



Latinoamérica: Mejor panorama pero con riesgos que ganan tracción

Departamento de Estudios

Felipe Jaque S.

Economista Jefe

felipe.jaque@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

María José Castro D.

Economista

maria.castrod@security.cl

Abril, 2023

Escenario global: El estrés del sistema bancario interrumpe los impulsos positivos de los primeros meses del año...

- **El 2023 partió con sorpresas positivas en la actividad económica en las principales economías**, pero acompañadas de una mayor persistencia de la inflación, sobre todo en los componentes subyacentes, relacionados con servicios y en respuesta a un mercado laboral aún muy dinámico. Esto llevaba a los Bancos Centrales a mantener un discurso restrictivo. En este contexto, los mercados mantenían el foco en las mejores perspectivas de crecimiento, con un mejor apetito por riesgo, una depreciación del dólar global y tasas de interés que subían.
- No obstante, **desde mediados de marzo el foco ha estado en la situación de los bancos a nivel internacional a raíz de la quiebra de algunas entidades en EE. UU. y la frágil situación financiera de bancos europeos**. Esto **ha aumentado fuertemente la incertidumbre respecto a los riesgos de la estabilidad financiera a nivel internacional**, con una reversión significativa de la expectativa de la política monetaria y los movimientos al alza de las tasas.
- Posteriormente, la tensión de los mercados ha disminuido, en parte gracias a la rápida respuesta de la autoridad, con diversas herramientas que aseguran una provisión adecuada de liquidez y alivian las presiones en el corto plazo. **No obstante, varios vientos en contra detrás del revuelo de mitad de marzo se mantienen**. Después de todo, **el retiro rápido de los estímulos monetarios son la piedra angular del estrés bancario, lo que mantendría un escenario complejo para los agentes más apalancados o con riesgos de crédito mayores**. En particular, en EE. UU. las presiones de retiros de depósitos debiesen continuar elevadas, ante una regulación dispareja entre bancos pequeños y grandes y alternativas de inversión de corto plazo mucho más atractivas que el retorno ofrecido en los depósitos bancarios. La confianza seguiría mermada, sobre todo si el empeoramiento de la macroeconomía saca a relucir problemas de crédito en las carteras de algunos bancos.

... y vendría a significar un fin más rápido de los ciclos de crédito a nivel de las economías desarrolladas.

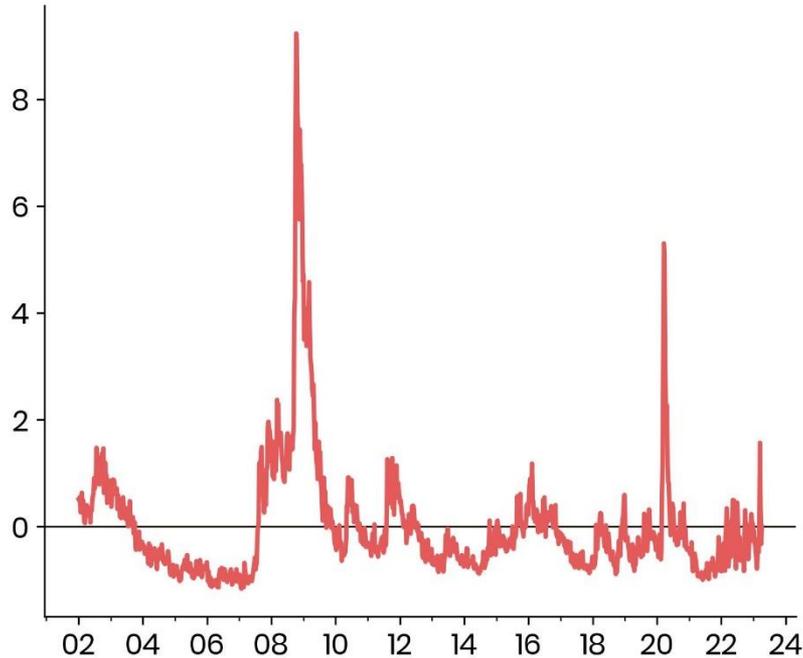
- Hasta el momento las condiciones financieras a nivel global no se han deteriorado significativamente a raíz de esta situación, incluso a nivel general hasta abril la disminución de las tensiones ha llevado a un relajamiento, con caídas de los spreads, y una menor volatilidad que se han sumado a la caída de las tasas base. Así, el impacto para la actividad económica por esta vía sería acotado. **No obstante, se anticipa un efecto relevante sobre la actividad económica global de los ajustes en las condiciones crediticias, las que ya venían deteriorándose desde 2022.** Este sería particularmente mayor en EE. UU. donde los bancos más pequeños representan un porcentaje mayor de los créditos, sobre todo en el sector inmobiliario comercial.
- Asimismo, **los escenarios donde la inflación mantiene la persistencia elevada que venía mostrando hasta los primeros meses del año también pierden fuerza.** La menor demanda anticipada debería reafirmar el escenario a la baja a mediano plazo. En este sentido, los bancos centrales hicieron eco de los últimos shocks y moderaron el tono en las últimas reuniones, donde si bien llevaron a cabo los aumentos de tasas anticipados, retrocedieron respecto a los sesgos agresivos de los siguientes movimientos, aunque siempre enfatizando que **el problema inflacionario todavía está lejos de resolverse.**
- Por otro lado, **el mercado internalizó rápidamente estas menores expectativas de inflación y el relajamiento de la política monetaria,** anticipando una trayectoria de tasas en EE. UU. con recortes mucho antes que lo comunicado por la FED, **un desacople significativo y por ende con elevados riesgos de reversión de las tasas de interés.**

Al mismo tiempo, las perspectivas para la inflación mejoran, aunque el mercado habría incorporado rápidamente este panorama.

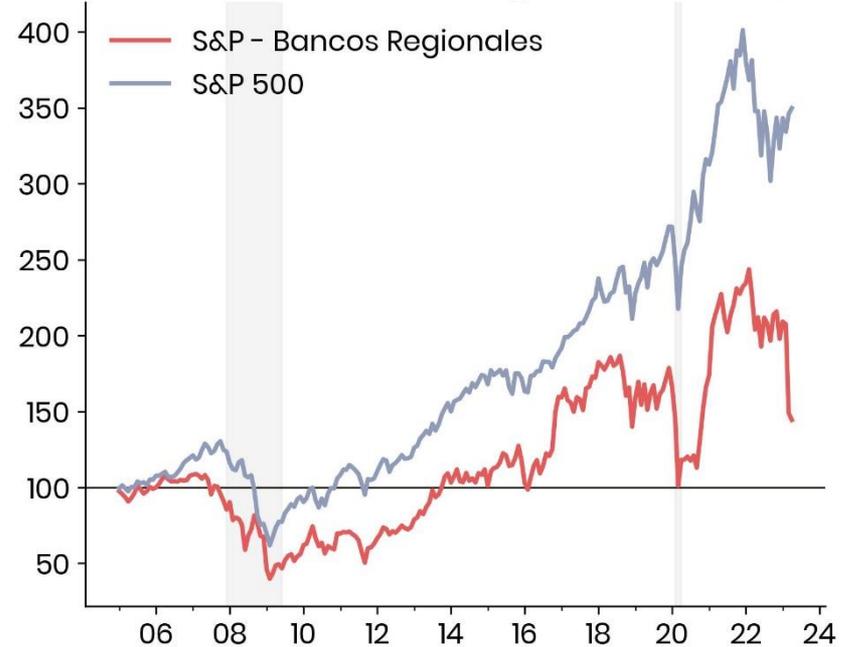
- Por el lado de **China, las noticias de crecimiento de corto plazo han continuado siendo favorables**, con datos que apuntan a un repunte importante del consumo en servicios, gracias al relajamiento de la política cero-covid. De todos modos, el impacto sería principalmente de corto plazo y enfocado a nivel no transable, dado que los otros vientos en contra de los años pasados (sector inmobiliario y endeudamiento) no han mostrado reducciones significativas. **Con todo, las perspectivas para el crecimiento de nuestro escenario base se ajustan al alza en esta región, y levemente al alza en EE. UU. y la Eurozona, principalmente ante las sorpresas positivas de la primera parte del año.**
- En este contexto de novedades favorables por el lado de China y sumado a la debilidad del dólar global que ha continuado, los precios de las materias primas se han mantenido bien apuntalados, principalmente por el lado de los metales industriales. Con todo, **nuestro escenario base sigue apuntando a precios menores por el lado de los metales ante el deterioro de la demanda global; y leves alzas para el petróleo por ajustes en la oferta.**
- Así se anticipa un entorno global que pareciera mejor de lo que se pensaba a inicios del primer trimestre, gracias a las sorpresas positivas de la actividad, menores niveles del dólar global y las menores tasas base, no obstante, **el shock bancario debería venir a confirmar el fin de los ciclos de crédito expansivos en los países desarrollados, lo que continuaría con los vientos en contra significativos para las principales economías a partir de la segunda mitad del año y con riesgos de escenarios adversos que se mantienen elevados.**

El estrés bancario en EE. UU. y Europa en marzo dejan en evidencia los efectos del ajuste restrictivo de la política monetaria del último año. Si bien en las últimas semanas la tensión en los mercados ha disminuido, la cautela se mantendría alta y las probabilidades de escenarios de riesgo más adverso son mayores.

EE. UU.: Índice de Estrés Financiero

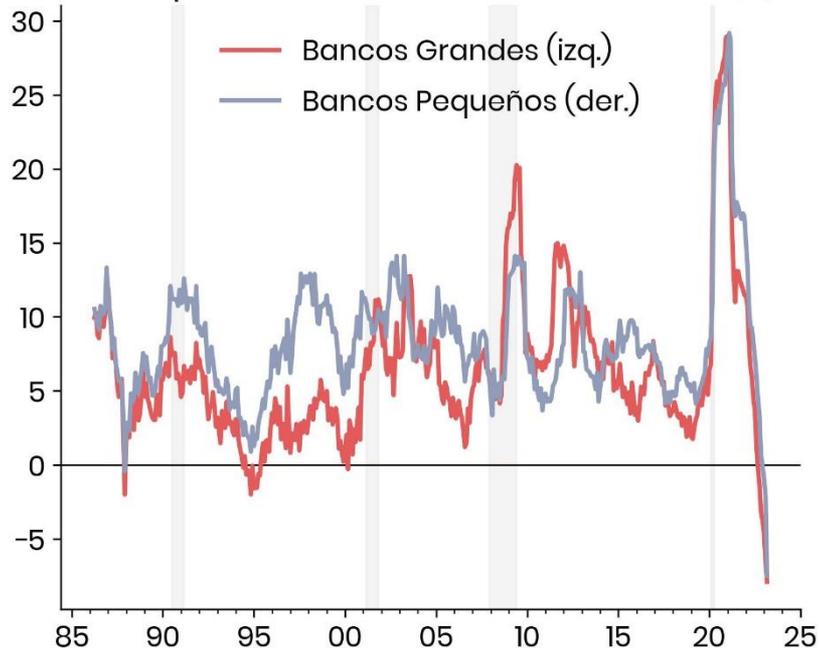


EE. UU.: S&P - Bancos Regionales (Índice)

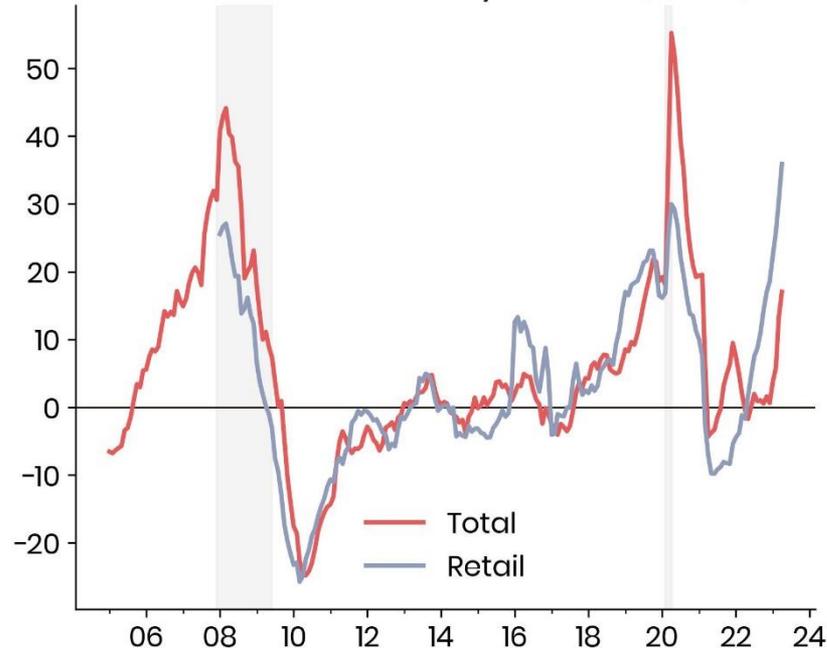


Se mantiene una parte importante de las presiones para los bancos. Un porcentaje significativo de los depósitos no está asegurado y la regulación dispereja para los bancos pequeños podría seguir alimentando los retiros de depósitos. El deterioro de la macro podría sacar a relucir problemas de créditos en las carteras de los bancos.

