Latinoamérica: Un 2022 con condiciones externas menos favorables y estímulos en retirada

Departamento de Estudios

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@security.cl

Febrero, 2022

INVERSIONES security

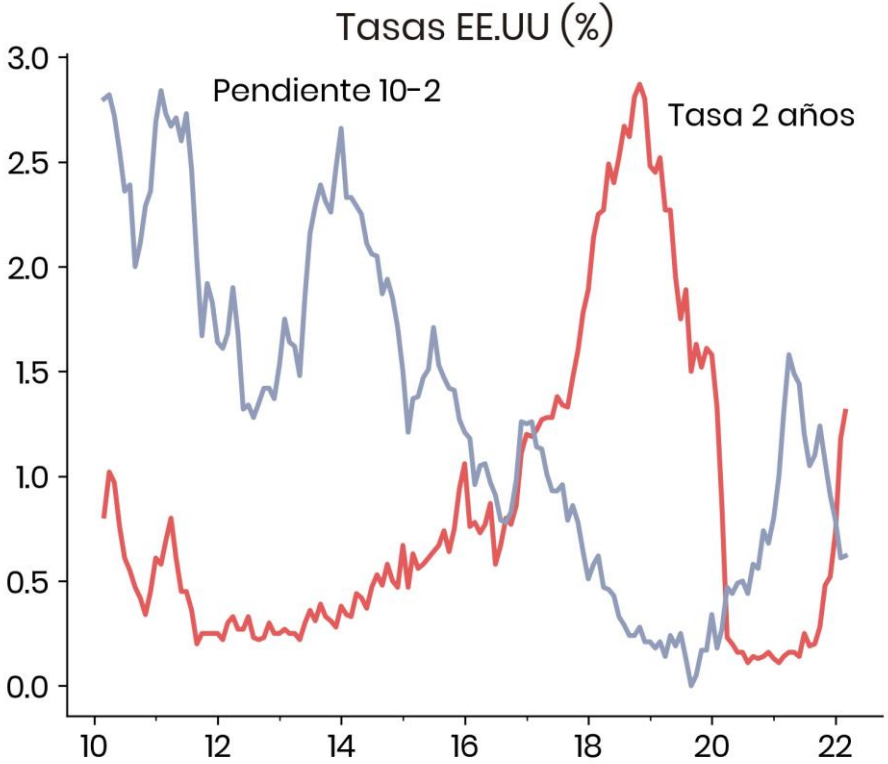
EE. UU. y la Eurozona continúan creciendo a niveles elevados en términos históricos, en un contexto donde el estímulo monetario va en retirada.

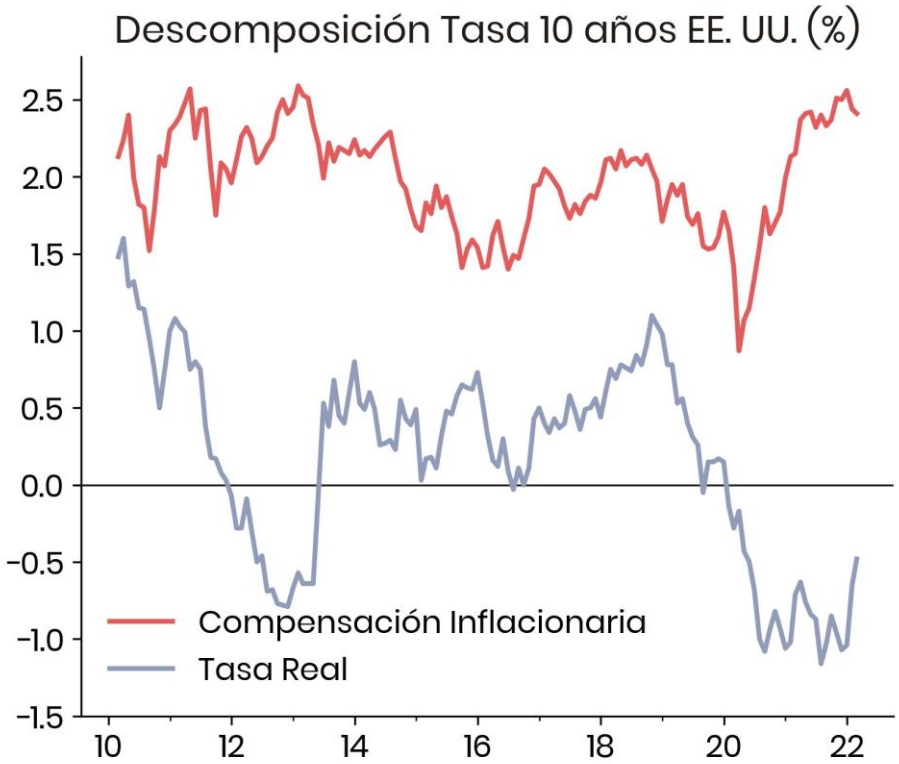
- **El comienzo del año ha estado marcado por el alza de las tasas de interés en EE. UU.**, principalmente por el componente real, así como por un dólar global que se ha estabilizado. Junto con esto, los activos de riesgo a nivel global han tenido un desempeño débil, destacando negativamente EE. UU. Los activos de mercados emergentes han respondido mejor, al conjugarse precios de materias primas que retomaron una tendencia al alza, buenas noticias en términos de política económica en algunas economías particulares y la posición castigada en donde partieron el año.
- **Las mayores tasas de interés se han dado en el contexto de ajustes en las expectativas del mercado respecto al retiro del estímulo monetario por parte de la FED**, frente a niveles de inflación que se mantienen elevados y un mercado laboral que parece demasiado ajustado. Es casi un hecho de que el ciclo de alza de tasas de política monetaria comenzará en marzo, iniciándose probablemente también este año la reducción en la hoja de balance. Con todo, las últimas novedades de la Fed dan cuenta que esta parece evaluar que el espacio para correr riesgos está casi agotado y que es necesario comenzar a actuar.
- El espacio de acción de esta dependerá de la evolución de las **presiones inflacionarias**, las que **anticipamos irían cediendo a partir de la segunda mitad del año**, pero para terminar el 2022 con niveles aún por sobre los objetivos. Así, la política monetaria de la Fed se iría ajustando hacia niveles más neutrales, sin necesidad de sorprender frente a la trayectoria que se ha ido anticipando.

Mientras que China vuelve a crecimientos de convergencia, ayudada por los estímulos para evitar una desaceleración mayor.

- **Las expectativas para la actividad se han mantenido relativamente estables**, con un impacto de la variante ómicron que sería menor relativo al de olas pasadas y que permitiría retomar la recuperación con fuerza ya a partir del 2Q. **Esperamos un crecimiento de 4-4.5% a nivel global para 2022**, con crecimientos menores al 2021 en la mayoría de las economías relevantes, pero **todavía por sobre los niveles de tendencia**.
- **La situación en China** se ve más favorable que a mediados del 2021. **Este año el crecimiento retornaría a la senda de convergencia hacia su nivel de largo plazo, que estimamos en torno a 5%, aunque con riesgos a la baja**, sobre todo en los primeros meses del año, como consecuencia de la política estricta en el manejo de la pandemia frente a la evolución de la variante ómicron en el país y la vulnerabilidad en el sector inmobiliario que aún mantiene afectada la confianza del sector. Frente a esto, las autoridades continuarían con impulso en el estímulo aplicado, para evitar enfrentar una desaceleración más aguda, balanceando el objetivo de crecimiento con las prioridades de más largo plazo, que tienen que ver, entre otras cosas, con reducir los altos niveles de deuda en la economía.
- En nuestro escenario base, los equilibrios en los mercados de materias primas permitirían mantener los precios en niveles relativamente fortalecidos; el dólar se mantendría sostenido todavía por el ajuste en la política monetaria de EE. UU. En general, en este encuadre macro tanto mercados emergentes como desarrollados verían condiciones financieras que se ajustan hacia terreno menos expansivos sin grandes divergencias entre estos, lo que **llevaría a condiciones externas para América Latina que serían menos positivas versus el 2021, pero no desfavorables.**

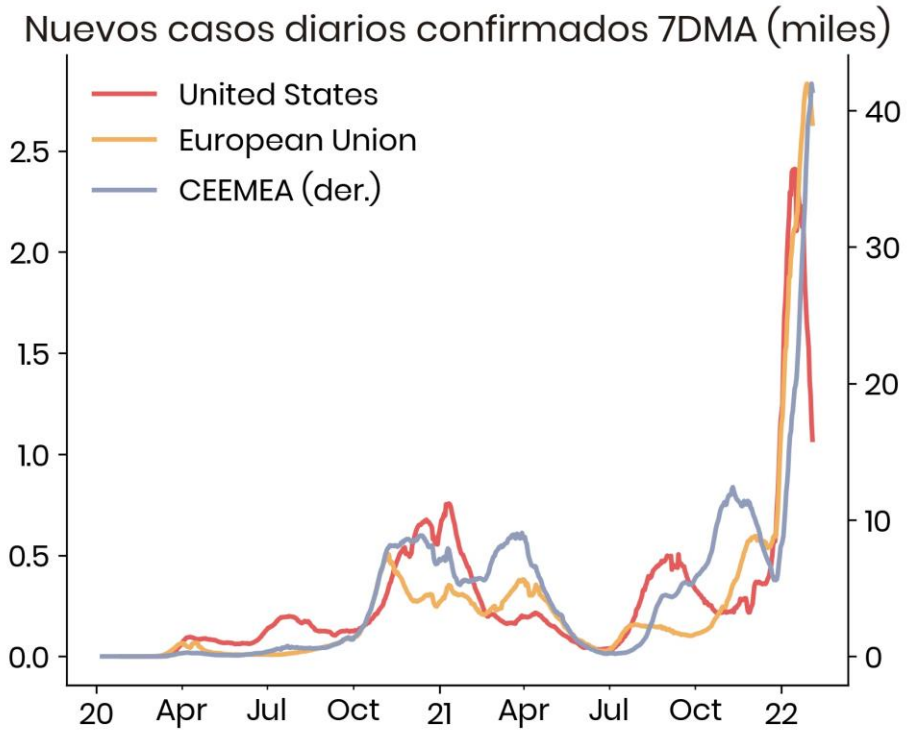
Las tasas en EE. UU. han ido al alza por expectativas de un retiro del estímulo monetario anticipado frente a la inflación que sigue elevada y un mercado laboral que se encontraría ya bien ajustado.

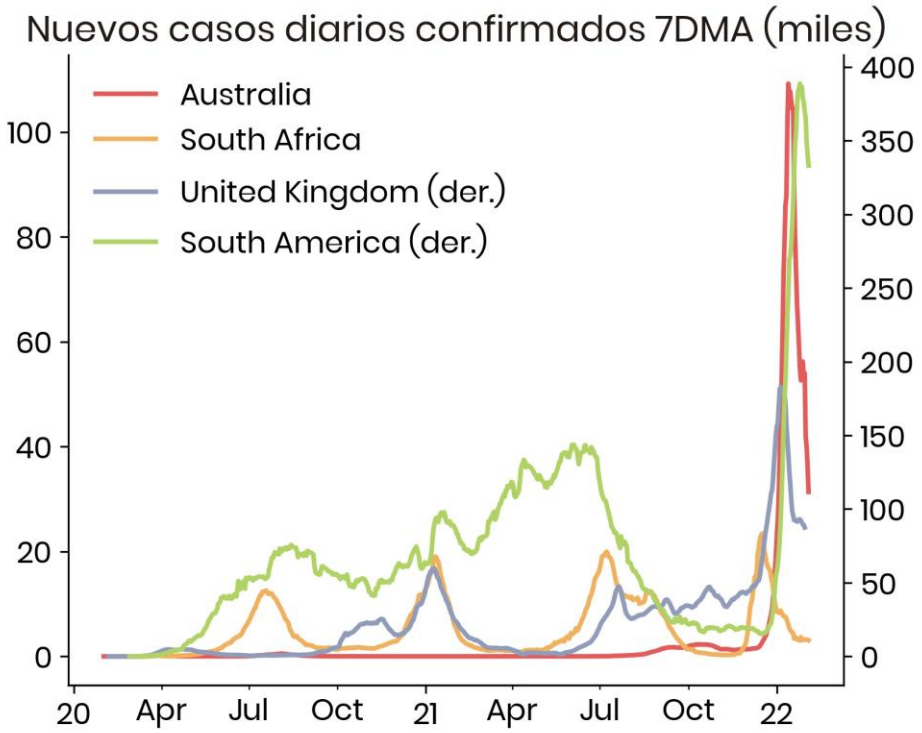




Fuente: FRED y Estudios Security.

