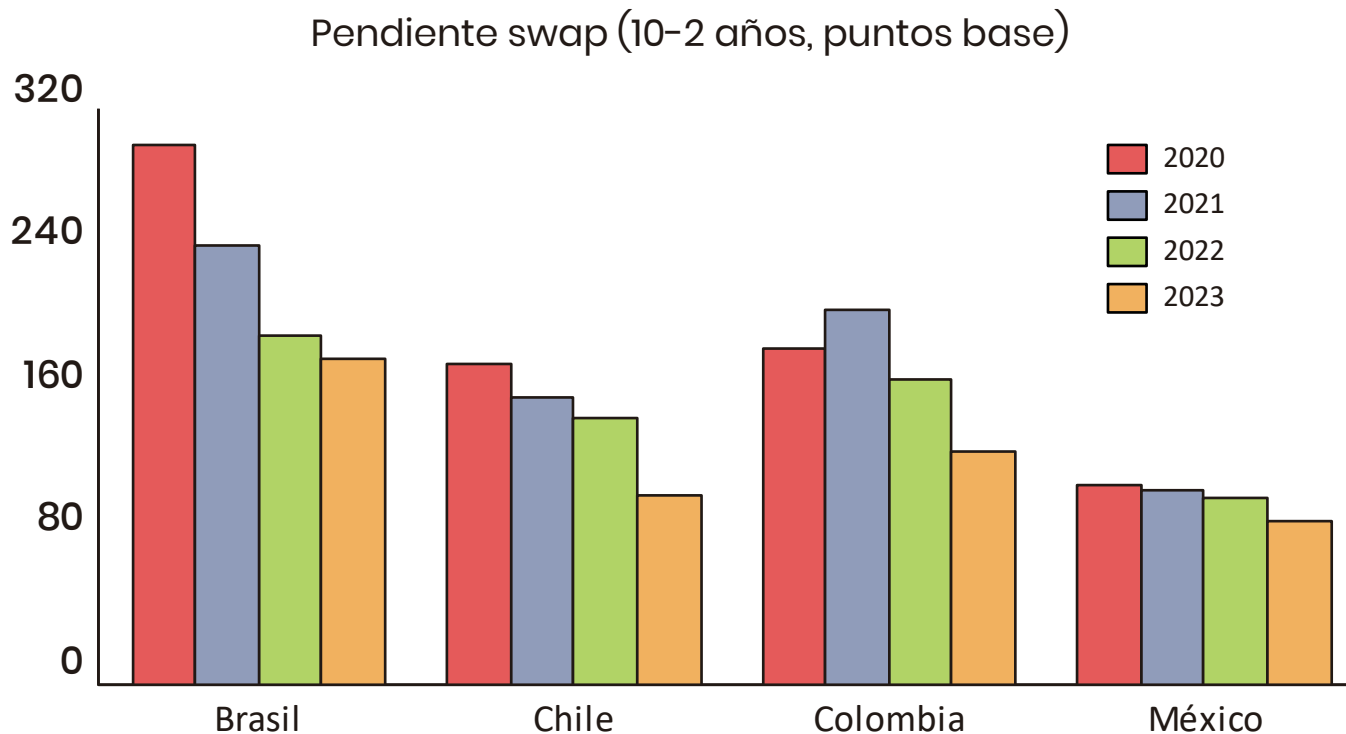


Esto iría acompañado por un aplanamiento de las curvas, a medida que los bancos centrales retiran el impulso de liquidez



* Promedio de Brasil, Chile, Colombia y México.