EE. UU.: Depósitos Bancarios - Otros Plazos (a/a, %)

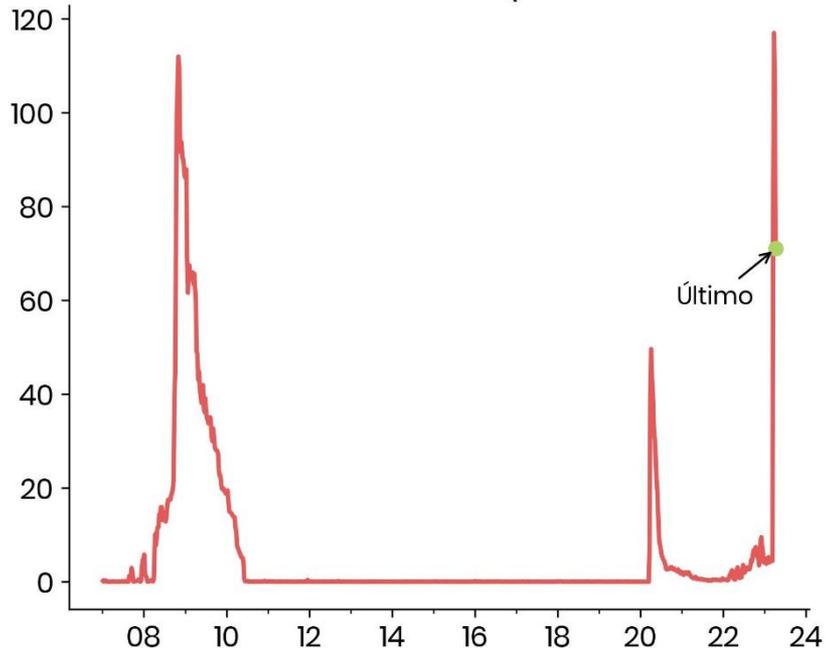


EE. UU.: Activos Money Market (a/a, %)

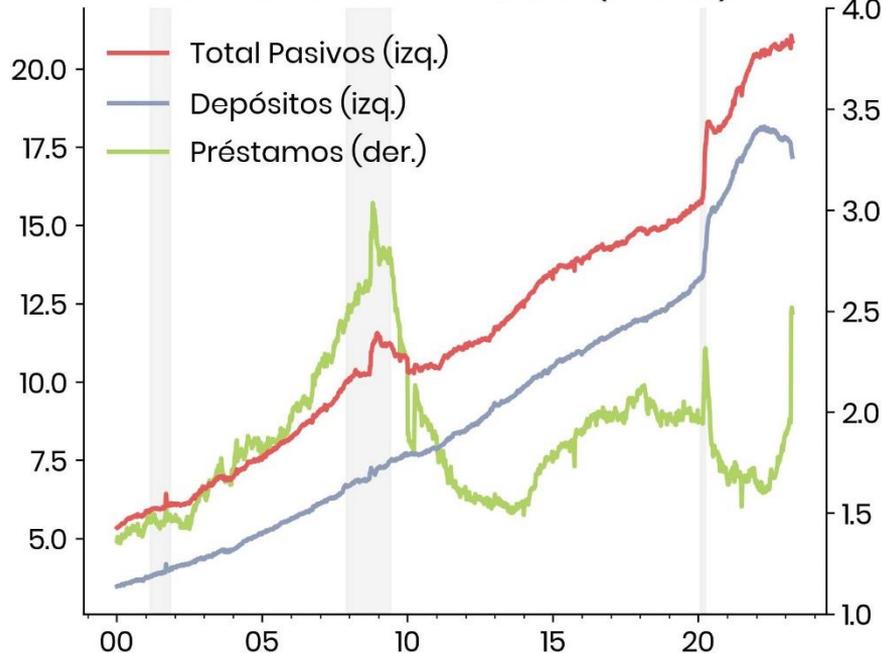


Los bancos centrales han actuado preventivamente para evitar una propagación mayor, lo que ha motivado una utilización de las herramientas de préstamos por parte de los bancos a los mismos niveles que en 2008, aunque esta ha disminuido en lo más reciente.

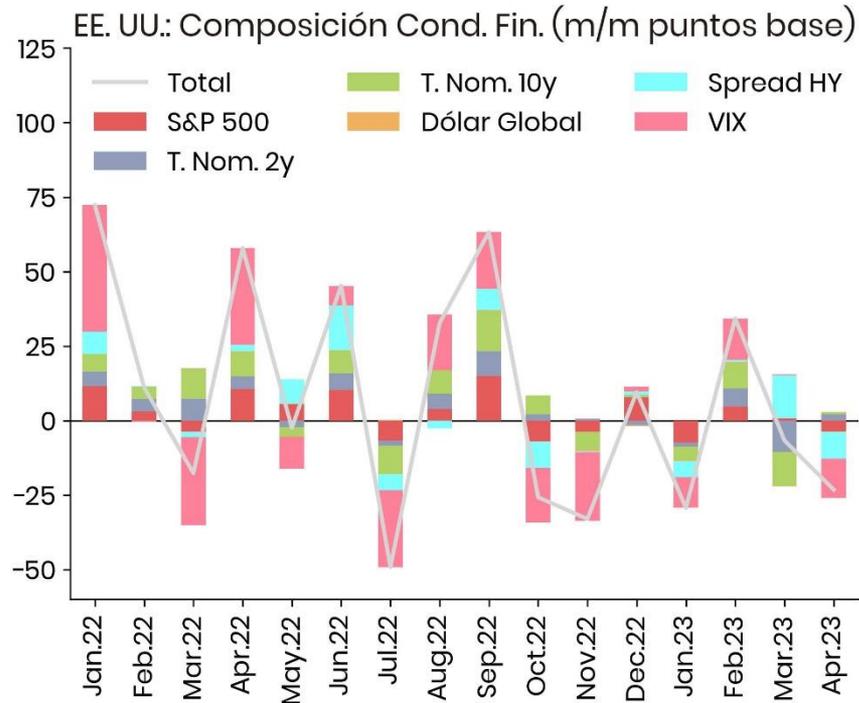
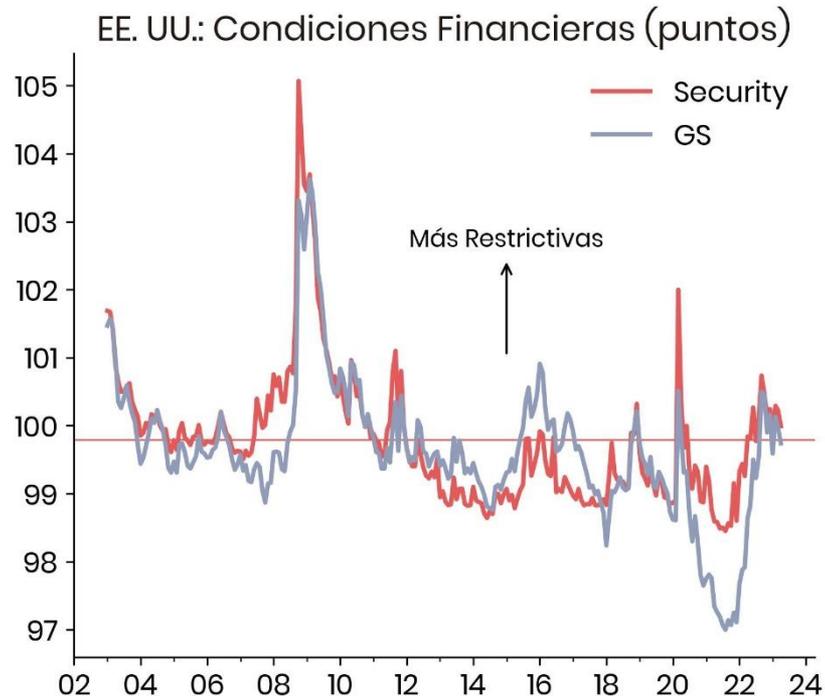
EE. UU.: Préstamos de la FED (prom. semanal, bn.)



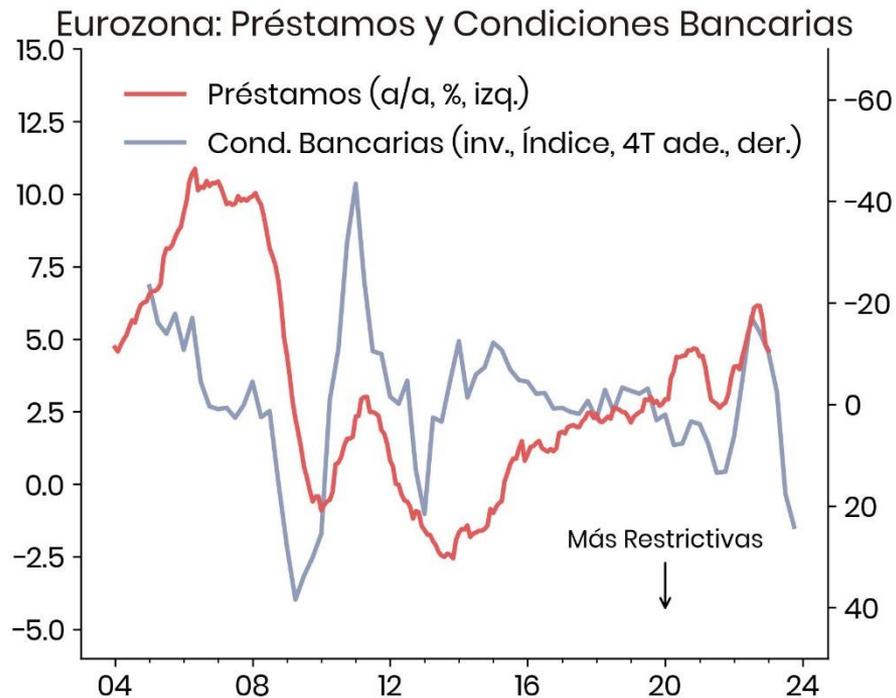
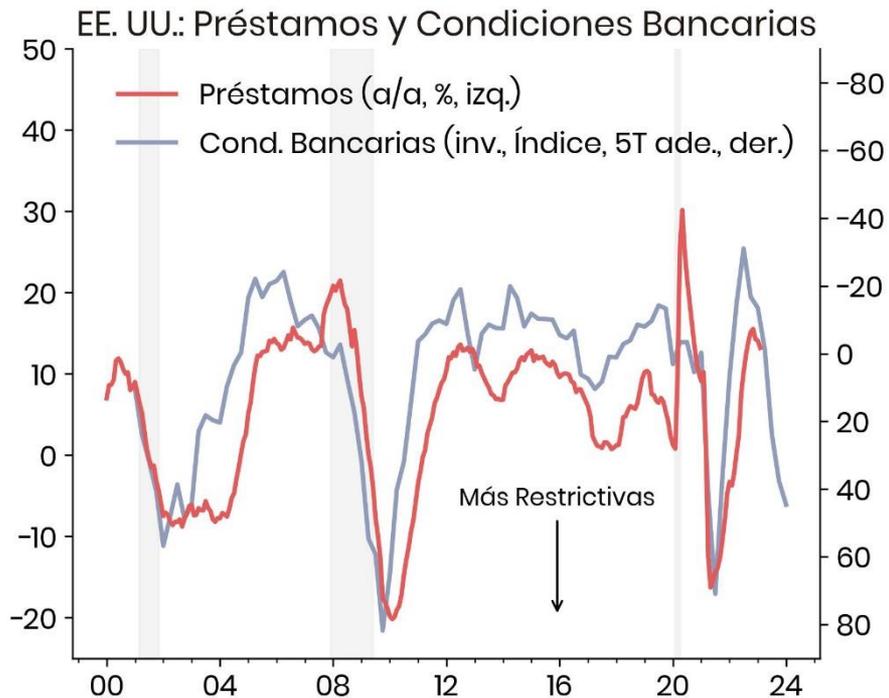
EE. UU.: Bancos - Pasivos (USD Tr.)



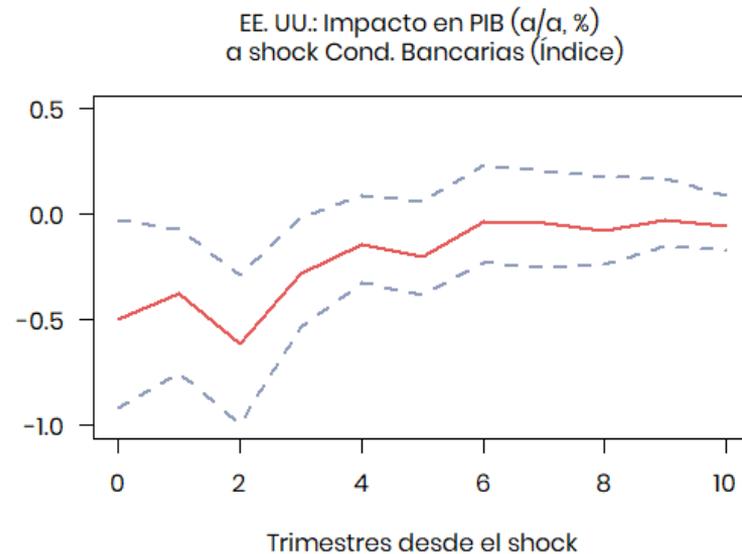
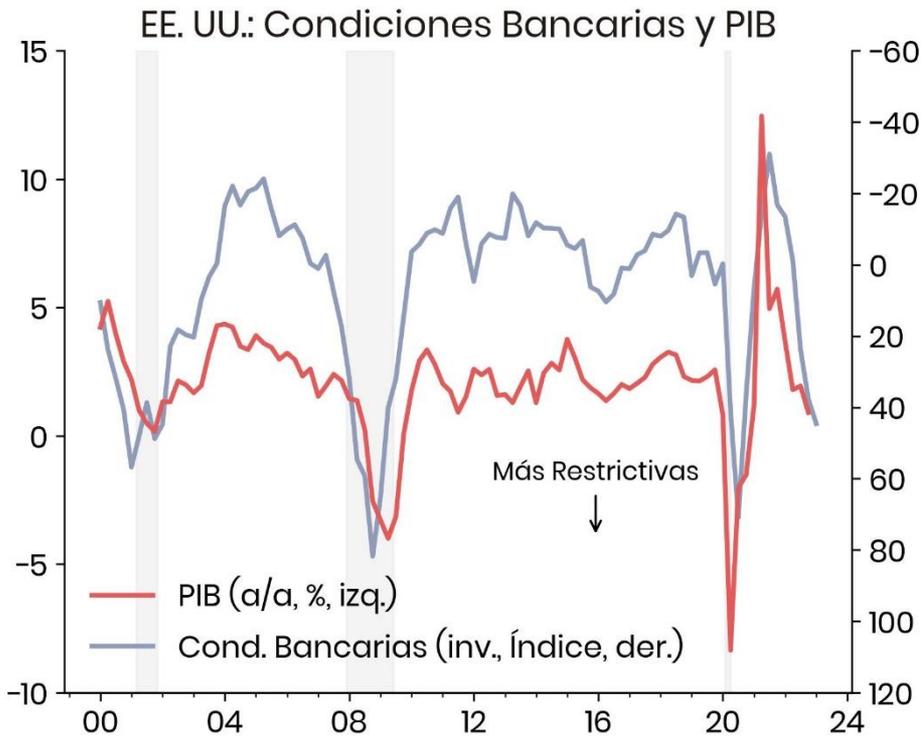
En marzo las condiciones financieras se vieron presionadas mediante aumentos de spreads, aunque las caídas de las tasas base llevaron las condiciones financieras generales hacia niveles más expansivos, movimiento que ha continuado en abril.