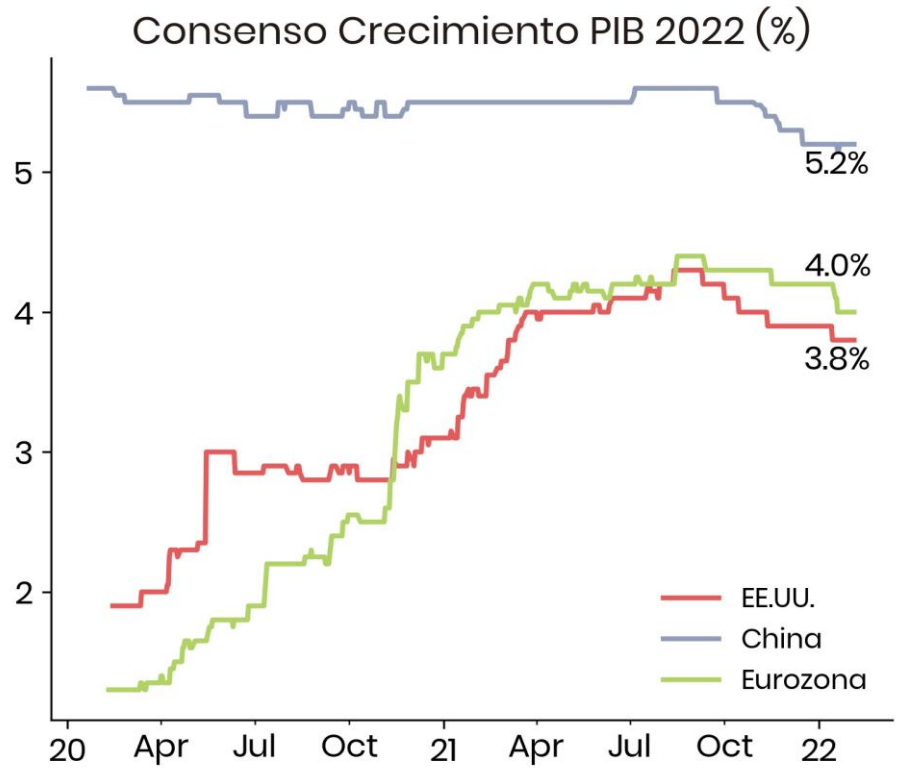
El impacto de los últimos rebrotes de la pandemia ha sido más acotado, principalmente por la menor severidad de la enfermedad causada, a pesar de la alta transmisibilidad. A partir del 2Q la recuperación debería continuar con fuerza.

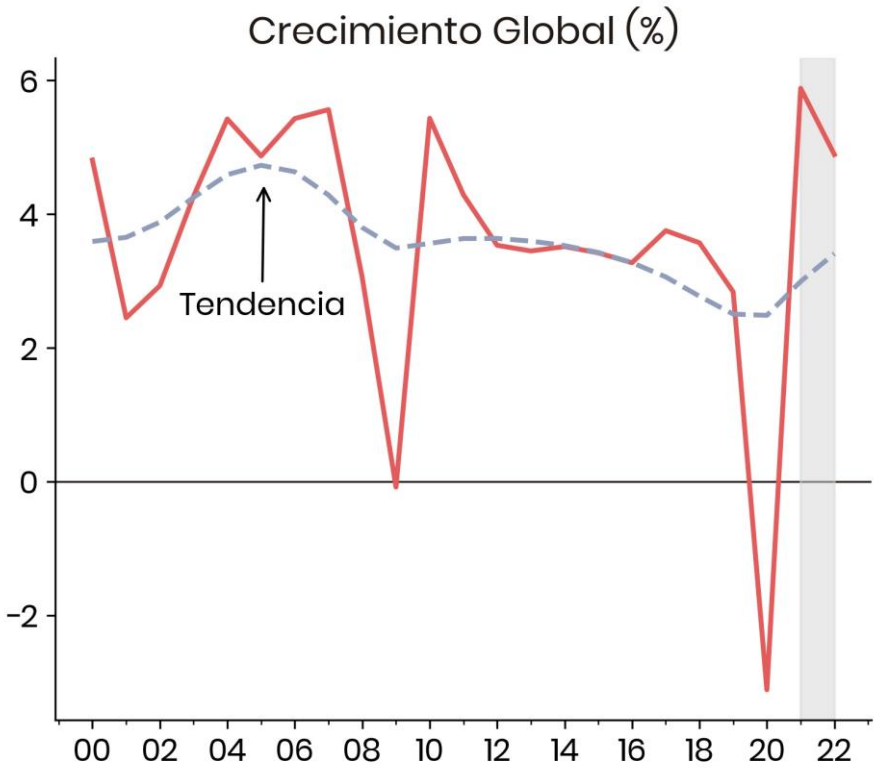




Fuente: Our World in Data y Estudios Security.

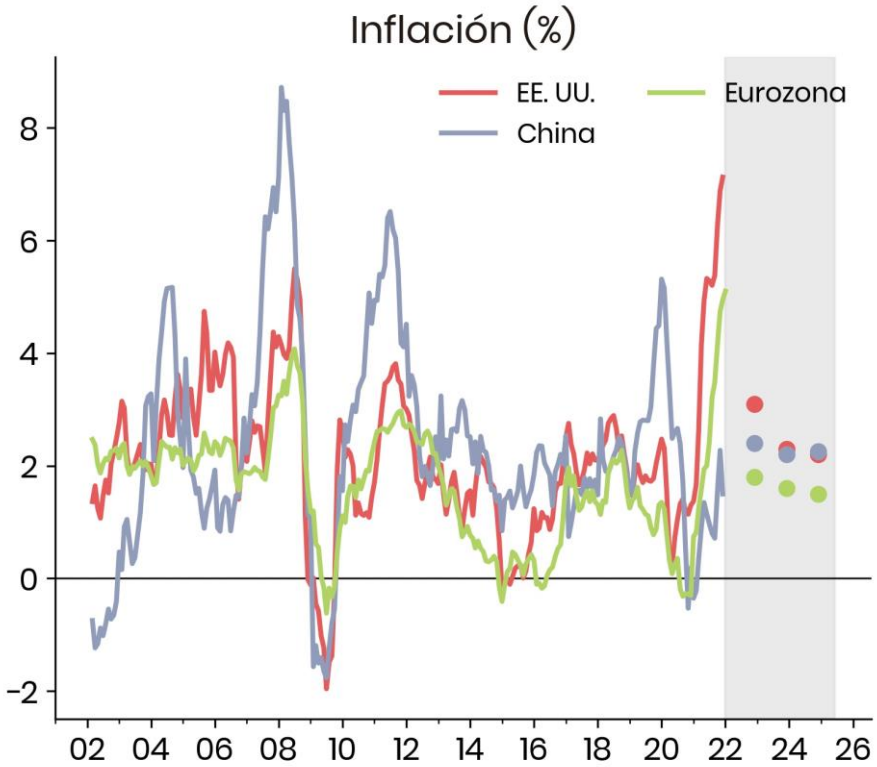
Las expectativas para la actividad se han mantenido relativamente estables, pese a el impacto de corto plazo que significaría la variante ómicron. Esperamos un crecimiento en torno a 4 – 4,5% para 2022, por sobre la tendencia.

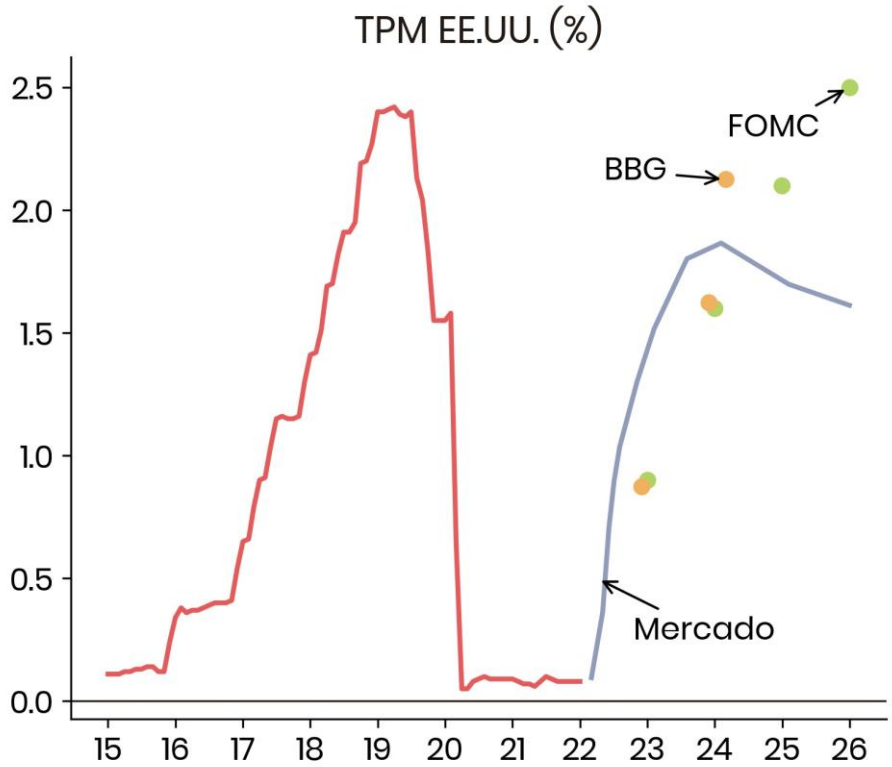




Fuente: FMI, Bloomberg y Estudios Security.

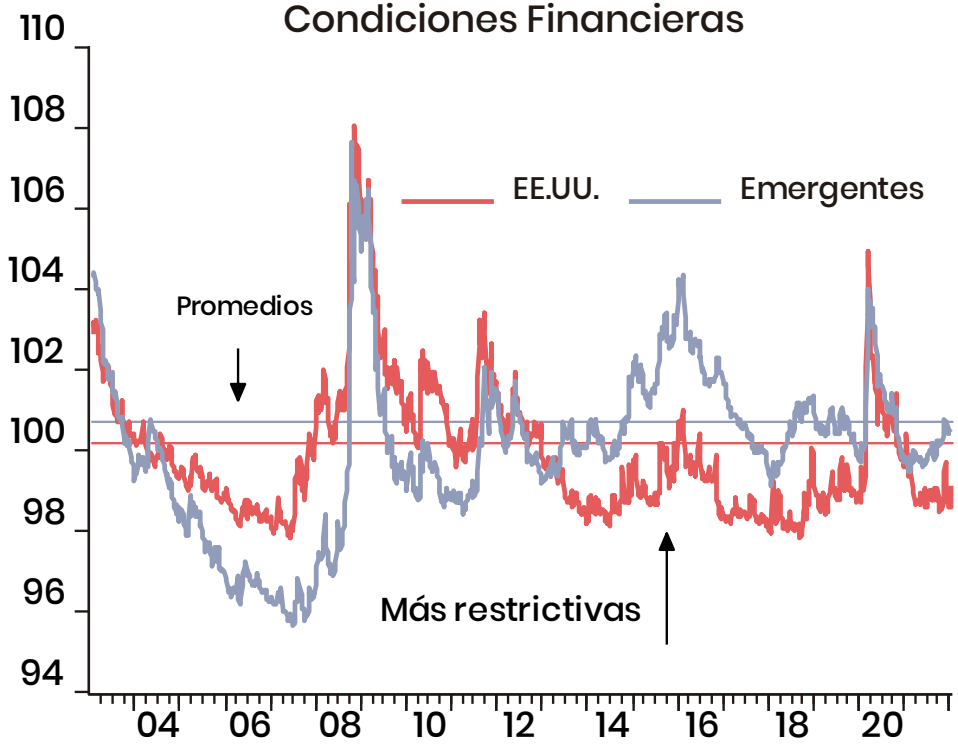
La Fed parece evaluar que el espacio para correr riesgos está casi agotado y que es necesario comenzar a actuar. La inflación volvería a niveles cercanos a los objetivos a partir del segundo semestre del año.

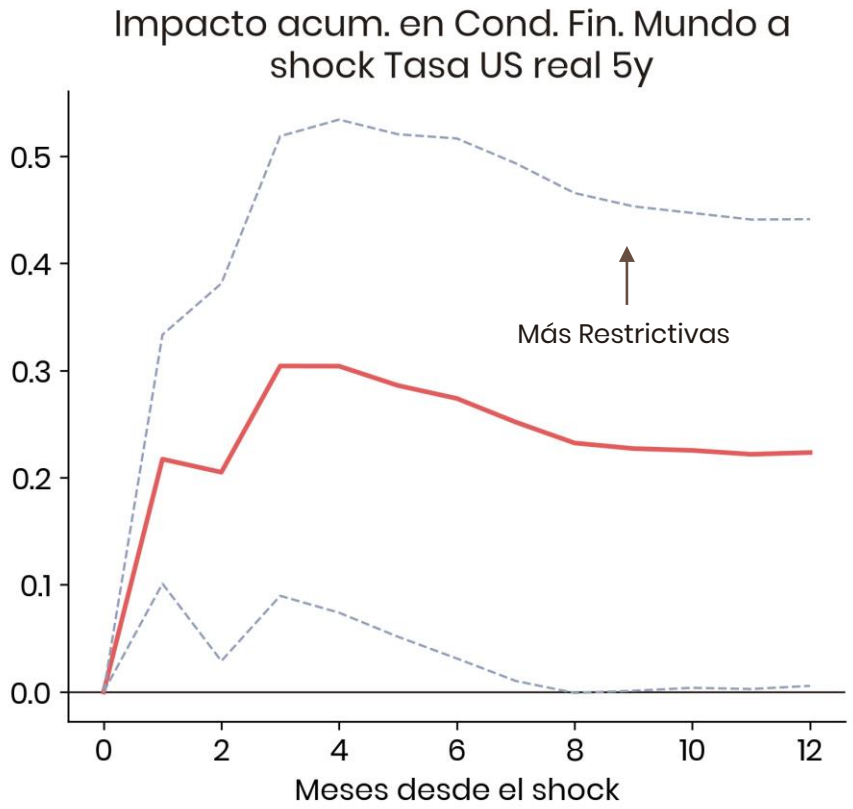




Fuente: Bloomberg, Fed y Estudios Security.