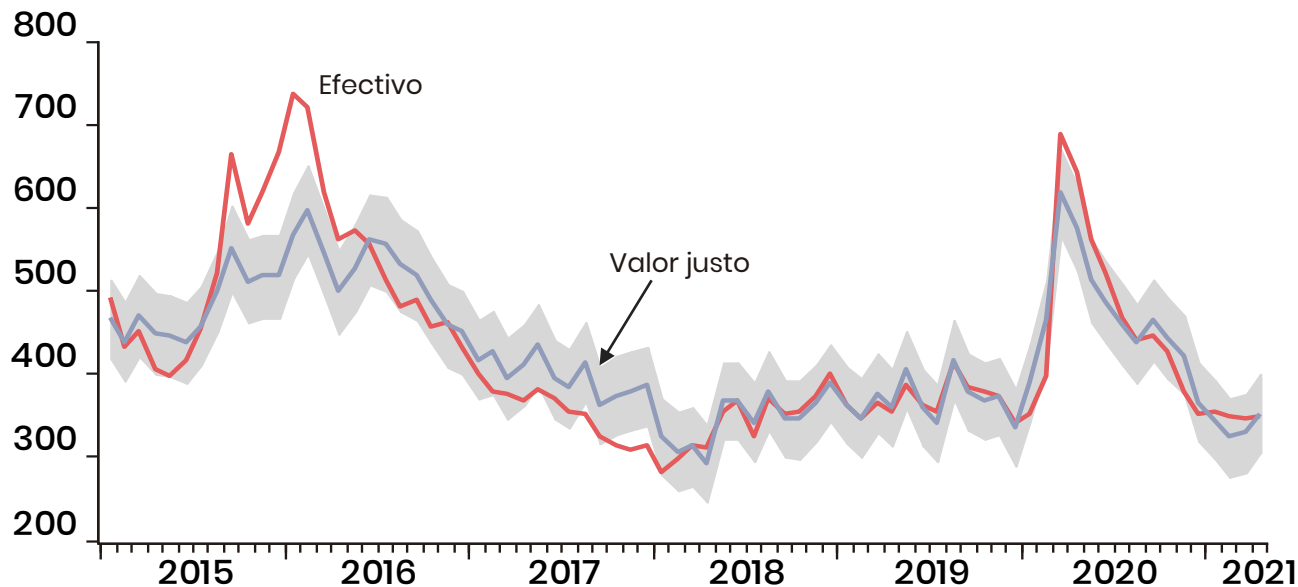
También esperamos heterogeneidad entre países



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Vemos los spreads corporativos en dólares alineados con lo que estimamos su valor justo, pero al mismo tiempo creemos que hay menos espacio para caídas adicionales, aunque siguen teniendo atractivo en términos de su devengo

Spread bonos corporativos en dólares (puntos base)



The background of the top section is a blue-tinted image of a financial chart. It features a candlestick chart on the left and a line graph on the right. The line graph has a red line and a yellow line, with a peak labeled '5.6631'.

Latinoamérica: Mejoras externas por venir, pero impulso de políticas internas será menor