Las condiciones bancarias sí se debiesen ajustar de manera restrictiva. Estas ya se venían ajustando desde el año pasado, pero la mayor cautela y atención por parte del mercado y las autoridades debiese llevar a requerimientos más estrictos por parte de los bancos y con ello un menor nivel de crédito en las economías.

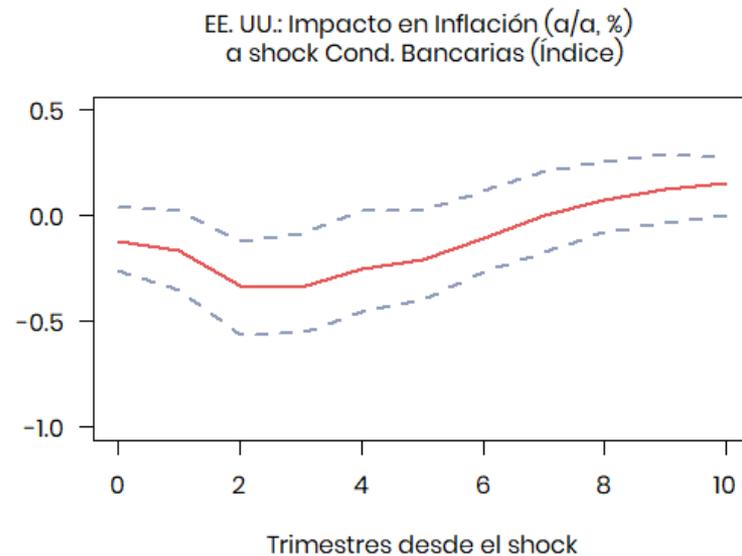
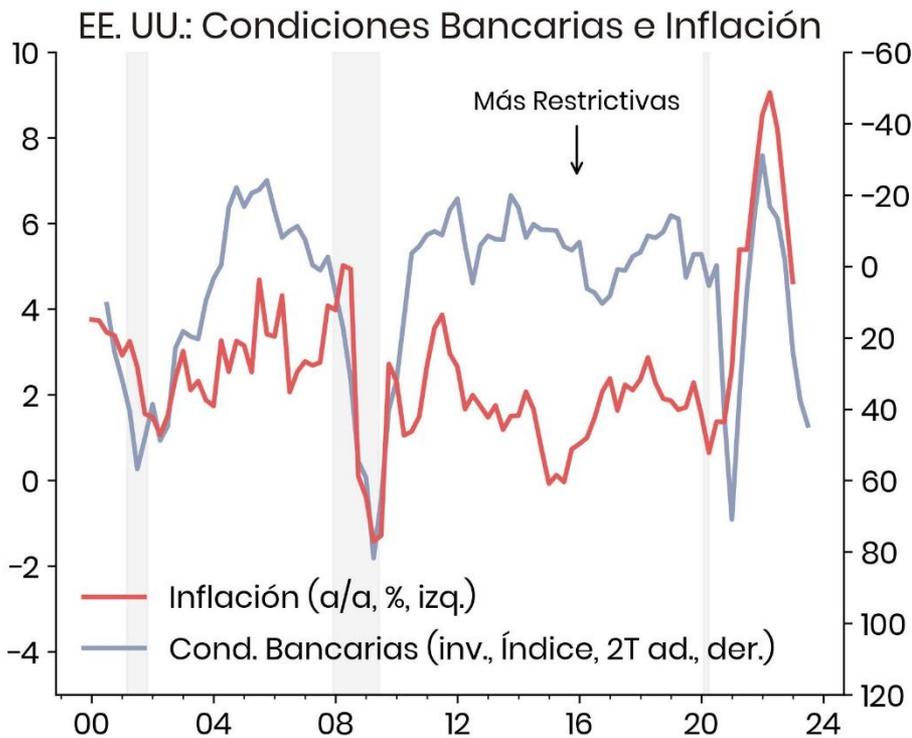


El impacto en la actividad económica es del orden de 0,25-0,5% en el PIB anual por cada 10 puntos de caídas en las condiciones bancarias (o ½ desviación estándar).



*Shock corresponde a un aumento de 10 puntos en el índice de condiciones bancarias.

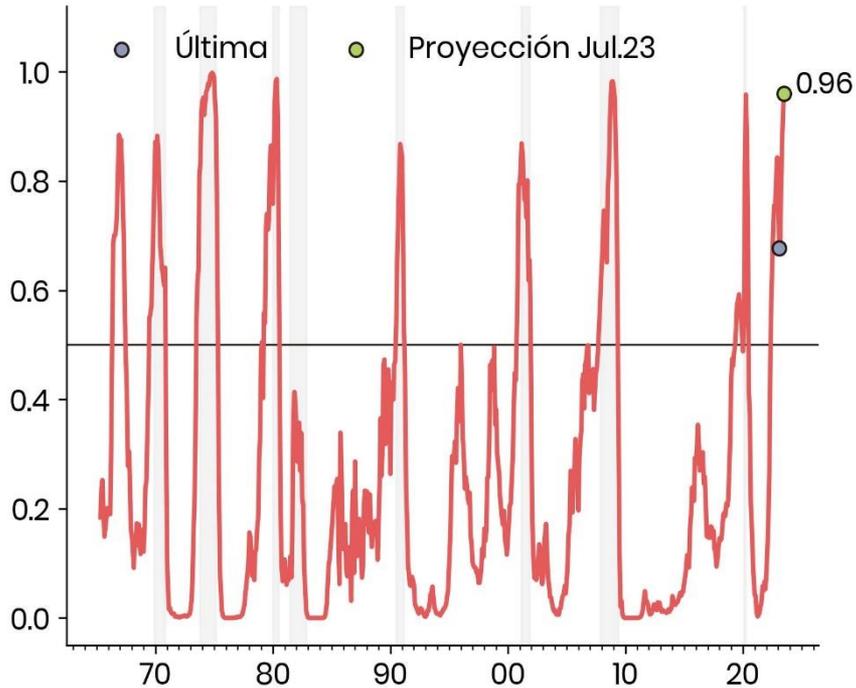
Un menor crédito disponible también tendría un efecto a la baja en inflación.



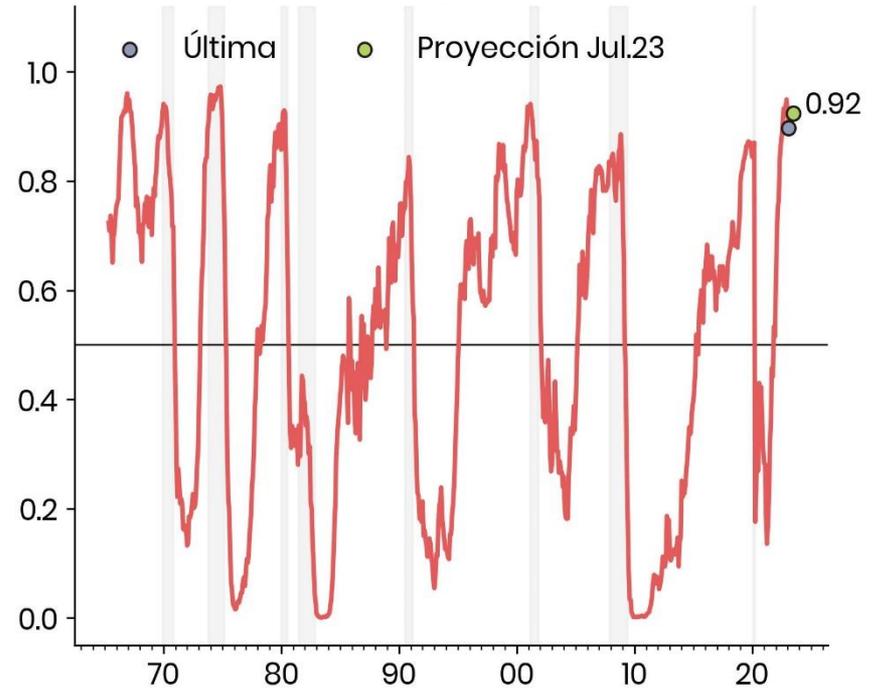
*Shock corresponde a un aumento de 10 puntos en el índice de condiciones bancarias.

Si se asume un deterioro similar de las variables macro al ocurrido en la primera parte del año 2008, previo al clímax de la crisis de esa época, la probabilidad de una recesión en EE. UU. en el corto plazo aumenta considerablemente.

EE. UU.: Probabilidad de recesión
Un año adelante

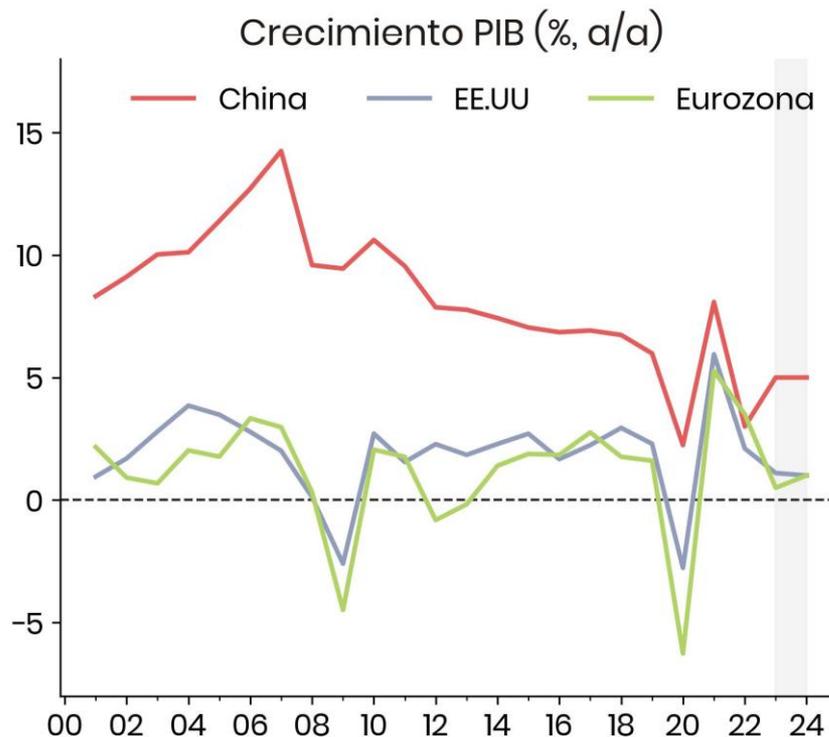


EE. UU.: Probabilidad de recesión
3 años adelante

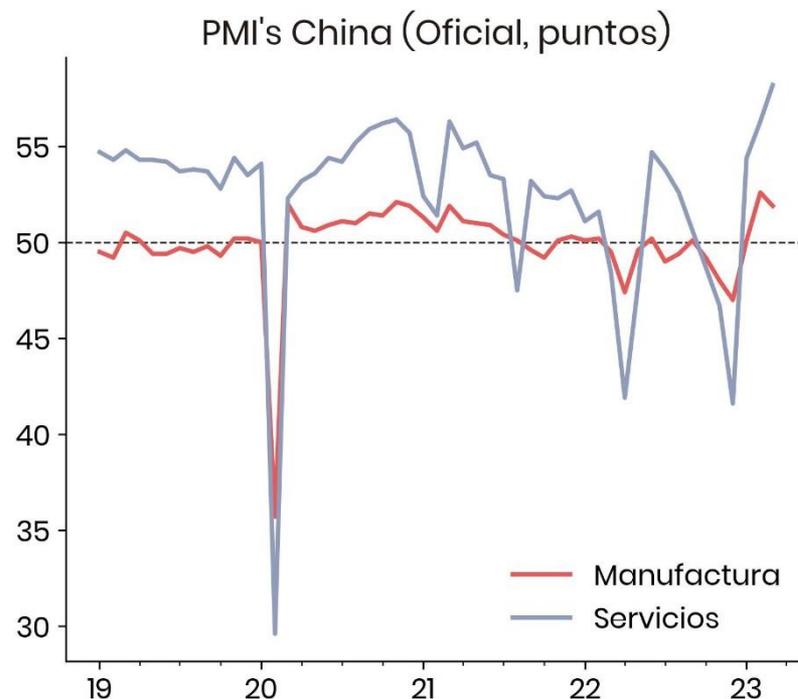
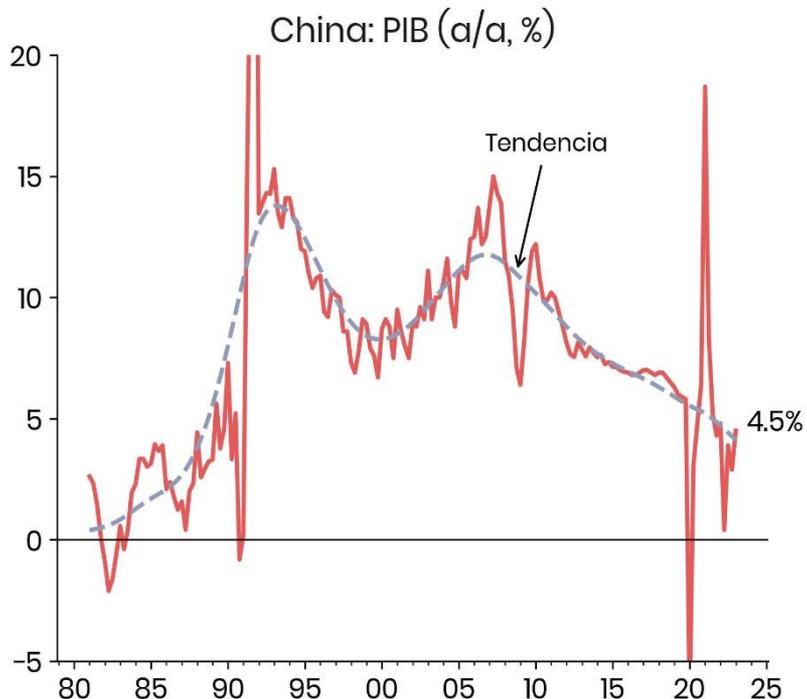


Con todo, las sorpresas positivas en la actividad económica durante la última parte del año pasado y la primera parte de este año nos han llevado a ajustar al alza las proyecciones de crecimiento del PIB en las principales economías, especialmente en China.