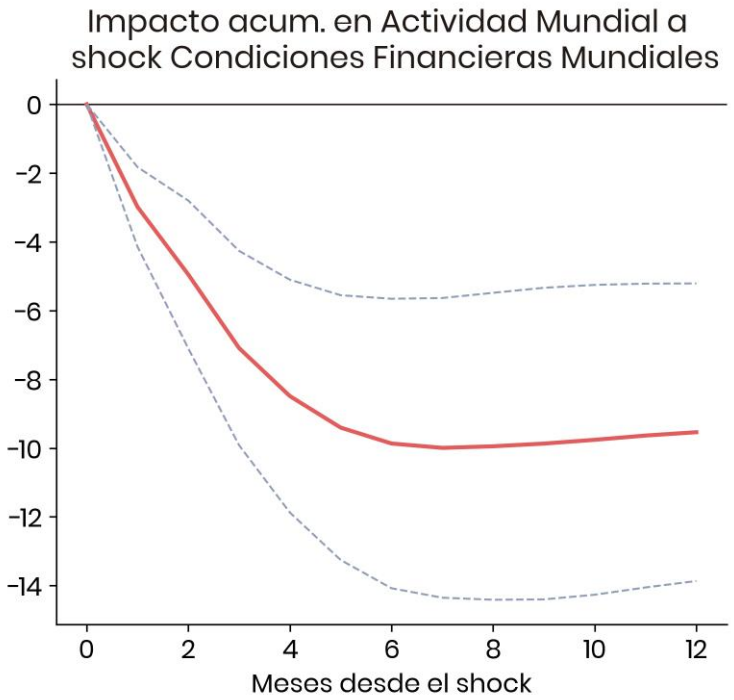
Las condiciones financieras se volverían menos expansivas sin necesidad de alterar importantemente la trayectoria anticipada. Vemos poco probable un episodio similar al del 2004 donde los mercados emergentes mostraron una divergencia positiva respecto a EE. UU.

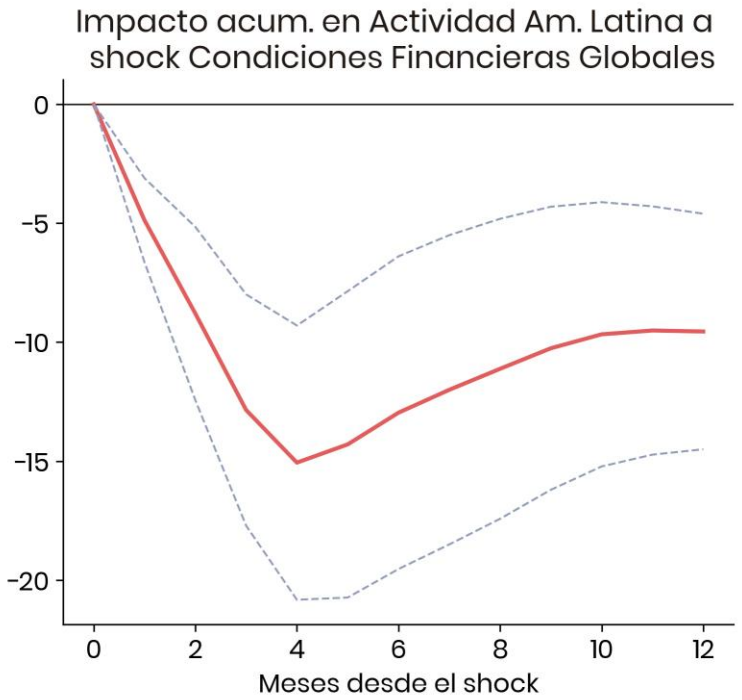




Fuente: Estudios Security.

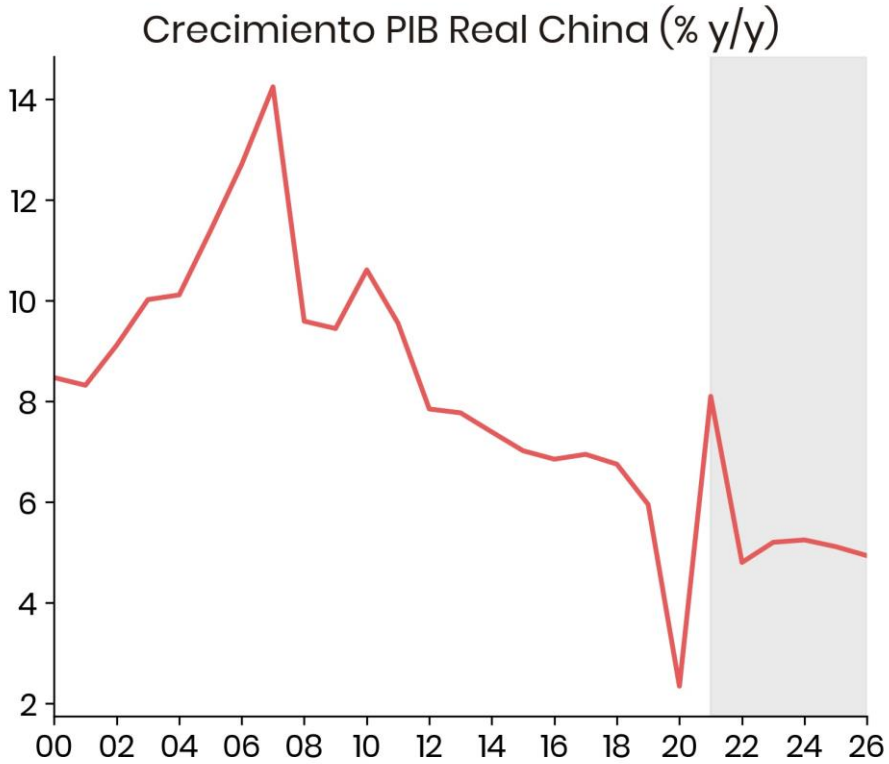
Un shock negativo en las condiciones financieras mundiales alcanza su impacto máximo a los 4-5 meses desde el shock, con efectos que serían mayor en mercados emergentes, como América Latina.

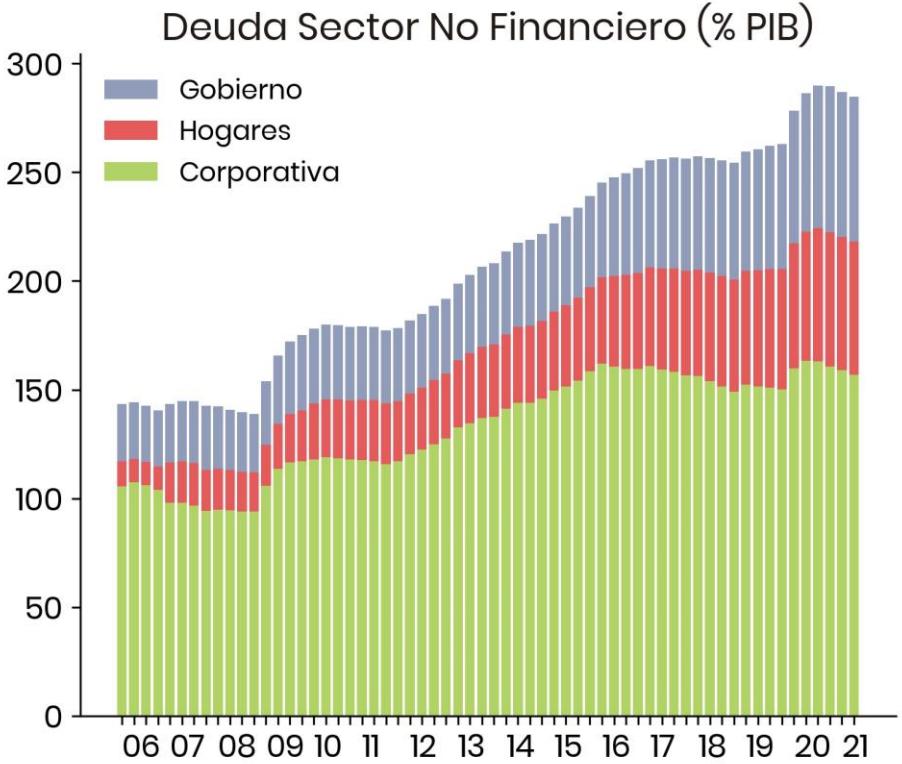




Fuente: Estudios Security.

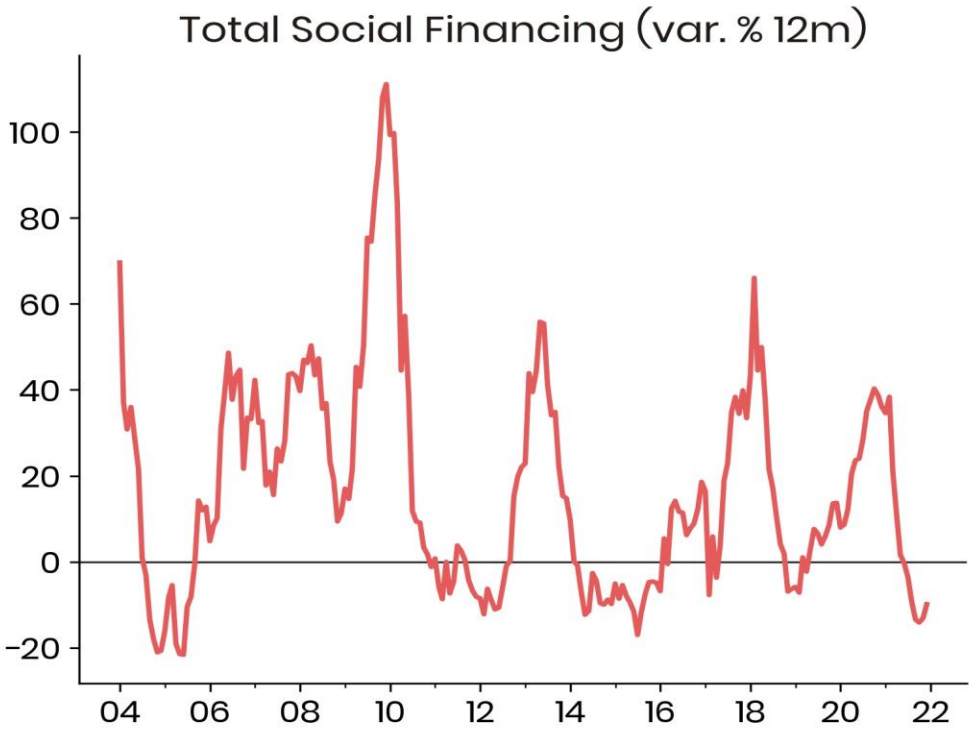
El crecimiento de China será menor, en línea con una convergencia hacia niveles de largo plazo. Las autoridades continuarían con mayor estímulo para evitar una desaceleración más aguda, a la vez que se intenta reducir los niveles de deuda en la economía.

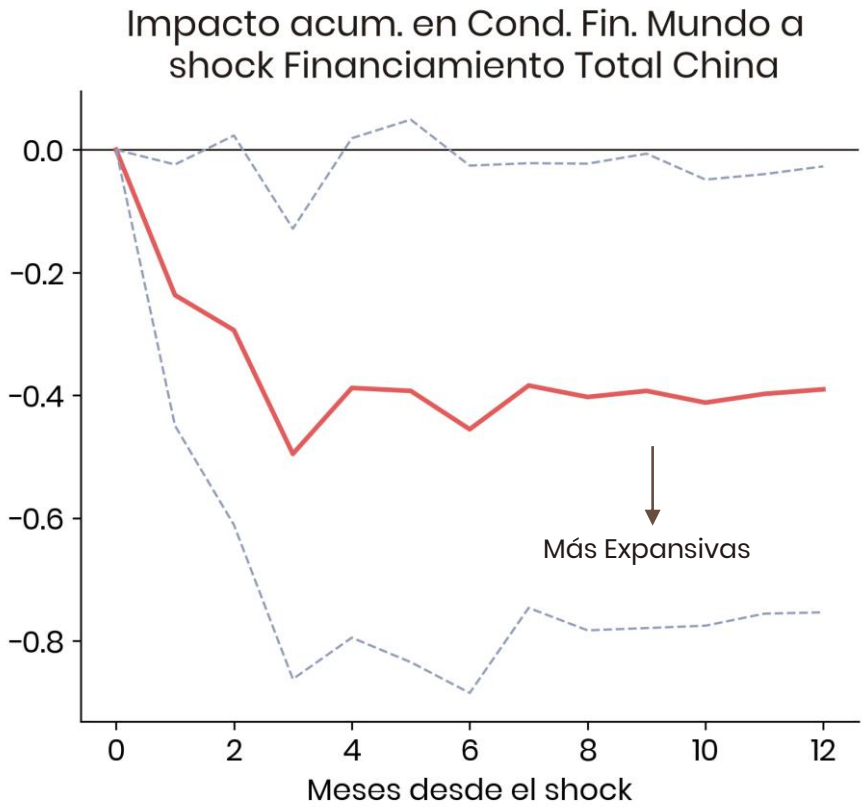




Fuente: BIS, FMI y Estudios Security.