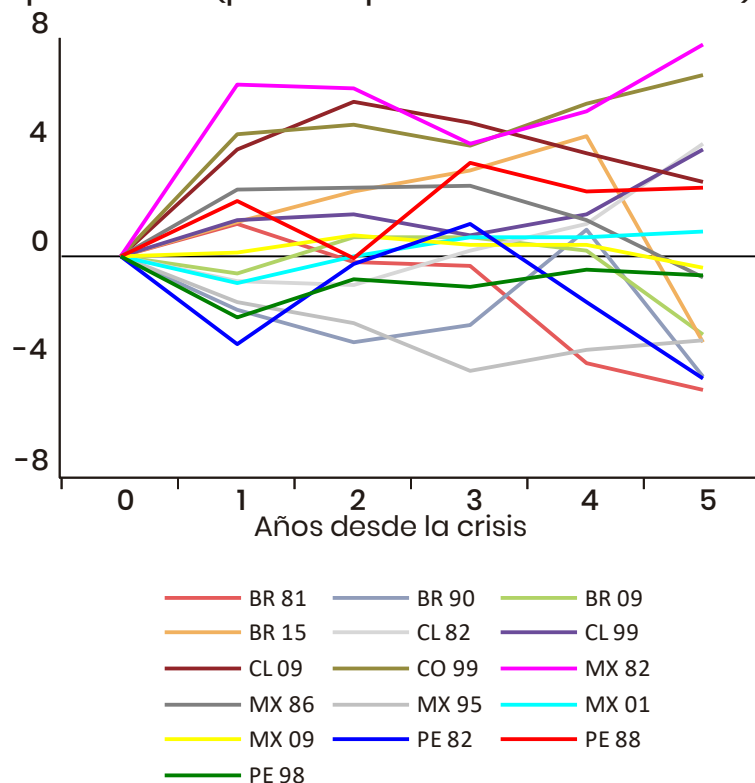
Departamento de Estudios

Abril, 2021

Anexo: Evolución del balance fiscal primario tras crisis en Latinoamérica

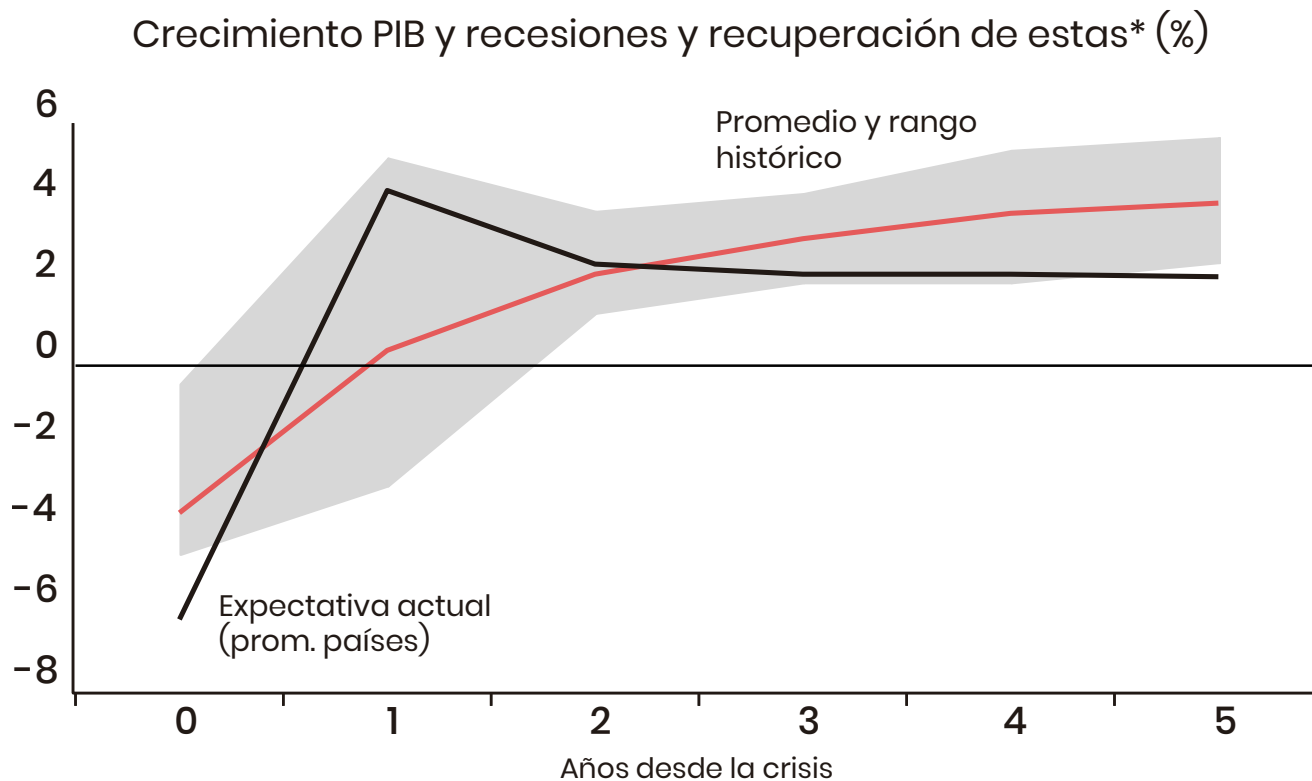
País/ Año crisis	Años tras comienzo crisis					
	0	1	2	3	4	5
BR 81	6.5	7.7	6.3	6.2	2.6	1.6
BR 90	4.7	2.7	1.6	2.2	5.6	0.3
BR 09	-3.2	-3.8	-2.5	-2.5	-3.0	-6.0
BR 15	-10.3	-9.0	-7.9	-7.1	-5.9	-13.4
CL 82	-0.5	-1.4	-1.5	-0.2	0.7	3.7
CL 99	-0.8	0.5	0.7	-0.1	0.7	3.1
CL 09	-4.2	-0.4	1.4	0.7	-0.5	-1.5
CO 99	-3.7	0.8	1.1	0.4	1.9	2.9
MX 82	0.7	7.0	6.8	4.8	5.9	8.4
MX 86	5.9	8.4	8.4	8.6	7.3	5.2
MX 95	4.3	2.6	1.8	0.1	0.9	1.2
MX 01	0.9	-0.1	0.9	1.6	1.5	1.8
MX 09	-4.1	-4.0	-3.3	-3.7	-3.7	-4.5
PE 82	-0.4	-3.6	-0.7	0.8	-2.1	-4.9
PE 88	-1.7	0.3	-1.8	1.7	0.6	0.8
PE 99	-1.0	0.4	0.2	0.8	0.6	1.0

Recuperación post-crisis del balance primario* (puntos porcentuales del PIB)



Fuente: FMI, Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder and Asad Zaman, 2013, "A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy," IMF Working Paper y Estudios Security.

Anexo: Recesiones y recuperación en Latinoamérica



Fuente: FMI y Estudios Security.