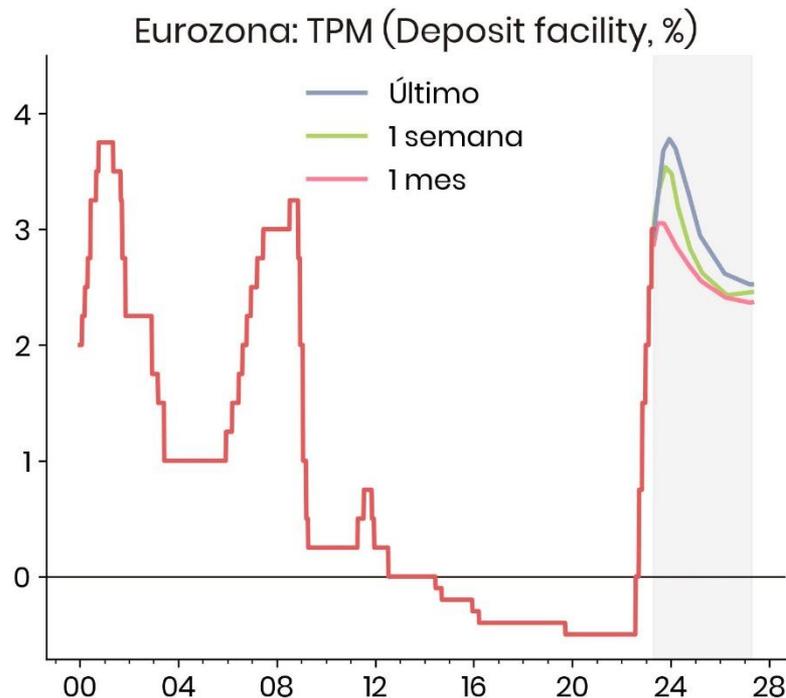
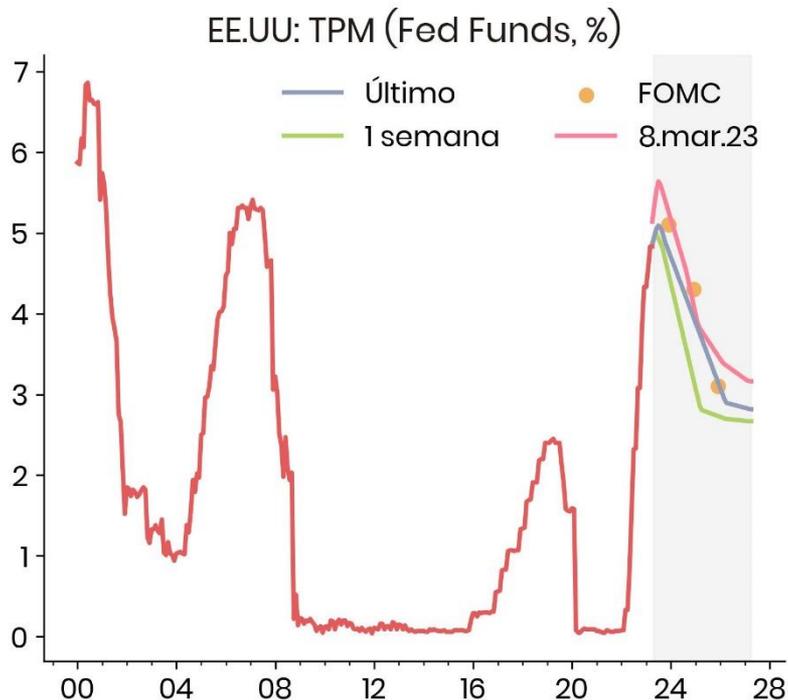
PIB (var % a/a)	2022	2023(e.)	2024(e.)
EE. UU.	2.1	1.1	1
Eurozona	3.5	0.5	1
China	3	5	5
Crec. Principales Economías	2.8	3	3.1



En China la primera parte del año partió con una confirmación de la recuperación anticipada para China, donde las perspectivas han continuado positivas en lo más reciente. Los datos de consumo de alta frecuencia muestran que la normalización de la demanda permitiría tener un crecimiento mayor en la primera parte del año.

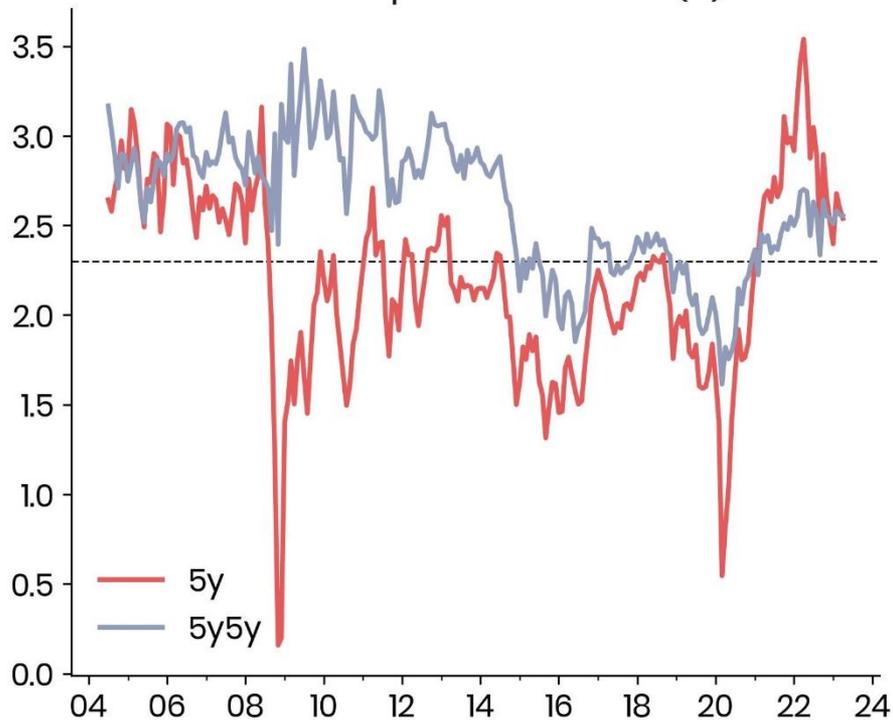


La labor de los bancos centrales se ha complicado, al tener que ponderar el manejo del ciclo económico y la estabilidad financiera. El mercado anticipa una trayectoria de la política monetaria mucho menos estricta a partir de la segunda mitad del año.

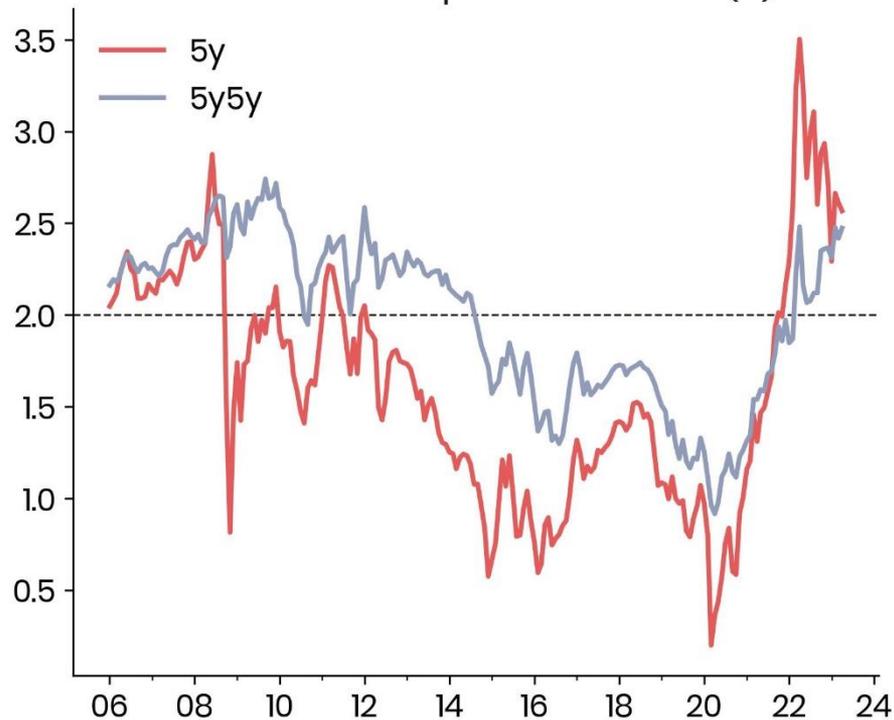


La trayectoria esperada de la inflación anticipa una moderación rápida, con movimientos de mayor envergadura en el corto plazo.

USA: Swaps de Inflación (%)

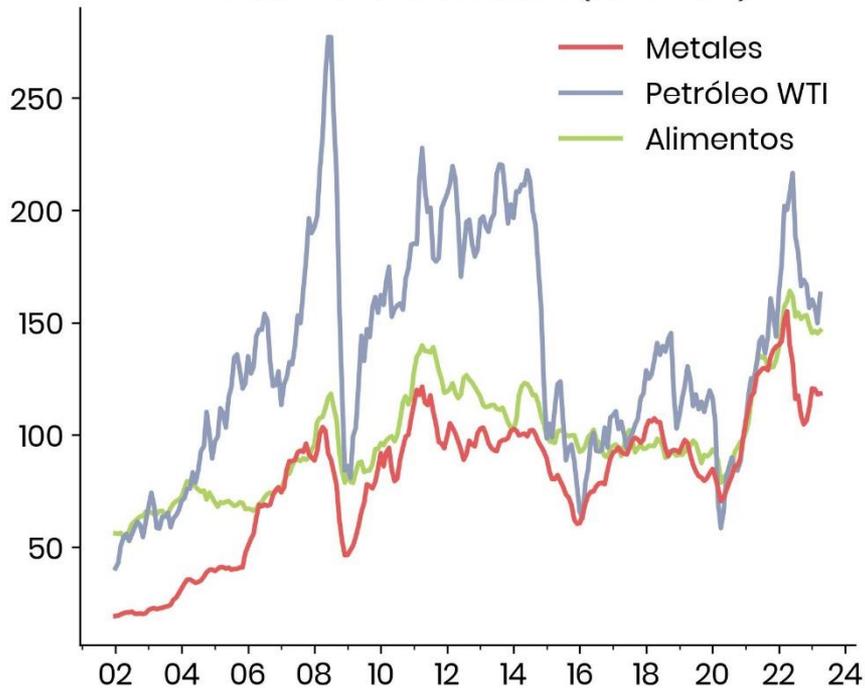


Eurozona: Swaps de Inflación (%)

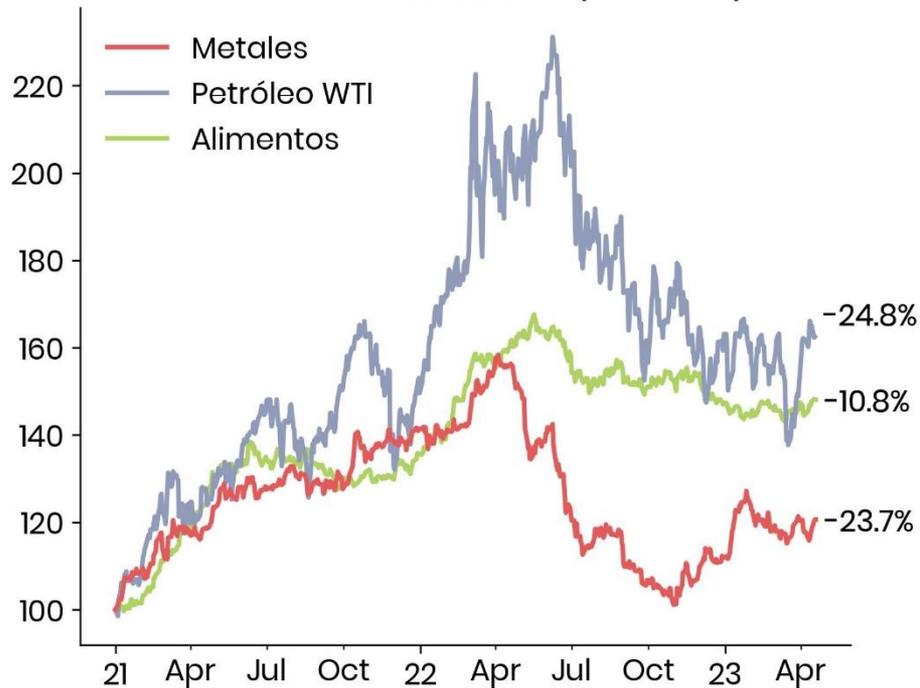


De la mano de un dólar que ha respondido principalmente a las perspectivas de una política monetaria menos restrictiva en EE. UU., y que se ha mantenido con presiones a la baja, los precios de las materias primas han soportado bien los últimos ajustes del mercado, adicionalmente con vientos a favor por parte de las buenas perspectivas por parte de China.