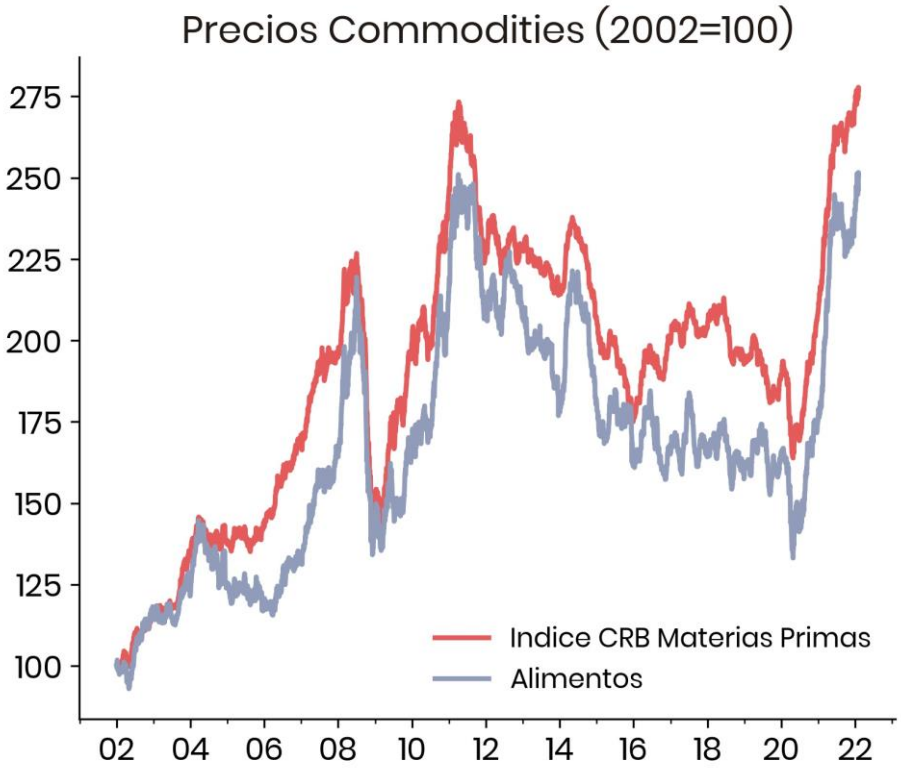
El mayor estímulo de la autoridad china debiese contrarrestar en parte también el deterioro en las condiciones financieras globales.

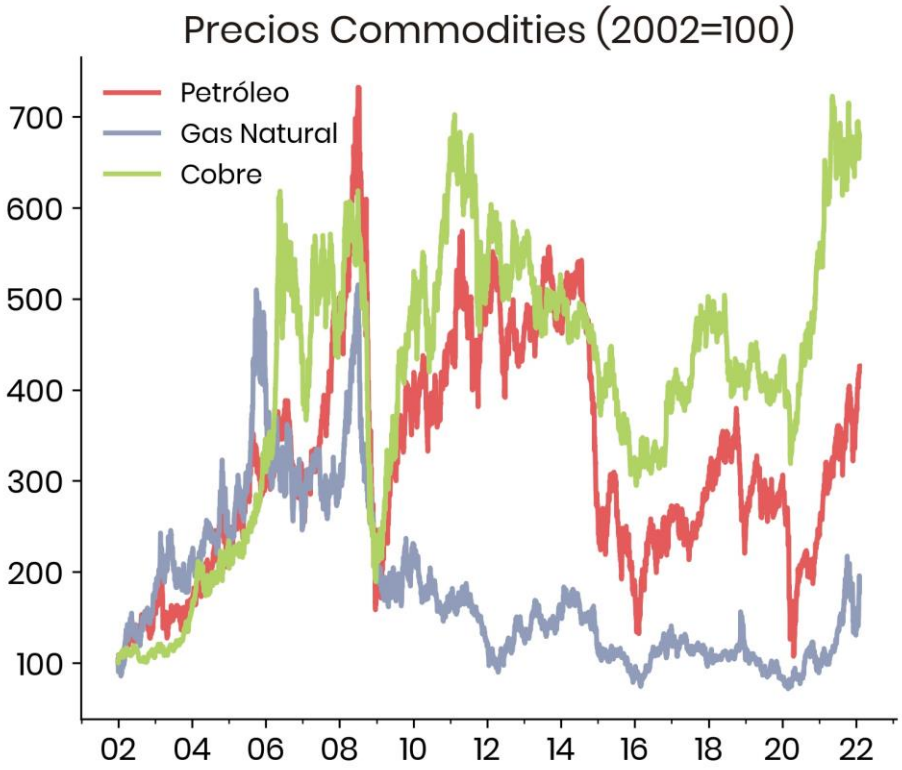




Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

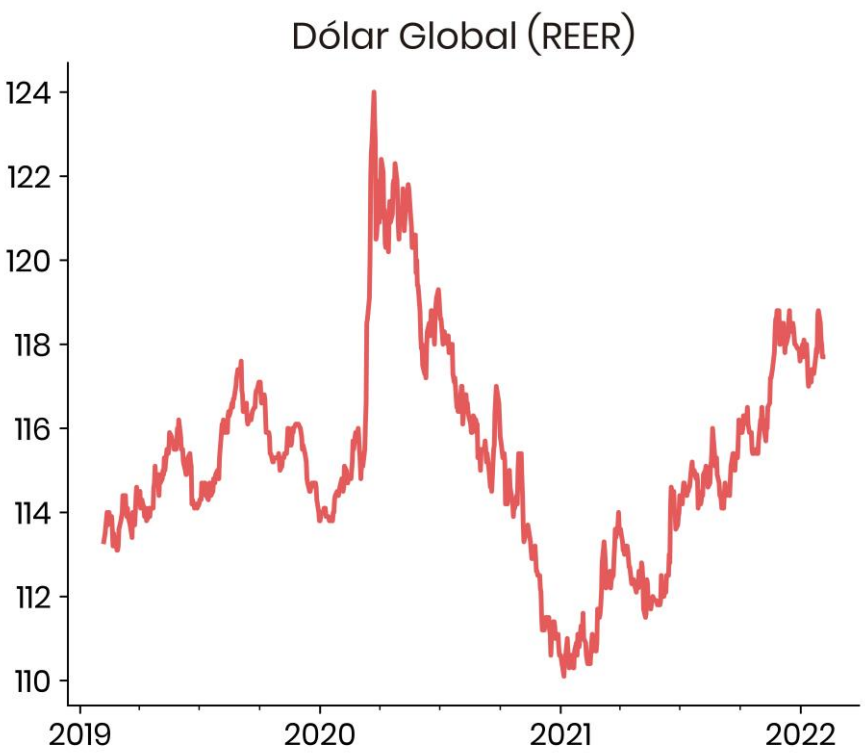
Esperamos que los precios de materias primas se mantengan apoyados en niveles apreciados, principalmente por factores de equilibrio en los principales mercados.

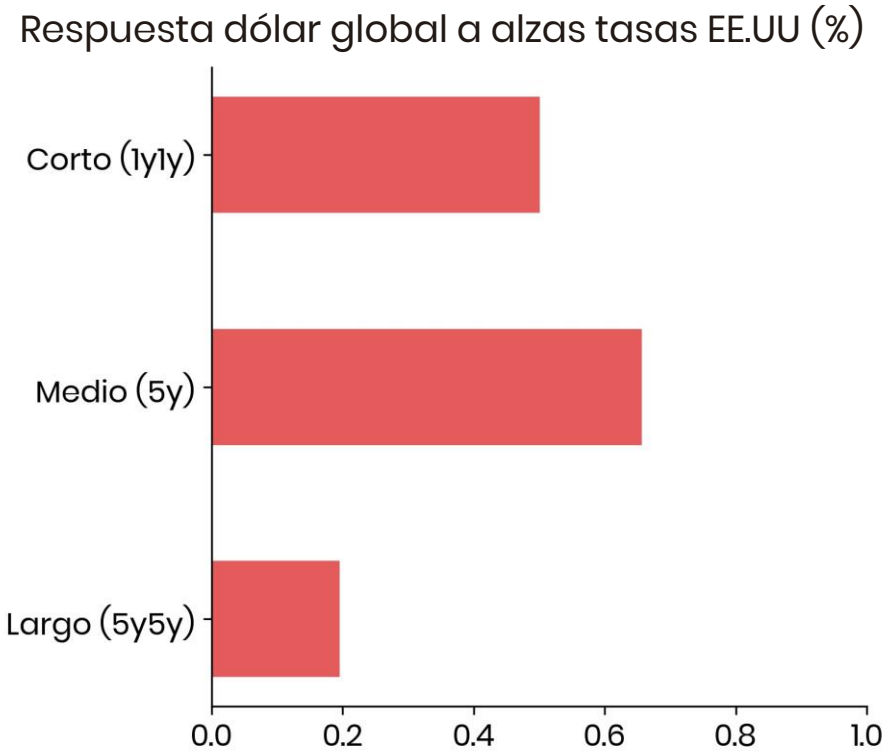




Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En nuestro escenario base el dólar se ve impulsado por el retiro del estímulo monetario por parte de EE.UU. lo que mantendría la fortaleza relativa de este.





* Coeficiente de regresión de cambio porcentual del dólar global (TCR multilateral) usando como variable explicativa cambio en tasas reales de plazos indicados, expresado en desviaciones estándar. Muestra desde 2005 en frecuencia mensual.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

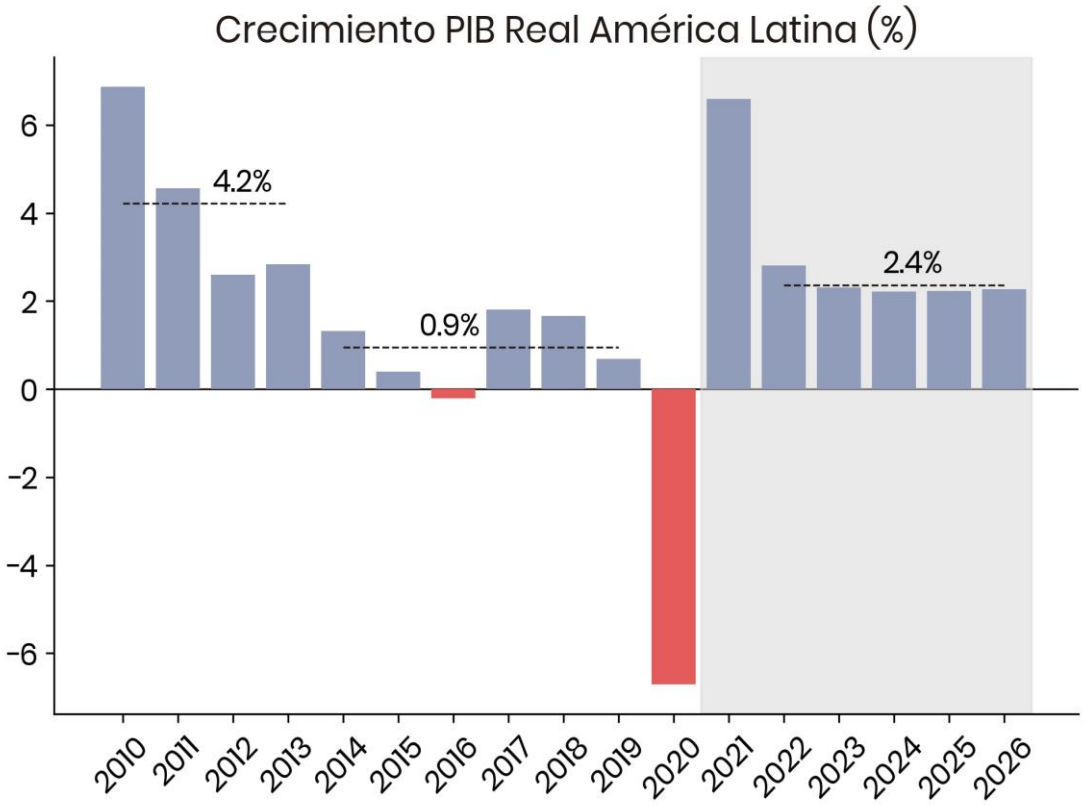
Para la región esperamos crecimientos bajos, donde la crisis de la pandemia va quedando atrás para dar paso a problemas conocidos.

- **Mantenemos estables nuestras proyecciones de crecimiento en torno al 2%** para la región. Por una parte, esperamos que el impacto de la pandemia siga siendo menor que en el pasado, por los mayores niveles de vacunación e inmunidad efectiva, así como por la evolución más favorable de la pandemia en sí y las respuestas de contención de las autoridades. Por otro lado, los retornos marginales de las reaperturas pendientes serán cada vez menores.
- **Por otra parte, esperamos un impulso fiscal negativo para la mayoría de las economías de la región, destacando Chile, donde se esperan ajustes presupuestarios relevantes**, con el objetivo de subsanar parte del deterioro fiscal acarreado desde el año 2020. Creemos que este es **uno de los desafíos más relevantes para la región, lograr un balance adecuado entre asegurar la sostenibilidad de mediano plazo y la necesidad de mitigar el impacto negativo en el corto.** Mayores niveles de deuda no solo disminuyen las perspectivas por el impacto en las expectativas de crecimiento de largo plazo o menores niveles de ahorro, si no que también exponen a las economías a apretones de condiciones financieras que se manifiestan, entre otros factores, vía un tipo de cambio real más débil.
- Comenzando a dejar atrás la crisis de la pandemia, **vuelven a ganar relevancia algunos problemas estructurales de las economías latinoamericanas, asociados al bajo crecimiento de la productividad y tasas de inversión menores** a las necesarias para sostener una convergencia hacia niveles de ingreso mayor, lo que llevaría a la región a un retorno rápido hacia niveles de crecimiento menores que sus pares emergentes.

En un contexto donde se mantienen las presiones inflacionarias y ajustes en las políticas monetarias, sin señales en el corto plazo, para la mayoría de los países, de una desaceleración en el ritmo de ajuste.

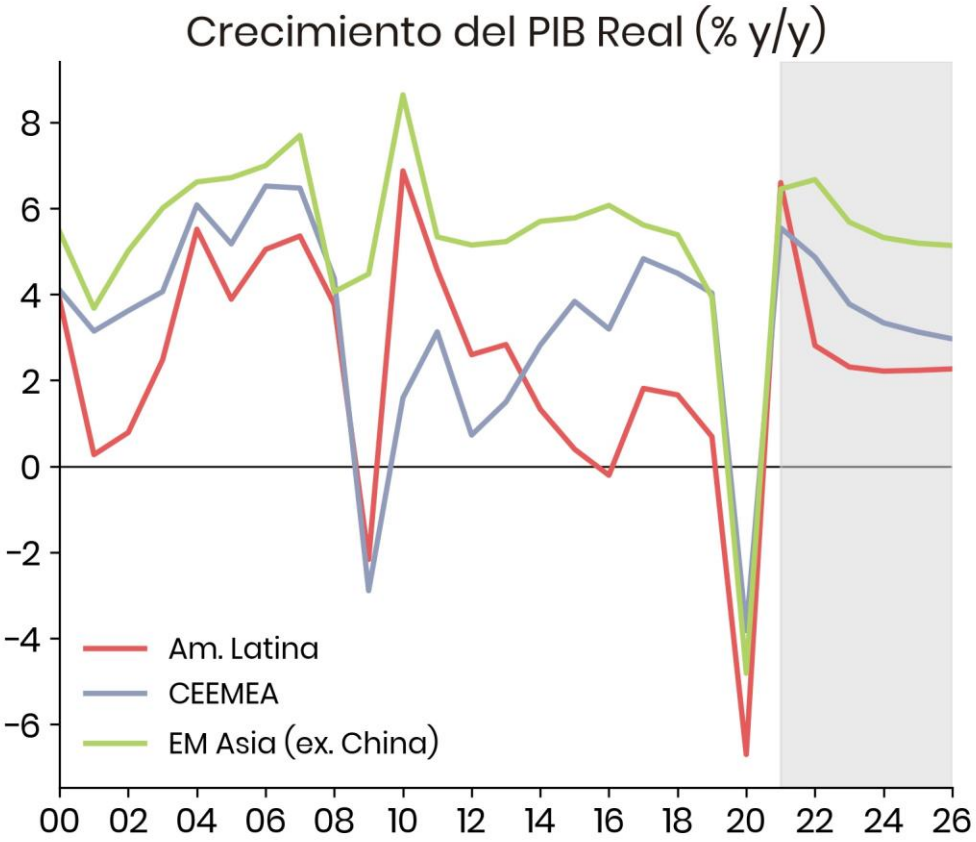
- Las **presiones de precios seguirían presentes**, sobre todo en el comienzo del año, como consecuencia de la inercia de la inflación, el deterioro de las expectativas inflacionarias, demora natural en el efecto de las políticas monetarias más neutrales/restrictivas y presiones externas que seguirían elevadas (disrupciones de oferta y precios de materias primas). Todo esto parcialmente compensado con tipos de cambio a la baja en lo más reciente. **Estimamos un retorno a niveles cercanos a los objetivos recién en el 2023.**
- El consenso también refleja este escenario y ha venido acompañado de la expectativa de **un ajuste restrictivo de las políticas monetarias que seguiría dándose durante el primer semestre**, lo que permitiría moderar las expectativas de mediano plazo, en el contexto de una disminución del dinamismo económico ante el retiro de los estímulos, el menor impulso externo y una inversión que seguiría muy contenida.
- Respecto a los tipos de cambio, atribuimos parte importante de la apreciación reciente en Chile, Perú y Brasil a factores locales, reflejo de una menor incertidumbre o perspectivas, en general, de un mejor manejo político-económico. **De todas formas, creemos que la incertidumbre se mantiene elevada** (elecciones en Colombia y Brasil; y desarrollo del proceso constituyente en Chile), lo que se refleja en tasas de interés locales aún desacopladas de sus comparables externas, y primas de riesgo que se mantienen abultadas en los tipos de cambio. **En nuestro escenario base asumimos que parte importante de estas primas no se disiparían durante este año.**

Esperamos que las economías de América Latina enfrenten un retorno acelerado a niveles de crecimiento en torno al 2%, con retornos marginales de las reaperturas menores después de una recuperación importante post crisis sanitaria.



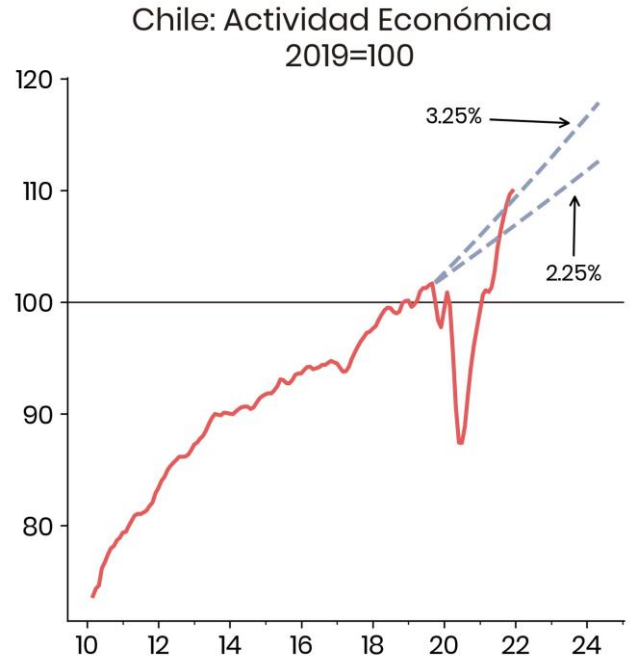
Fuente: FMI y Estudios Security.

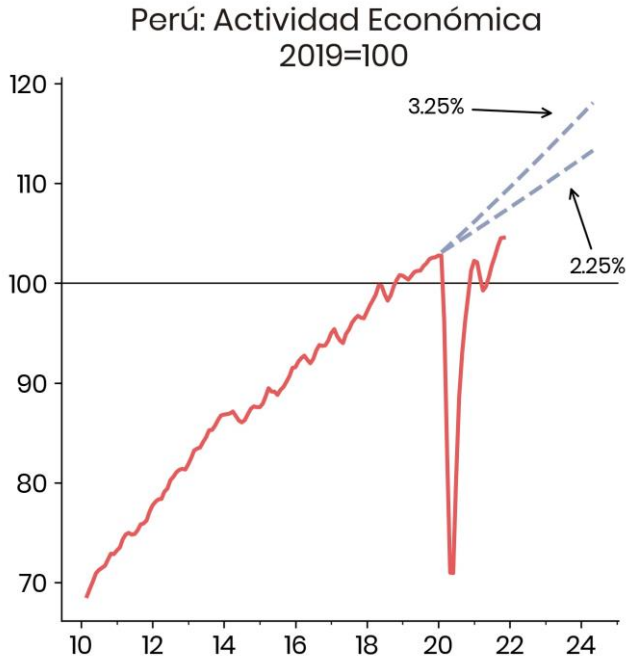
Debiésemos ver crecimientos que continúan por debajo el de otras regiones emergentes.

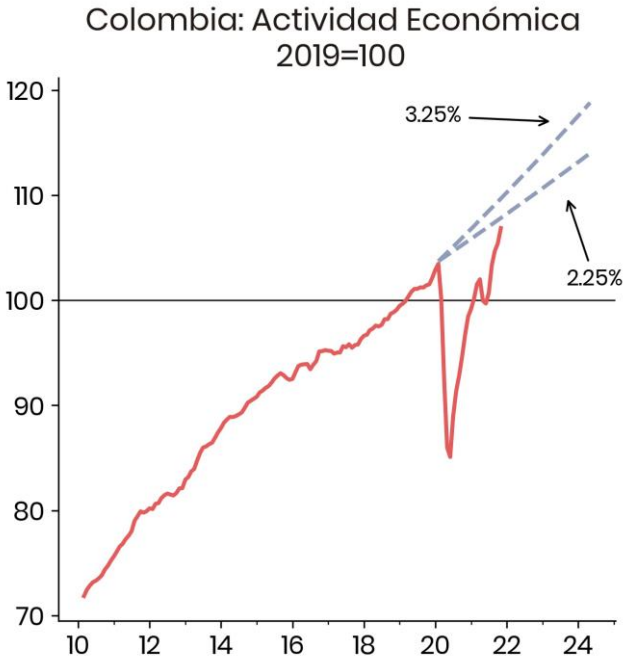


Fuente: FMI y Estudios Security.

La recuperación se ha dado con marcada heterogeneidad. Chile y Colombia ya alcanzaron niveles cercanos a los de tendencia, explicado en parte importante por la intensidad del estímulo aplicado.

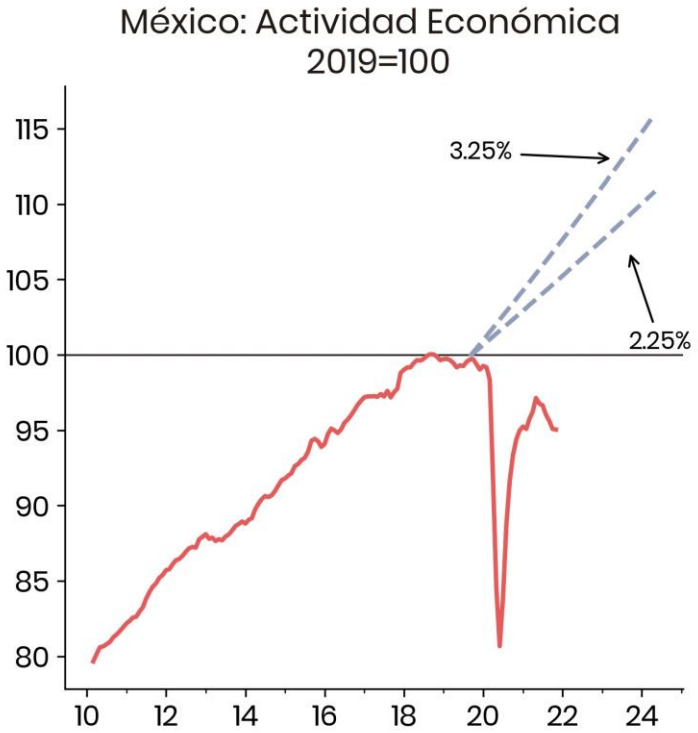


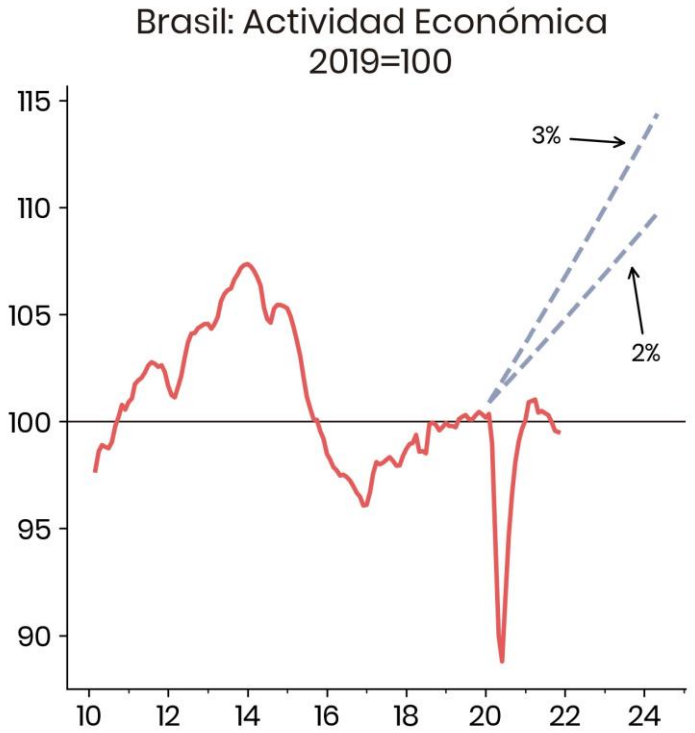




Fuente: Banrep, BCCh, BCRP y Estudios Security.