Precios Commodities (2021=100)

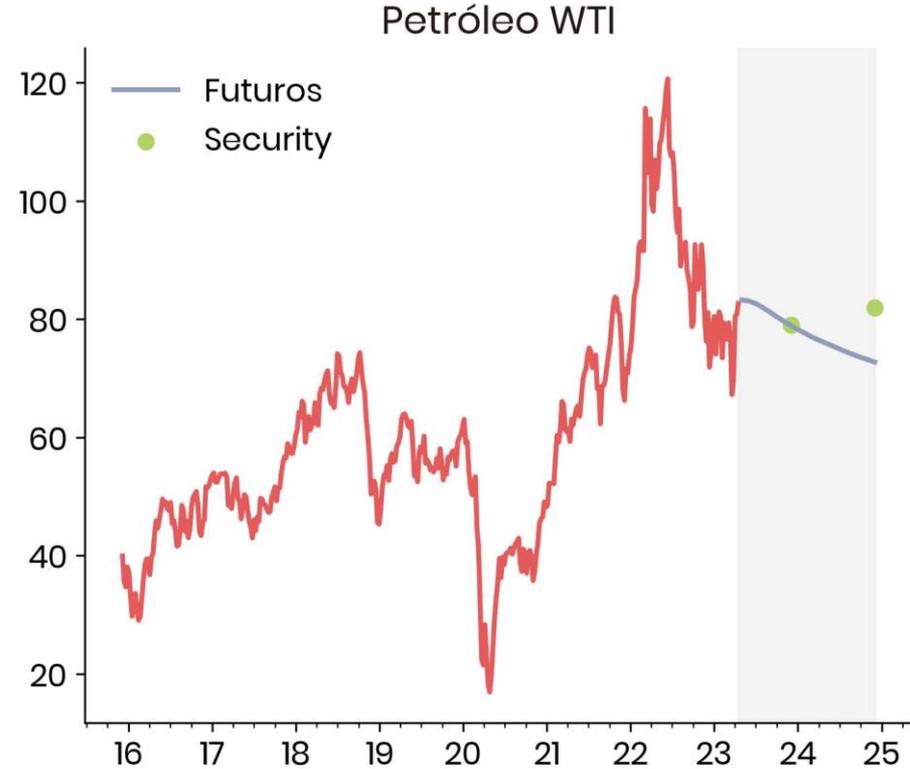
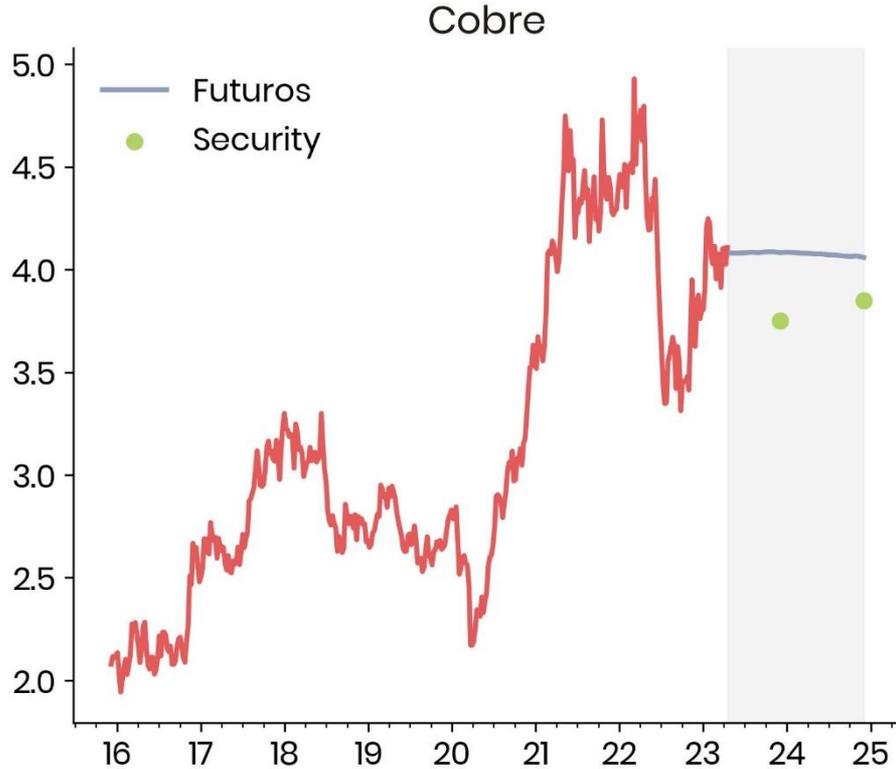


Precios Commodities (2021=100)



* Variación vs peaks.

Nuestro escenario base incorpora precios del petróleo que se mantienen en línea con los niveles actuales y un cobre que se debilita más marcadamente de la mano del empeoramiento de la macro a nivel global.



En Latinoamérica, el ajuste de las condiciones de crédito a nivel internacional significaría presiones a la baja adicionales para la demanda.

- **La situación bancaria a nivel regional, de acuerdo con los distintos informes de estabilidad financiera particulares de cada país, se encontraría resiliente y alejada de vulnerabilidades similares a las que llevaron a la quiebra a los bancos en EE. UU.** Por una parte, los modelos de negocios son tradicionales, con un porcentaje significativo de los activos en créditos (a diferencia del 30% que mantenía SVB), financiamiento diversificado, descaldes de plazos no relevantes y cobertura de monedas suficiente. Asimismo, se realizan escenarios de estrés para la industria bancaria completa que se publican de manera semestral.
- **El escenario de crecimiento de la región ha ido sorprendiendo a la baja en los primeros meses del año y dando señales de una desaceleración mayor en la última parte del 2022,** donde destacan las caídas de Brasil y Perú, que contrastan con la actividad todavía más resiliente en Colombia y México y una actividad que habría frenado la desaceleración en el caso de Chile. **En general las perspectivas se mantienen debilitadas ante el estrechamiento de las condiciones financieras y situaciones de incertidumbre internas en algunos países.**
- **Las perspectivas hacia adelante, en línea con las sorpresas positivas del 1T23 desde China y resto del mundo se ajustan algo al alza, aunque con mayores riesgos a la baja como resultado de los impactos de la incertidumbre por la situación bancaria a nivel internacional.** El menor crecimiento externo potencial impactaría por un lado por el canal del comercio internacional, que llevaría de manera directa a una menor demanda de exportaciones.

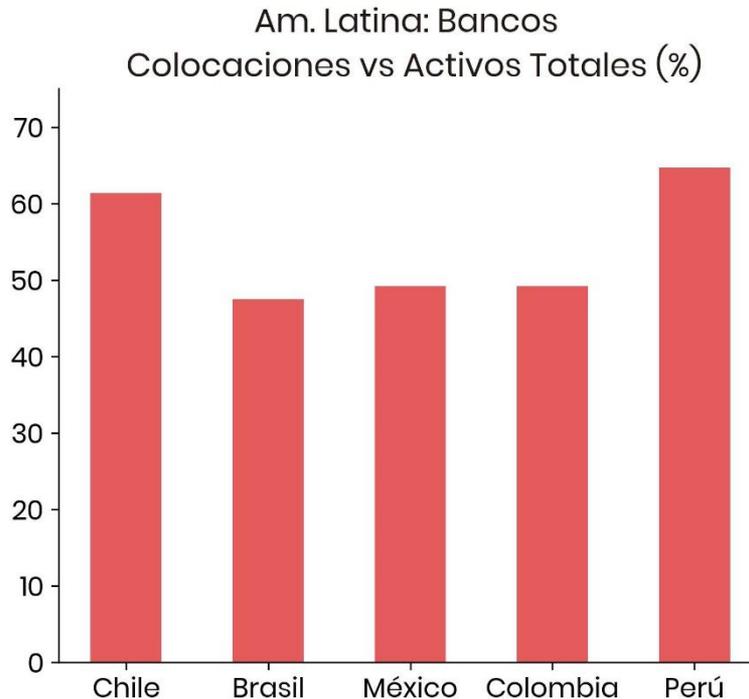
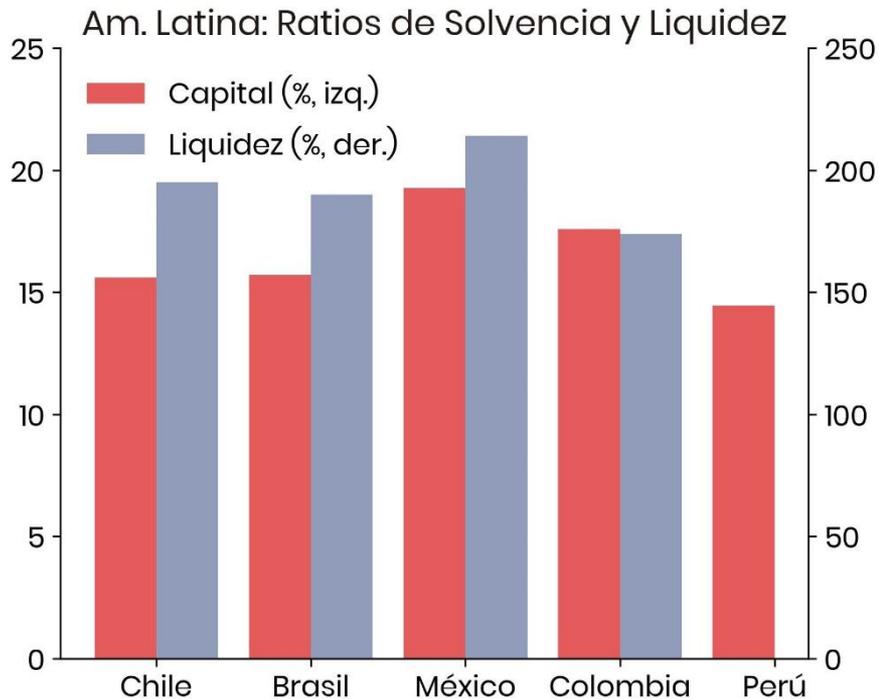
A pesar de la persistencia de las inflaciones subyacentes, los escenarios donde la inflación sigue elevada pierden fuerza.

- Por otro lado, el abanico de posibilidades para los términos de intercambio de los distintos países se amplía relevantemente. **Si bien los precios de las materias primas se han mantenido apuntalados en el corto plazo, los riesgos de escenarios más adversos van de la mano con mayores probabilidades de caídas en estos.**
- **Asimismo, de manera más evidente las condiciones financieras podrían volverse más desfavorables de deteriorarse adicionalmente el escenario internacional.** De hecho, en marzo, en el punto más álgido de las tensiones de mercado, las condiciones financieras de la región se ajustaron significativamente hacia terreno restrictivo, principalmente por el lado de la expansión de los spreads, significando estrechamientos mayores que los de países desarrollados, como es la respuesta histórica típica.
- Finalmente, **el punto de partida de las posiciones externas no es el más favorable para algunos países de la región**, por lo que riesgos de liquidez de moneda extranjera, que podrían exacerbarse, en un ambiente financiero internacional con mayor incertidumbre, afectarían de mayor manera. **Al mismo tiempo que los tipos de cambio reales de la región se han apreciado importantemente en los últimos meses**, cerrando por completo las brechas versus los promedios históricos que se mantuvieron durante los últimos dos años.

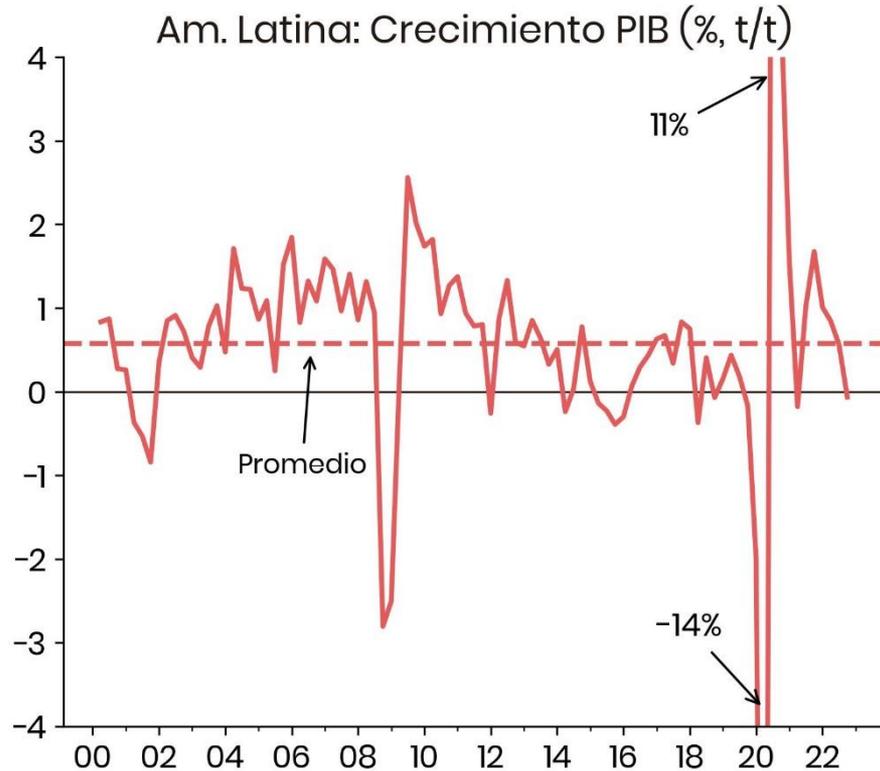
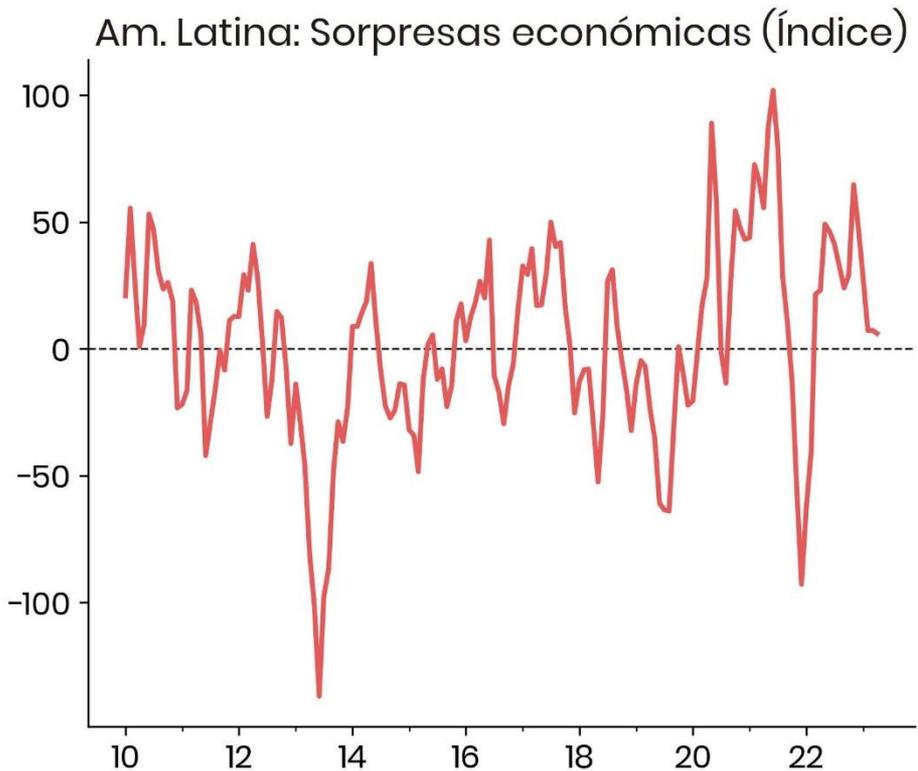
Aunque se mantiene abierta la puerta para un relajamiento de las condiciones monetarias a partir de la mitad del año.