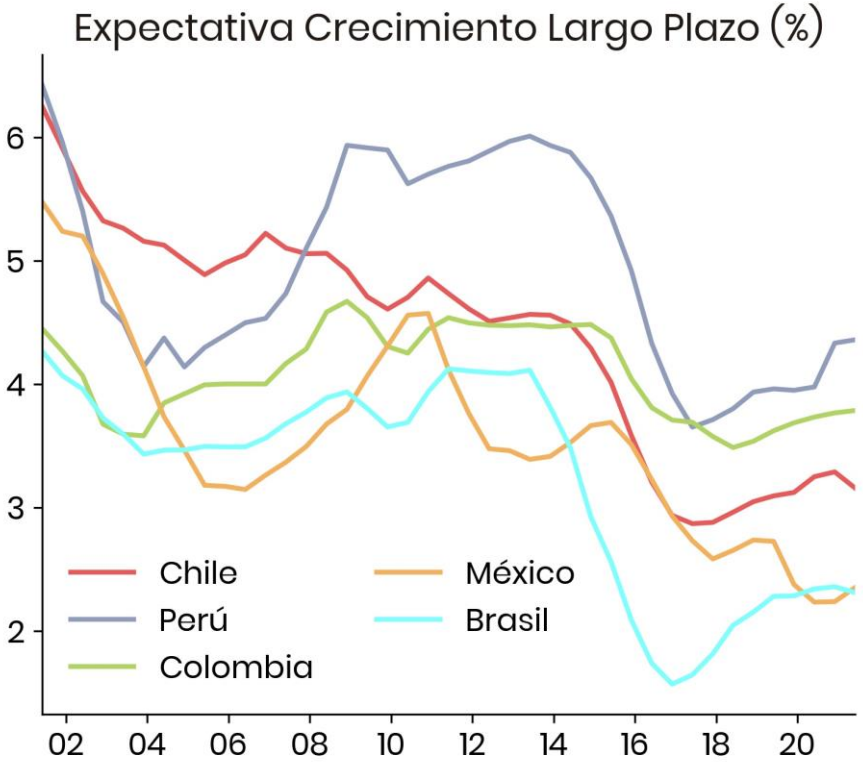
Por otro lado, México y Brasil se encuentran todavía incluso por debajo el nivel de 2019.

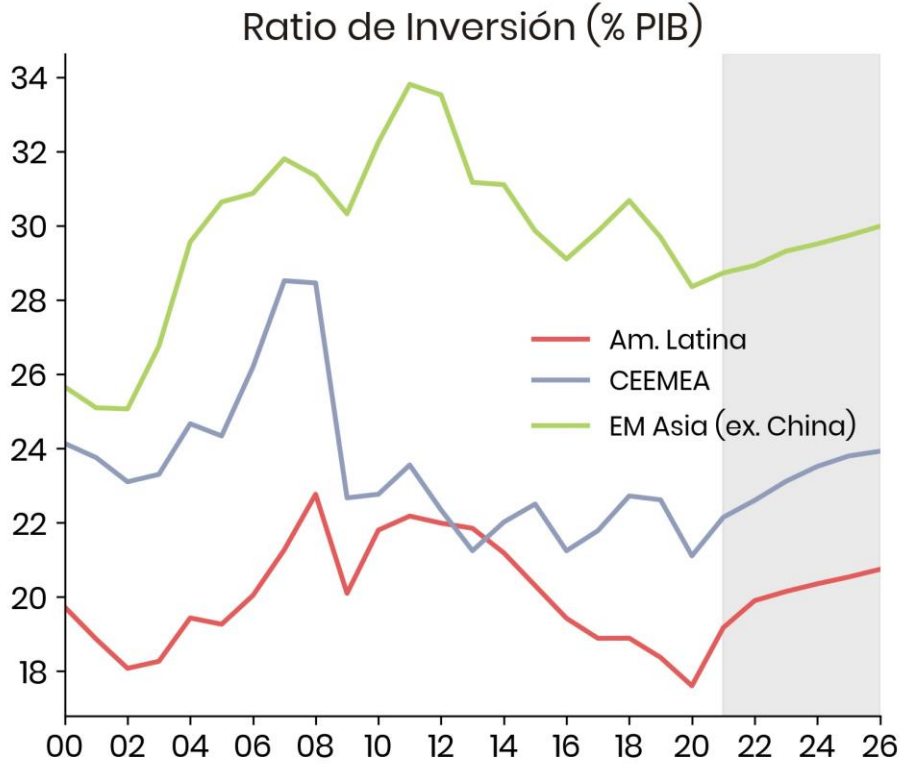




Fuente: Banxico, BCB y Estudios Security.

Es difícil que en 2022 la región logre una recuperación importante, considerando que los problemas estructurales de las economías latinoamericanas siguen presentes: bajo crecimiento de la productividad y tasas de inversión menores.

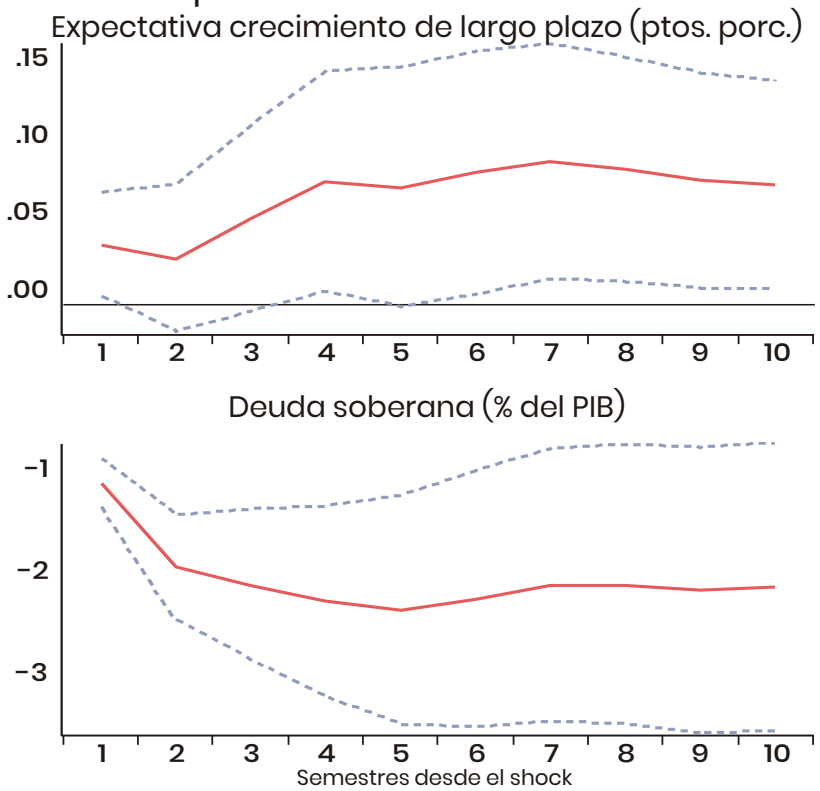




Fuente: FMI y Estudios Security.

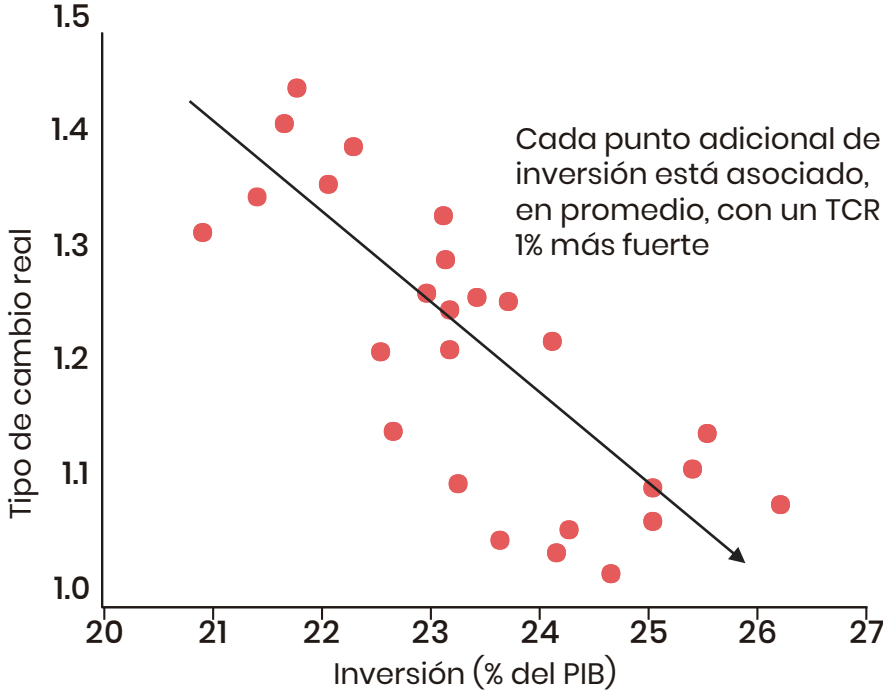
Mejoras en la inversión son consistentes con mayor crecimiento potencial y tiene efectos favorables sobre el tipo de cambio de equilibrio.

Respuesta a shock de inversión



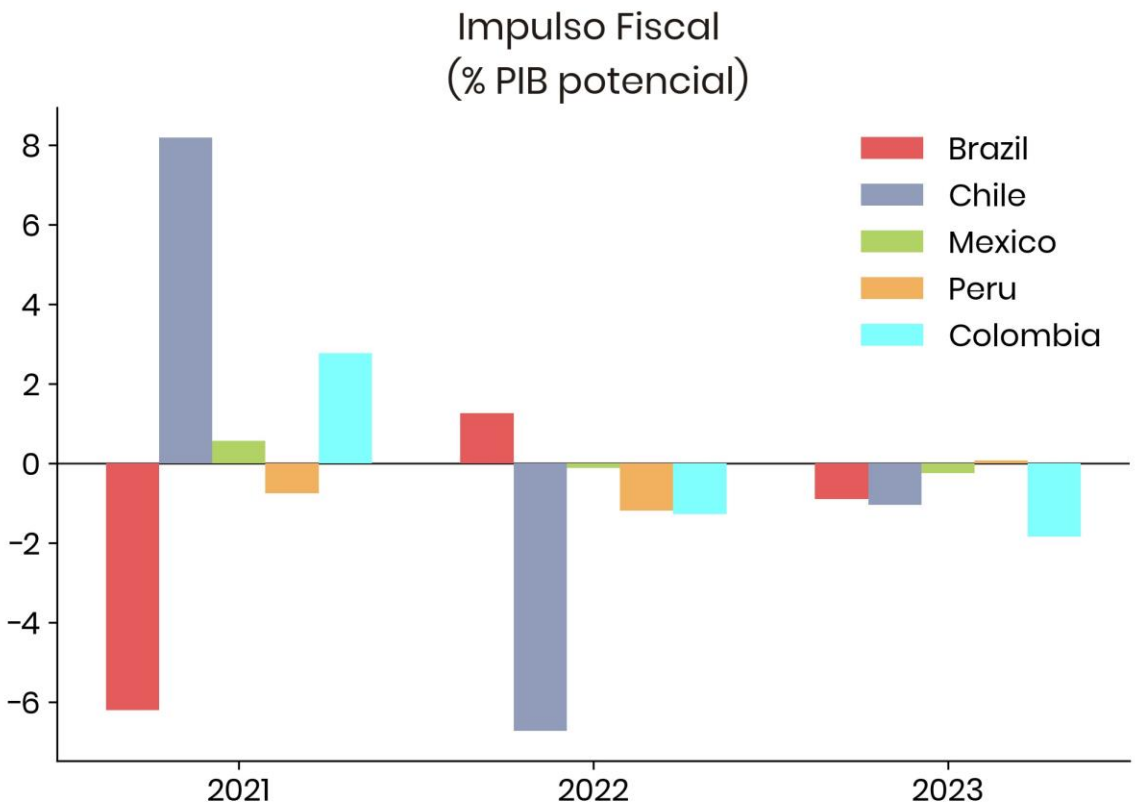
Fuente: FMI y Estudios Security.

Inversión y tipo de cambio real*



* Cada punto muestra el promedio de 22 economías emergentes para un año específico.