- En este contexto, la inflación ha mantenido comportamientos dispares. En Brasil, Chile y México, la inflación total ha continuado moderándose, dinámica menos evidente en Colombia y Perú. **A nivel de la inflación subyacente, no obstante, el panorama es menos auspicioso a nivel general por el momento.**
- **Con todo, la desaceleración interna mayor que se anticipa, y la resolución de los factores a nivel de las cadenas de suministro globales debiesen llevar una moderación de la inflación que continúa y gana fuerza en la segunda mitad del año.** Por el lado del mercado, las expectativas de largo plazo siguen significativamente desancladas en el caso de Colombia y México. En Chile y Brasil si bien se han moderado siguen bien por sobre los objetivos.
- **En este escenario, los bancos centrales han mantenido un comportamiento dispar pero que a nivel general se mantiene con un sesgo agresivo, donde el mensaje apunta a asegurar el control de la inflación,** a pesar de los shocks externos adicionales. México y Colombia han seguido realizando aumentos y en las últimas reuniones no se cerró la puerta a movimientos adicionales. En el caso de Perú, este se sumó a Brasil y Chile y se ha mantenido en pausa desde febrero. Con todo, el nivel de restricción monetaria ya se encuentra significativamente elevado en todas las economías, con tasas reales que se encuentran muy por sobre la tasa neutral. En este sentido, México y Colombia alcanzarían el techo de la política monetaria en los próximos meses. Por su parte, Brasil y Chile podrían comenzar los recortes de tasa alrededor del inicio del tercer trimestre, de confirmarse el escenario de menor inflación que mantenemos en nuestro escenario base.

La situación de los bancos en los países de América Latina carece en gran medida de los elementos que llevaron a la quiebra a los bancos en EE. UU. La región posee en general una industria más clásica, con una fuente diversificada de financiamiento y las colocaciones son la principal actividad de la banca. En general, la regulación es más estricta y pareja para todos los actores.



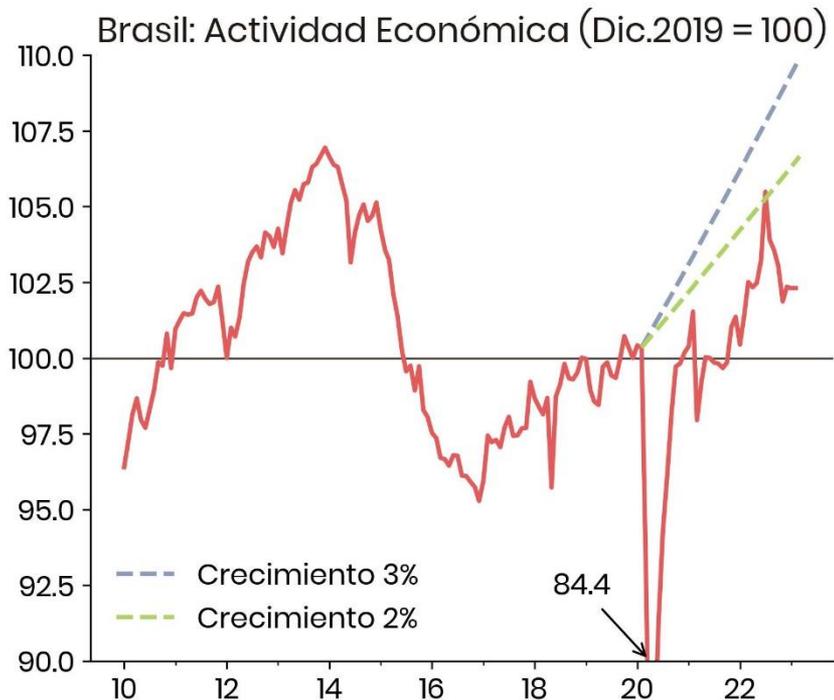
Las sorpresas económicas de la región fueron volviéndose menos positivas a partir de fines del año pasado, con un crecimiento que se desaceleró significativamente durante el último trimestre del 2022, explicado por el efecto restrictivo de la política monetaria y shocks idiosincráticos.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

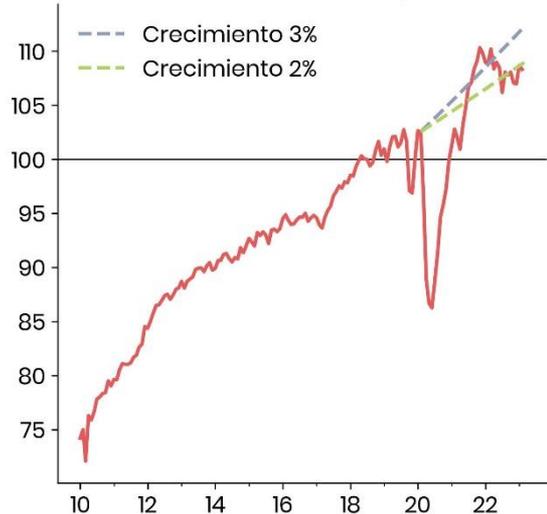
* Promedio ponderado por tamaño del PIB del crecimiento de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

En Brasil la economía entró en una fase de desaceleración evidente a partir de la segunda mitad del 2022, en donde solo en los últimos meses se ha visto una estabilización. México ha logrado mantener los niveles de actividad alcanzados en la primera parte del año pasado.

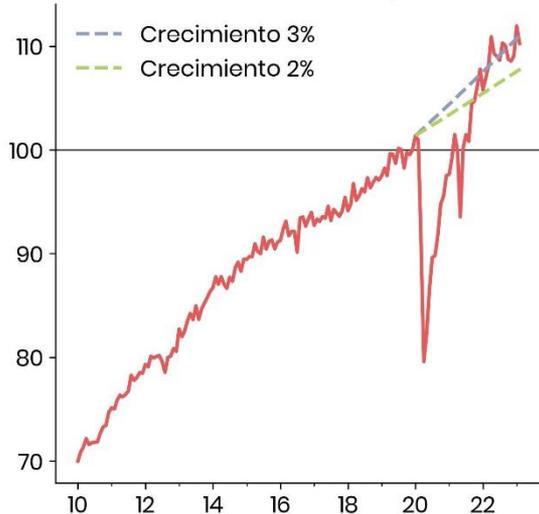


En Perú la incertidumbre política se sumó al ajuste restrictivo de la política monetaria y se han visto caídas significativas en los últimos meses. En Chile los últimos meses mostraron una estabilización después de la desaceleración de la segunda parte del 2022. Colombia por su parte es quien más resiliencia ha seguido mostrando.

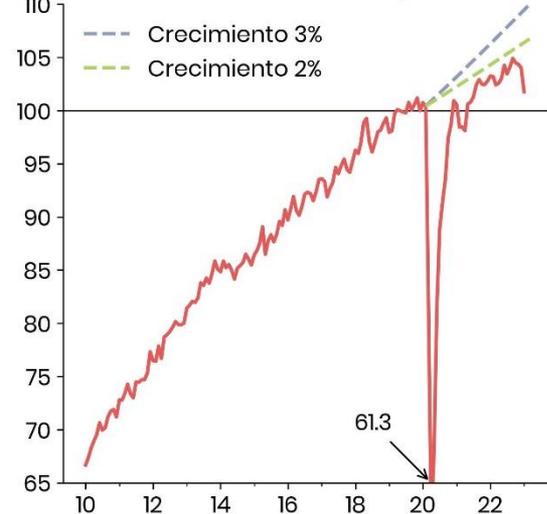
Chile: Actividad Económica (Dic.2019 = 100)



Colombia: Act. Económica (Dic.2019 = 100)

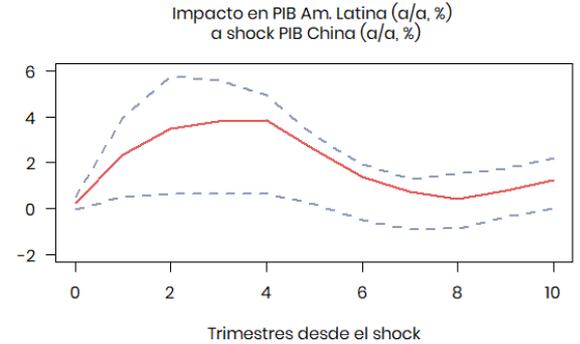
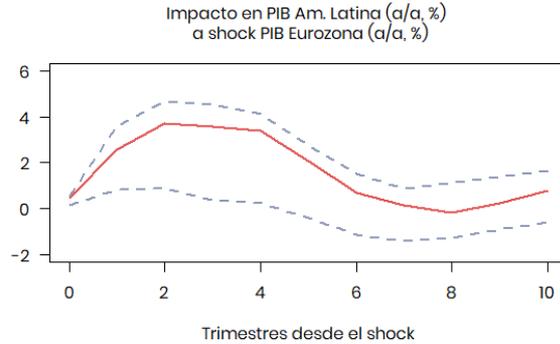
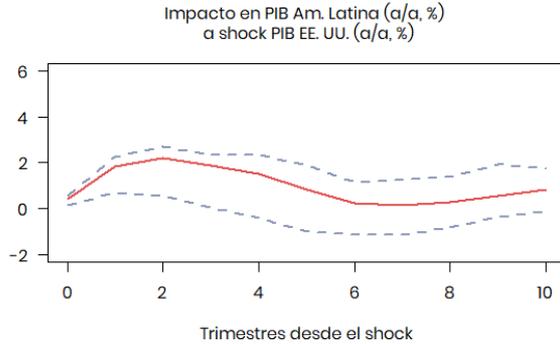


Perú: Actividad Económica (Dic.2019 = 100)



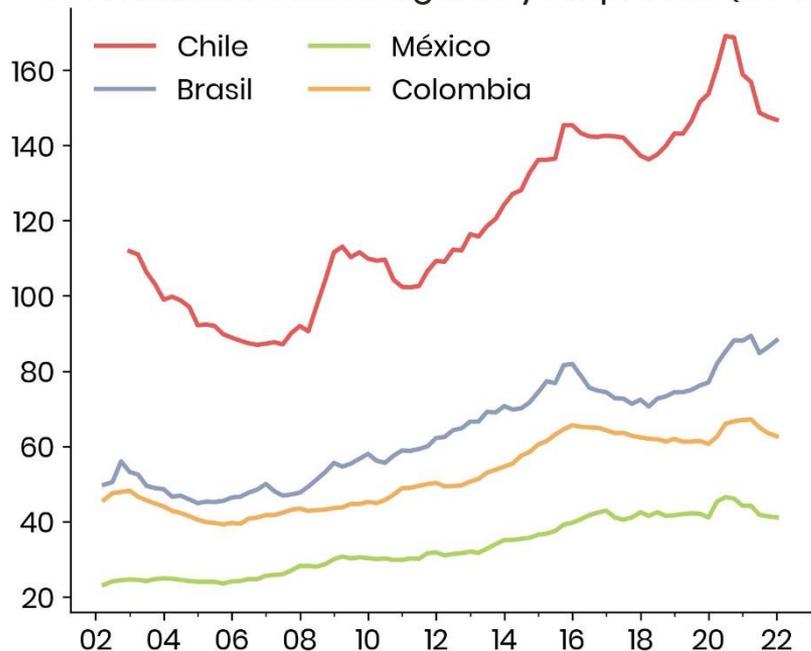
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Un empeoramiento en el crecimiento mundial se puede propagar fácilmente a la región, que está altamente expuesta al ciclo externo. Los ajustes al crecimiento de las principales economías se traducen en ajustes para América Latina que son mayores cuando se dan de la mano con ajustes a China.

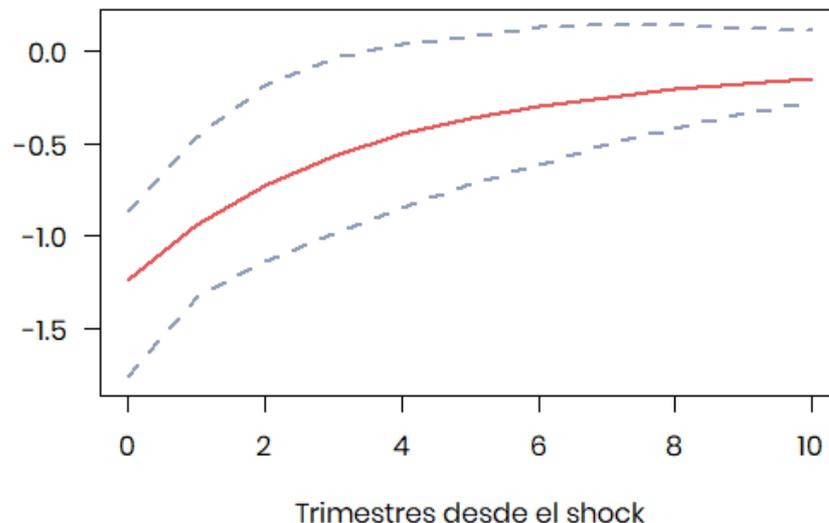


Los ciclos de crédito de las economías se deteriorarían más rápidamente en lo que resta del año, donde el shock externo viene a afectar adicionalmente la demanda de crédito en economías con condiciones monetarias altamente restrictivas.