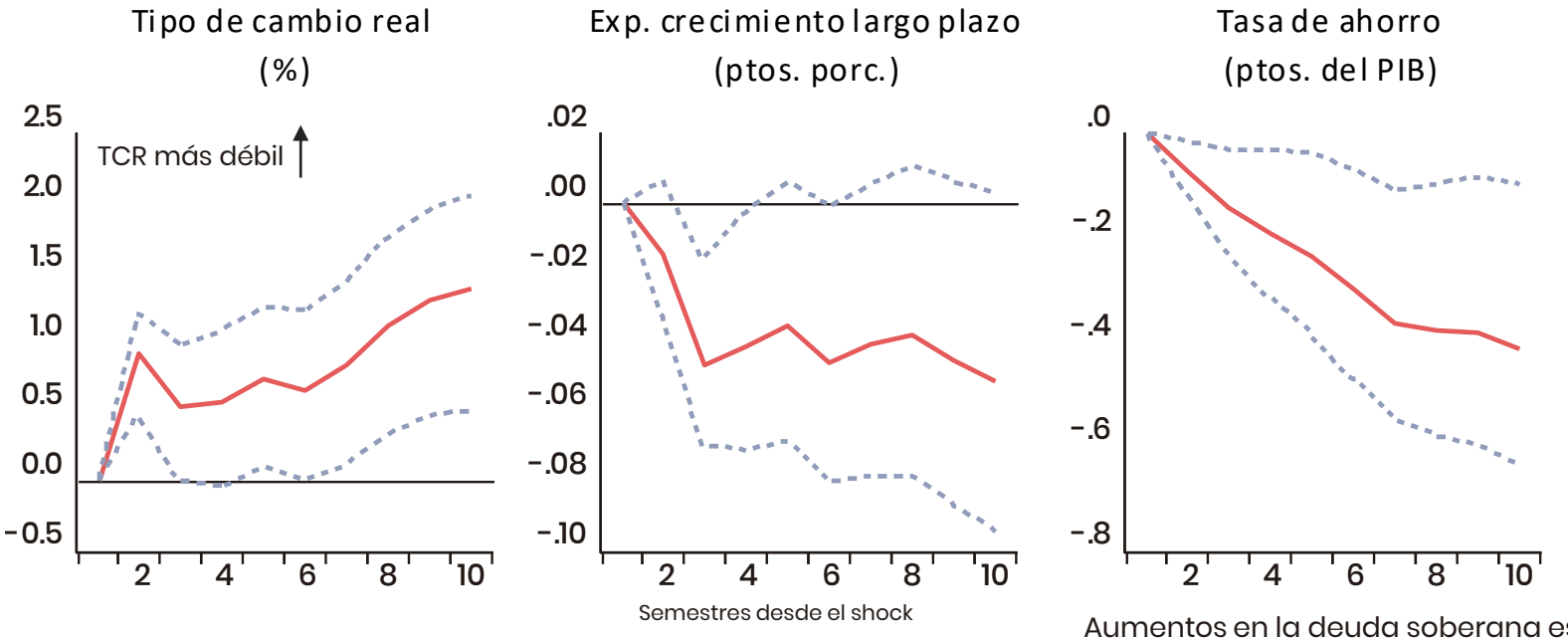
A lo que se suma un estímulo fiscal que este año debiese restar impulso interno, principalmente como respuesta de los gobiernos para asegurar la consolidación de mediano plazo de las cuentas fiscales.



Fuente: FMI y Estudios Security.

Una política fiscal que permita retirar el alto grado de estímulo, es determinante para las perspectivas de crecimiento de LP. No hacerlo expone a las economías a apretones de condiciones financieras que se manifiestan, entre otros factores, vía un TCR más débil.

Impacto shock mayor deuda soberana*



Aumentos en la deuda soberana están asociados con un debilitamiento del TCR, menores expectativas de crecimiento de largo plazo y menos tasa de ahorro en la economía.

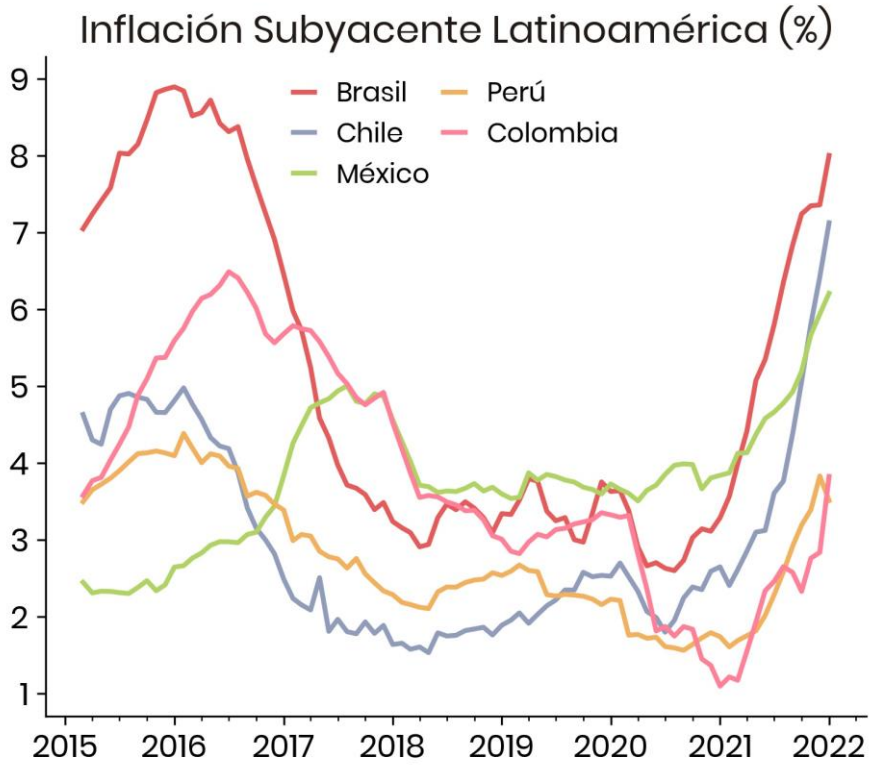
Fuente: Estudios Security.

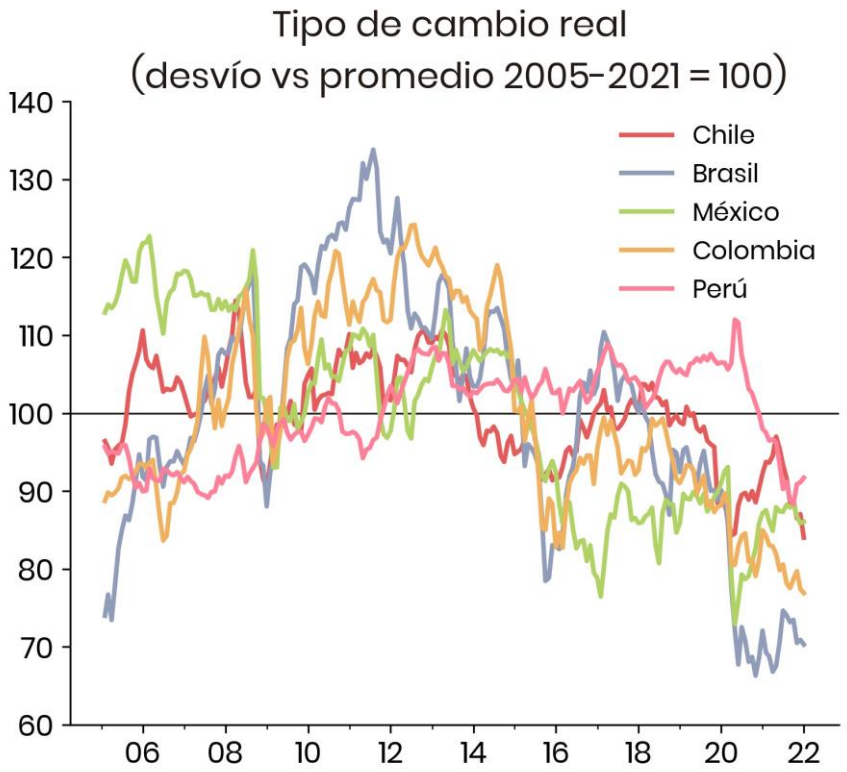
Mantenemos nuestras perspectivas de crecimiento para 2022, algo por debajo de los consensos.

PIB (var % a/a)	2020	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	-9.9	9.2	2.0	2.0
Brasil	-4.1	4.7	1.0	2.0
Chile	-5.8	12.0	1.5	2.0
Colombia	-6.8	9.5	3.5	3.0
México	-8.3	5.3	2.5	2.0
Perú	-11.0	12.9	2.9	3.1

Fuente: Estudios Security.

Por otra parte, este año se sentiría con fuerza el impacto de los elevados niveles de inflación, así como la depreciación de los tipos de cambio reales.





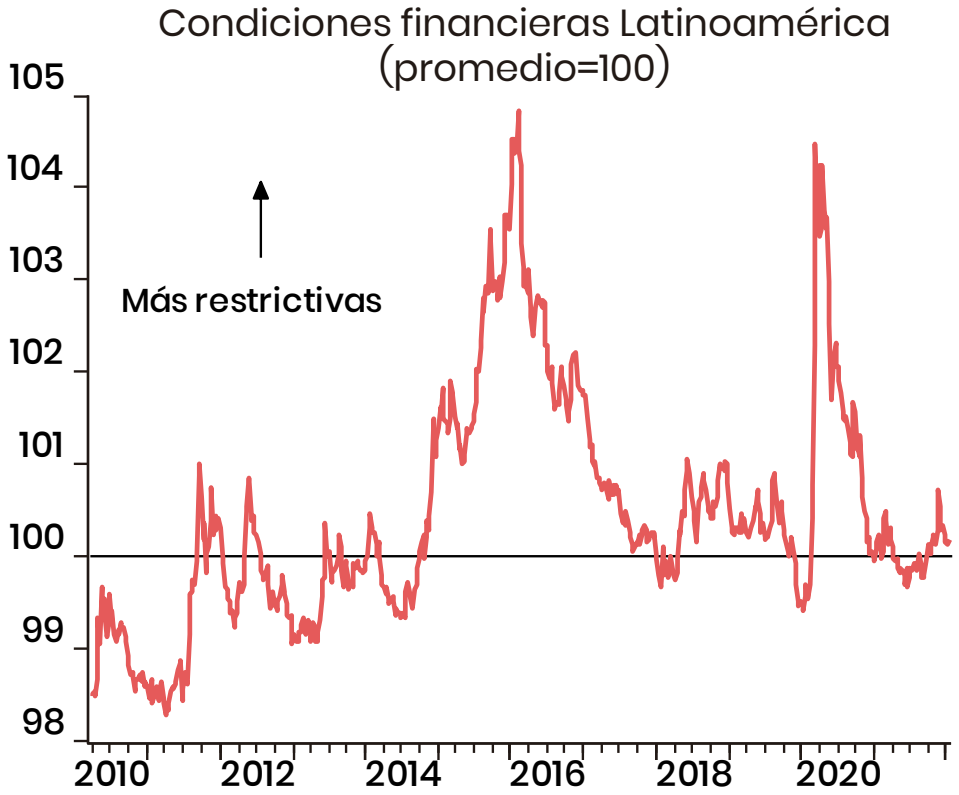
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

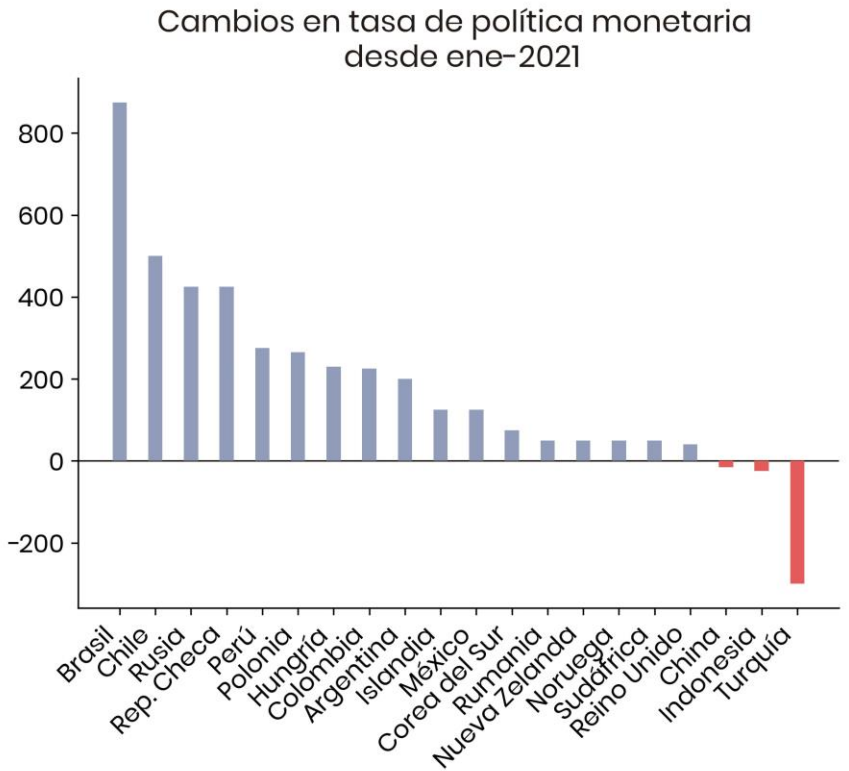
Esperamos que la inflación se mantenga elevada el 2022, para ir convergiendo hacia las metas en 2023.

IPC (var %, fin de período)	2020	2021	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	36	51	52	40
Brasil	4.5	10.1	5.0	3.6
Chile	3.0	7.2	5.0	3.0
Colombia	1.6	5.6	4.5	3.0
México	3.2	7.4	4.4	3.8
Perú	2.0	6.4	3.5	2.8

Fuente: Estudios Security.

Condiciones financieras en América Latina se mantienen por sobre los niveles promedios. Alzas de tasas de política monetaria han aumentado con mayor fuerza en la región, aunque recuperación de bolsas del año ha ayudado algo a descomprimir presión restrictiva.





Fuente: Estudios Security.