Am. Latina: Deuda Hogares y Empresas (% PIB)



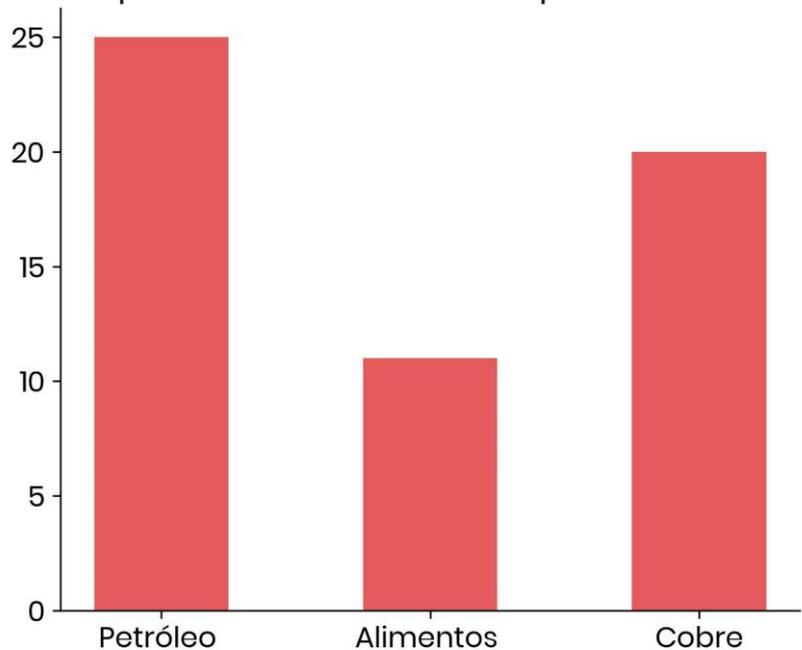
Chile: Impacto en Deuda Hogares y Empresas (a/a, %) a shock Cond. Bancarias EE. UU (Índice)



* El shock corresponde a un movimiento de 9 puntos en las condiciones bancarias de EE. UU.

El crecimiento de las principales economías será clave para el precio de las materias primas, y por esa vía afectar el crecimiento de los países de América Latina (shock términos de intercambio).

Efecto Acumulado en Commodities (a/a, %)
+100 pb en Crecimiento Principales Economías

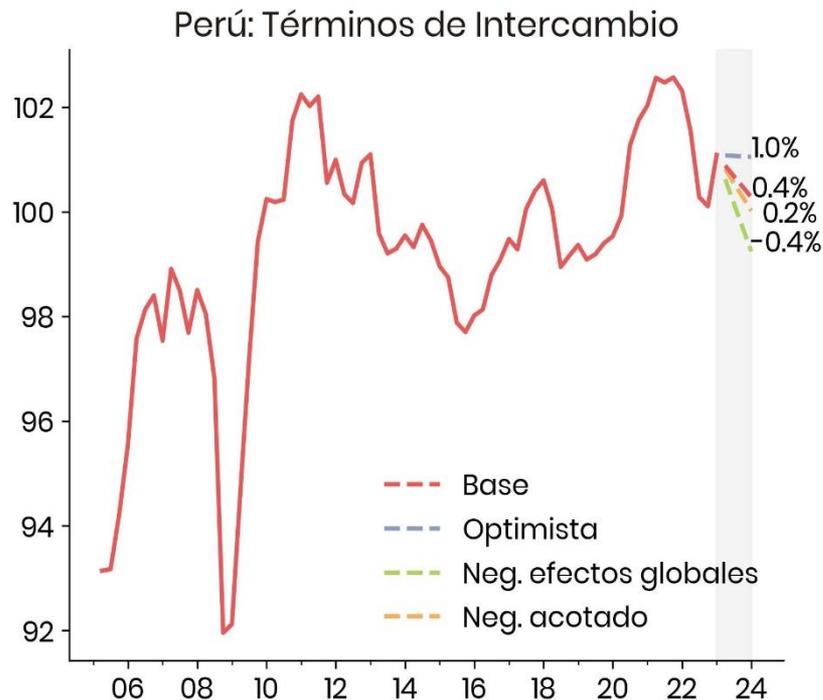
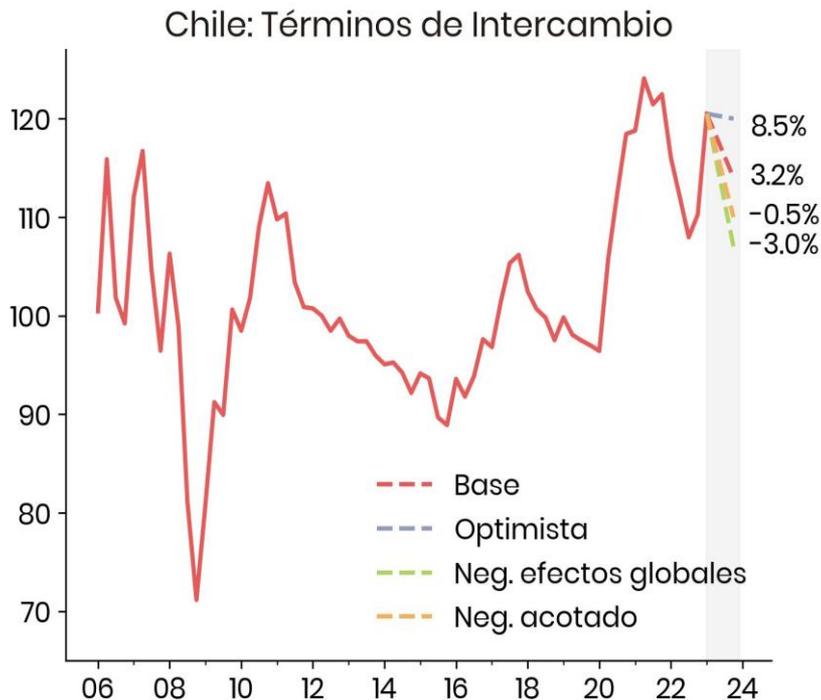


Escenarios 2023 (e.)	Alimentos (CRB index)	Petróleo (USD/barril)	Cobre (USD/libra)
Base	435	76	3.8
Optimista	448	81	4.0
Negativo con efectos globales	415	69	3.4
Negativo acotado	428	74	3.6

*Escenario optimista proyecta un crecimiento de 1.1 en EE.UU, 0.5 Eurozona y 5.5 China

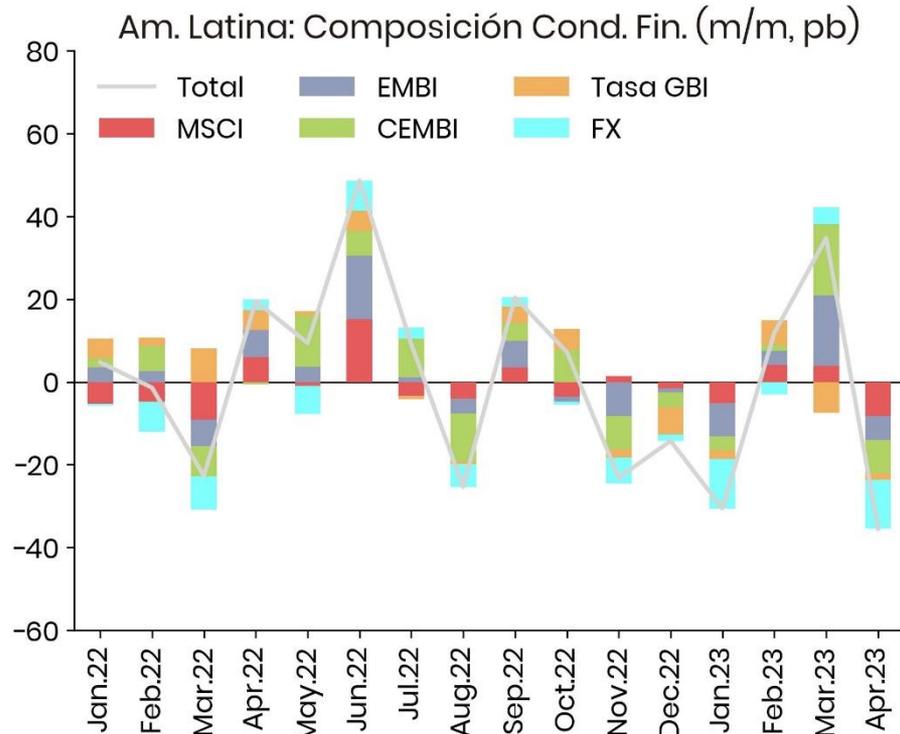
*Escenarios negativo considera un crecimiento de 0.8 en EE.UU, y nulo en la Eurozona,. Para el caso de China, al considerar efectos globales el crecimiento proyectado es un 4%, y con efectos acotados el crecimiento es un 5%.

En particular, para el caso de Chile y Perú lo que marcará la pauta en sus términos de intercambio sería principalmente el precio del cobre, donde veríamos un deterioro en los escenarios más negativos.



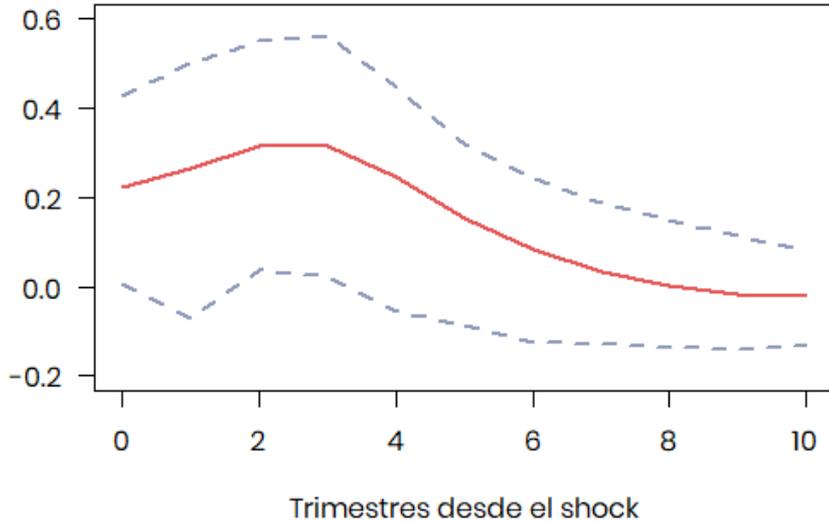
*Variación anual

Un escenario de estrés mayor en los países desarrollados se traduciría rápidamente en condiciones financieras menos propicias. En marzo las condiciones se movieron ampliamente hacia terreno restrictivo principalmente por el aumento de los spreads y depreciación de las monedas, movimientos que se han revertido parcialmente en abril con la relajación de los mercados.

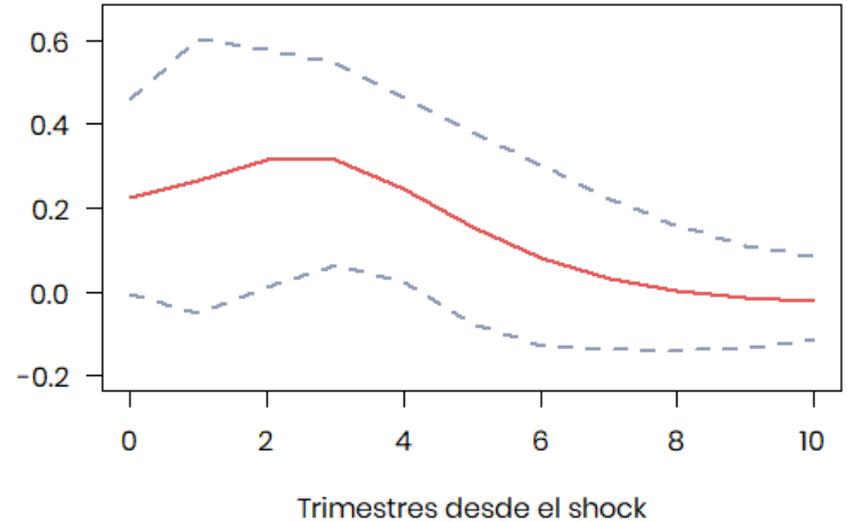


El ajuste de las condiciones crediticias en EE. UU. impacta las condiciones financieras de emergentes hasta 4 trimestres después de llevado a cabo el shock, con un impacto que comienza a disiparse de ahí en adelante.

Impacto en FCI Am. Latina (a/a, %) a shock Cond. Bancarias EE. UU. (índice)

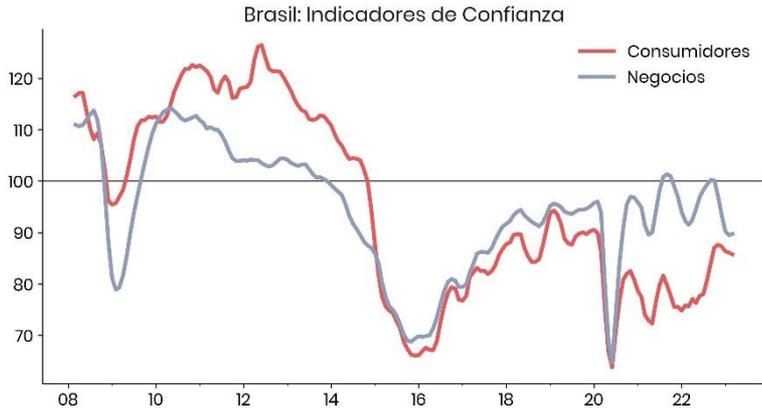


Impacto en FCI EM (a/a, %) a shock Cond. Bancarias EE. UU. (índice)



* El shock corresponde a un movimiento de 10 puntos en las condiciones bancarias de EE. UU.

En la mayoría de los países la confianza de consumidores y negocios se ha mantenido en terreno negativo, mejorando levemente en el caso de Chile en lo último.

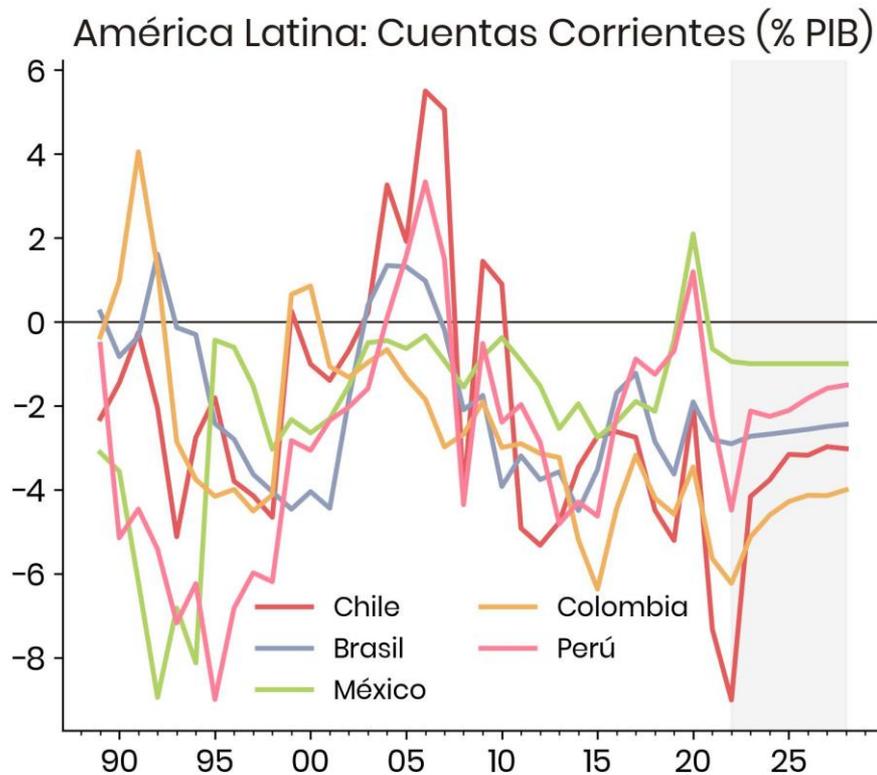


* Series graficadas como el promedio móvil trimestral. En Chile las líneas punteadas representan el promedio de los índices para esa ventana de tiempo. En México, la confianza se encuentra en niveles promedios en el caso de los negocios (52 p.) y por sobre los promedios para los consumidores (45 p.).