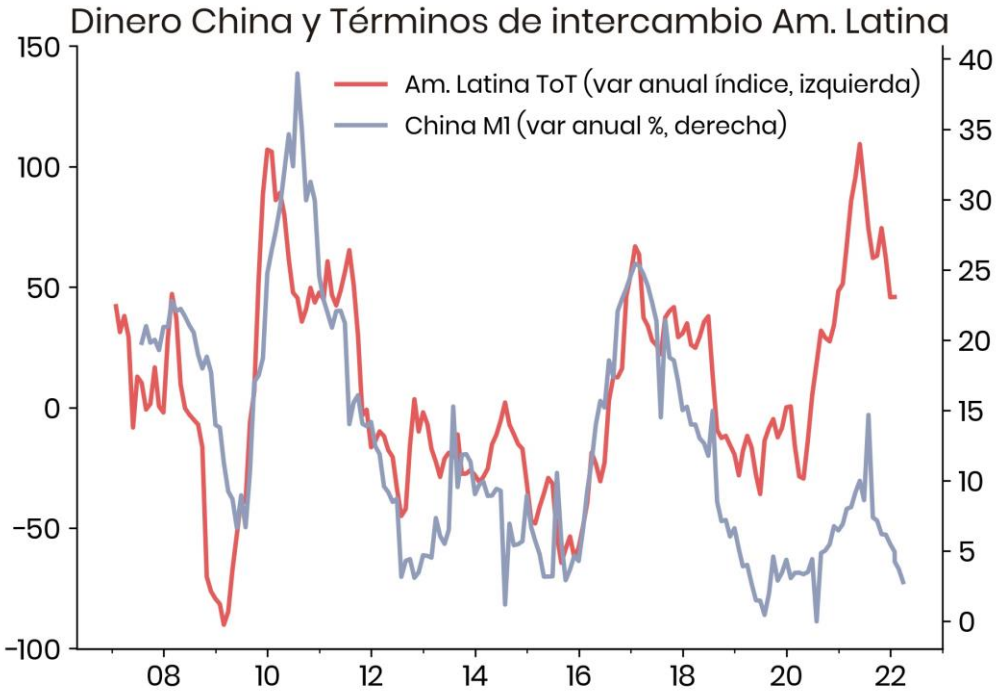
Los Bancos Centrales continuarían el ciclo de alzas de tasas, sin señales en el corto plazo de una desaceleración en el ritmo de ajuste, para la mayoría de los países.

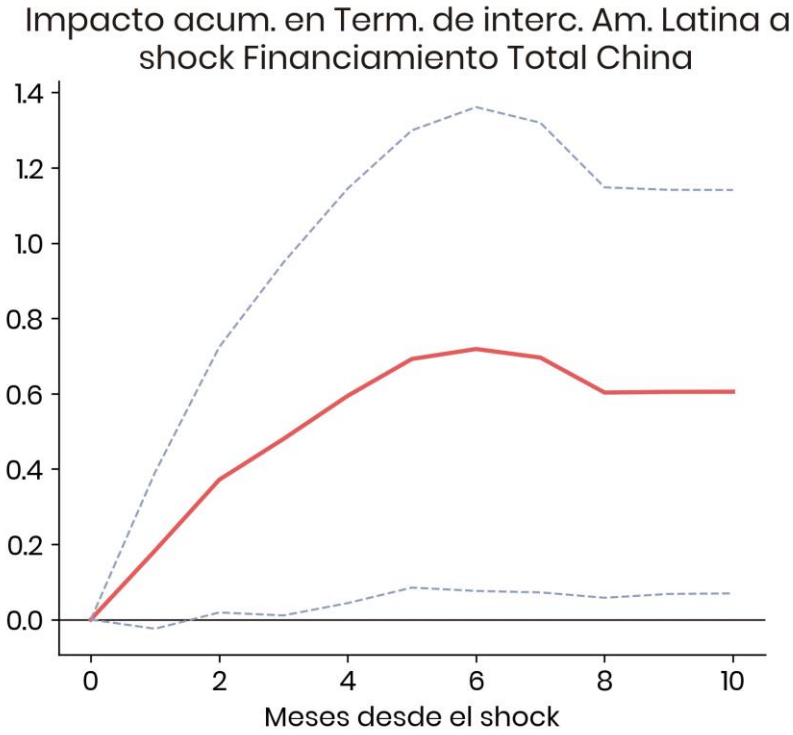
TPM (%, cierre)	2020	2021	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina*	38	38	43	40
Brasil	2	9.25	12	8.5
Chile	0.5	4.0	7.5	6.5
Colombia	1.75	3.0	6.5	5.5
México	4.25	5.50	7.0	6.5
Perú	0.25	2.5	4.5	4.0

* 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.

Fuente: Estudios Security.

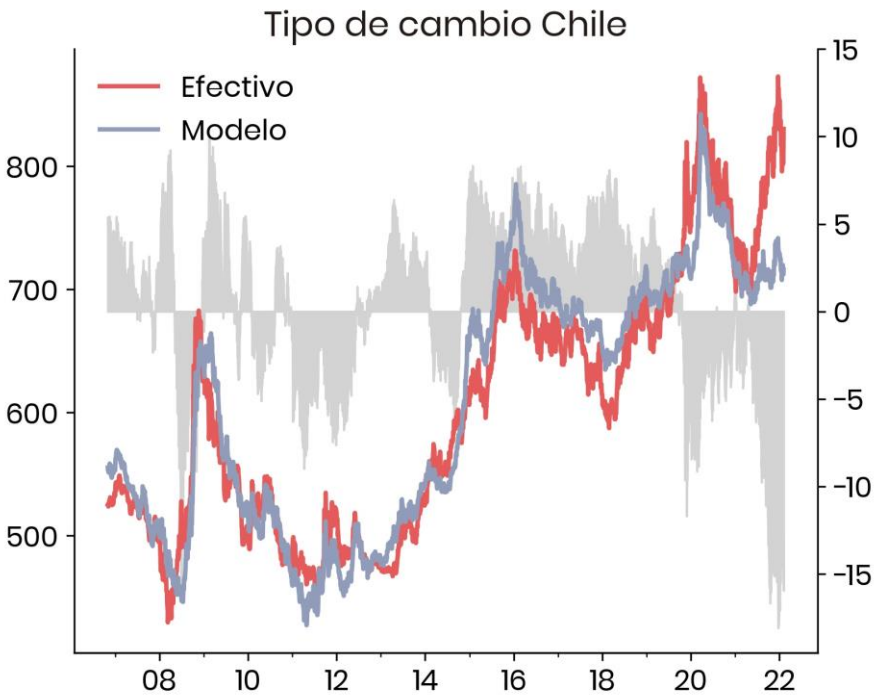
El mayor estímulo esperado por parte de China debiese ser un impulso positivo para los términos de intercambio de la región.

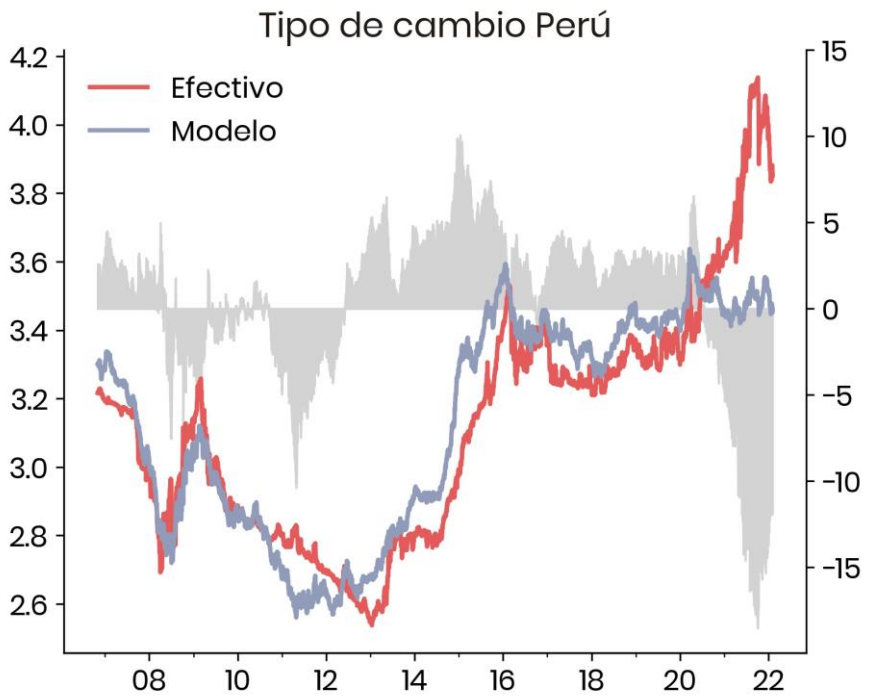




Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Los tipos de cambio continúan con premios por riesgo elevados.

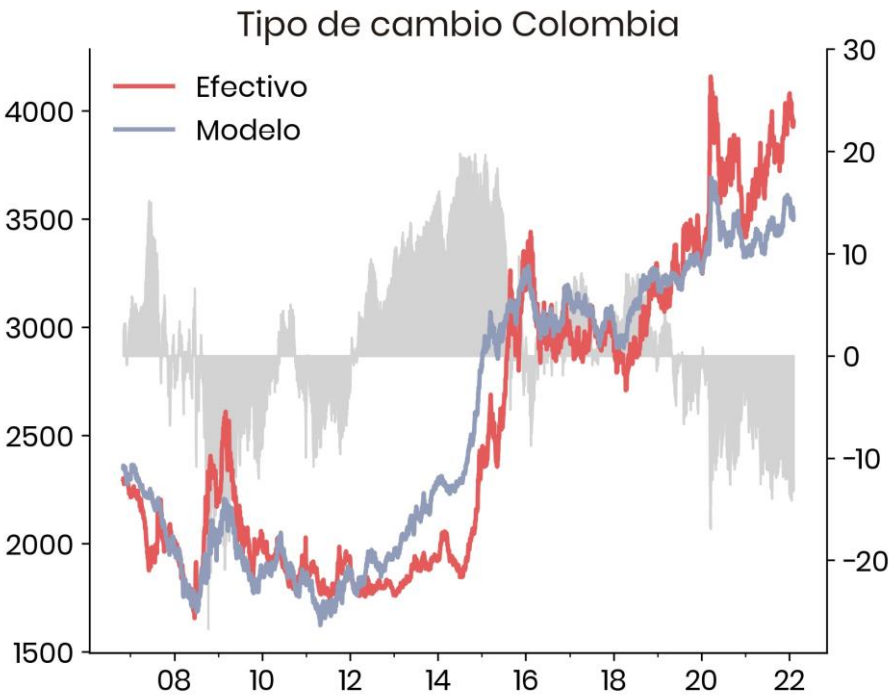


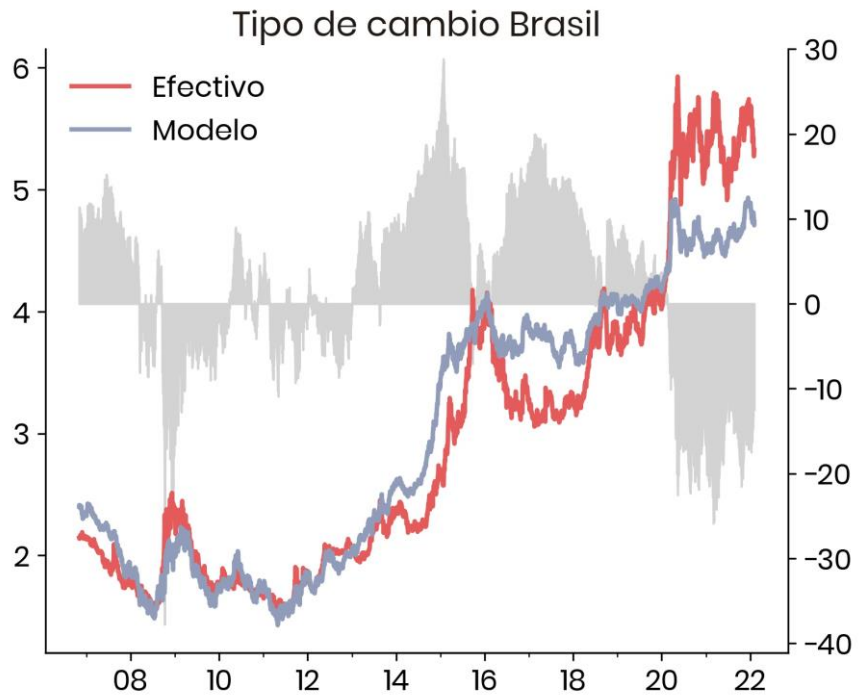


Áreas grises corresponden a la prima por riesgo estimada, en términos de porcentaje en el eje derecho.

Fuente: Estudios Security.

En Brasil y Colombia estos son algo menor. En el caso de México no se observa una prima por riesgo abultada para los últimos años.





Áreas grises corresponden a la prima por riesgo estimada, en términos de porcentaje en el eje derecho.

Fuente: Estudios Security.

Creemos que parte de las primas por riesgo seguirían presente, asociado a la incertidumbre interna que se mantendría en la mayoría de los países, manteniendo la presión en las monedas locales.

Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	2020	2021	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	84.1	103	165	220
Brasil	5.2	5.6	5.7	5.5
Chile	711	850	850	830
Colombia	3,422	4,070	4,100	3,900
México	19.9	20.5	21.4	21.8
Perú	3.62	4.00	3.95	3.90

Fuente: Estudios Security..

Latinoamérica: Un 2022 con condiciones externas menos favorables y estímulos en retirada

Departamento de Estudios

Febrero, 2022

INVERSIONES security