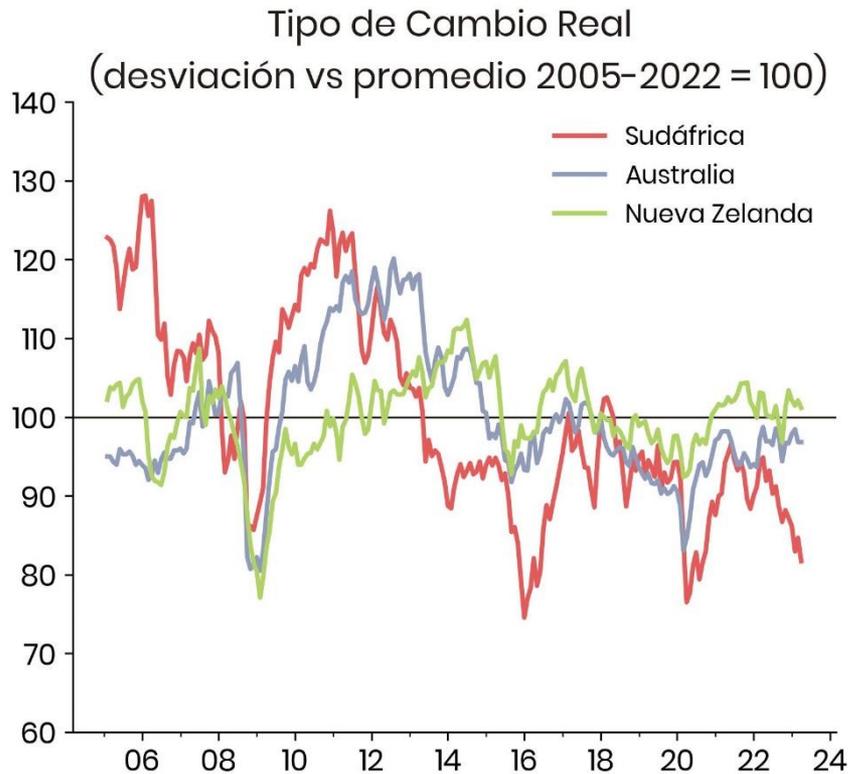
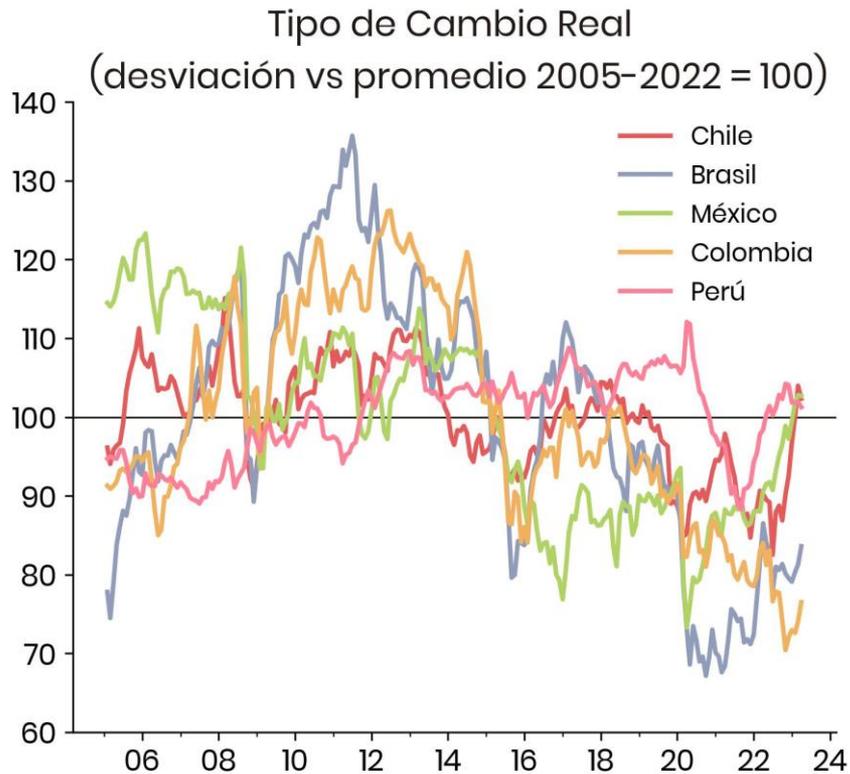
Los mayores riesgos de cola ante el estrés bancario y el impacto que esto tendría en el ciclo de crédito de las economías externas e internas compensan las sorpresas positivas que vinieron por el lado externo en la primera parte del año, lo que resulta en proyecciones para el crecimiento de 2023 que sufren leves ajustes versus lo proyectado a principio de año.

PIB (var % a/a)	2021	2022 (e.)	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	9.2	5.2	-2.0	0.5
Brasil	4.7	2.9	1.0	2.0
Chile	12.0	2.4	0.0	1.5
Colombia	9.5	7.5	1.5	2.5
México	5.3	3.1	1.5	2.0
Perú	12.9	2.7	2.0	2.5
Am. Latina	6.7	3.6	0.8	1.9

La debilitada posición actual de las cuentas corrientes en algunos países de la región causa preocupación respecto al ajuste que se debería llevar a cabo en la demanda interna en caso de un deterioro mayor del crédito internacional.

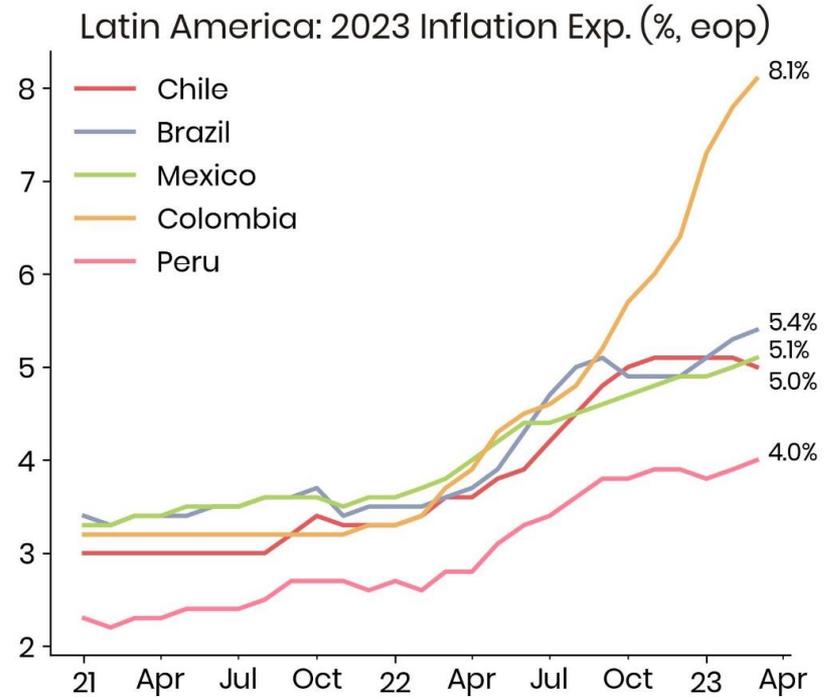
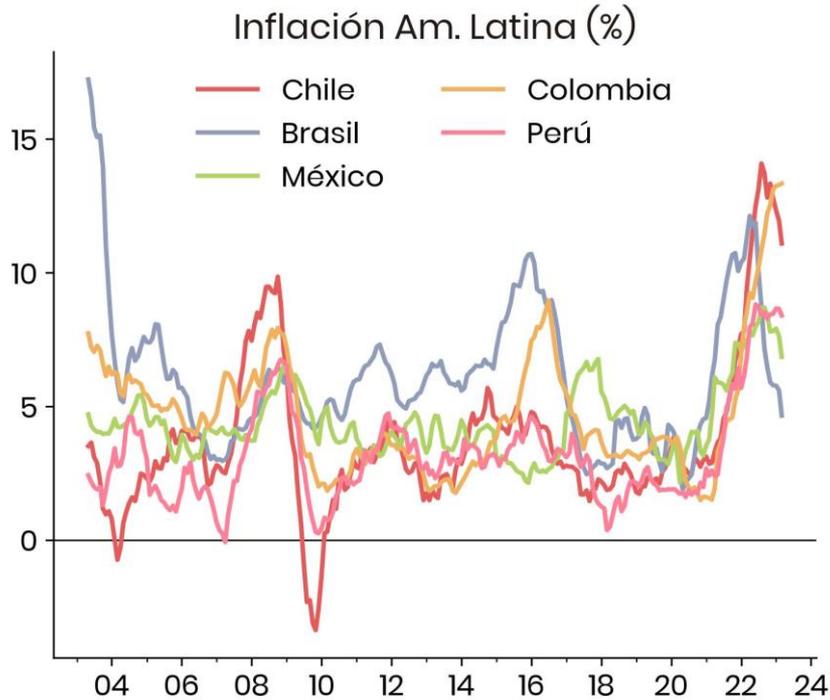


Los tipos de cambio reales se han recuperado significativamente en Chile, México, para llegar, a niveles por sobre sus promedios (igualando a Perú que venía así desde fines del 2022). Brasil y Colombia, si bien han mostrado una recuperación en lo último, mantienen niveles de castigo versus la historia aún relevantes, dando cuenta que los factores idiosincráticos juegan un rol relevante.



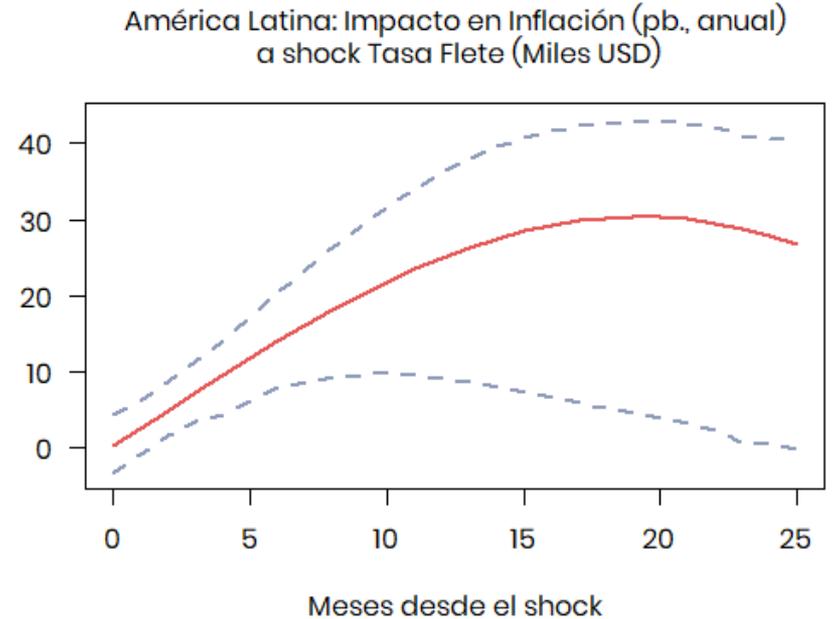
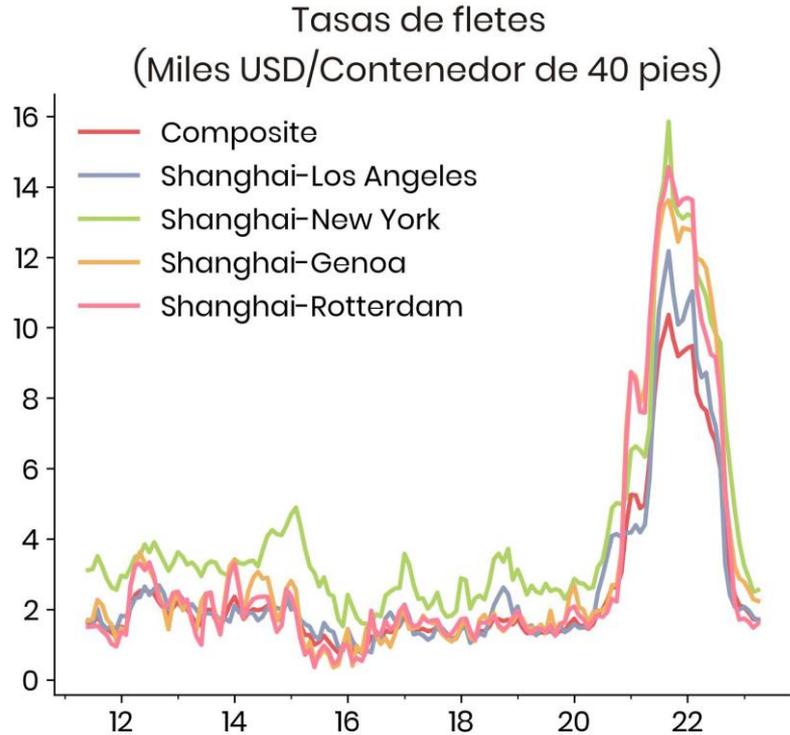
Fuente: BIS, Bloomberg y Estudios Security.

La inflación *headline* ha continuado moderándose significativamente en Brasil, con algo más de fuerza en Chile y México y de manera incipiente en el caso de Perú y Colombia. No obstante, las expectativas siguen apuntando a tasas de inflación que se mantienen muy elevadas a fines del 2023.



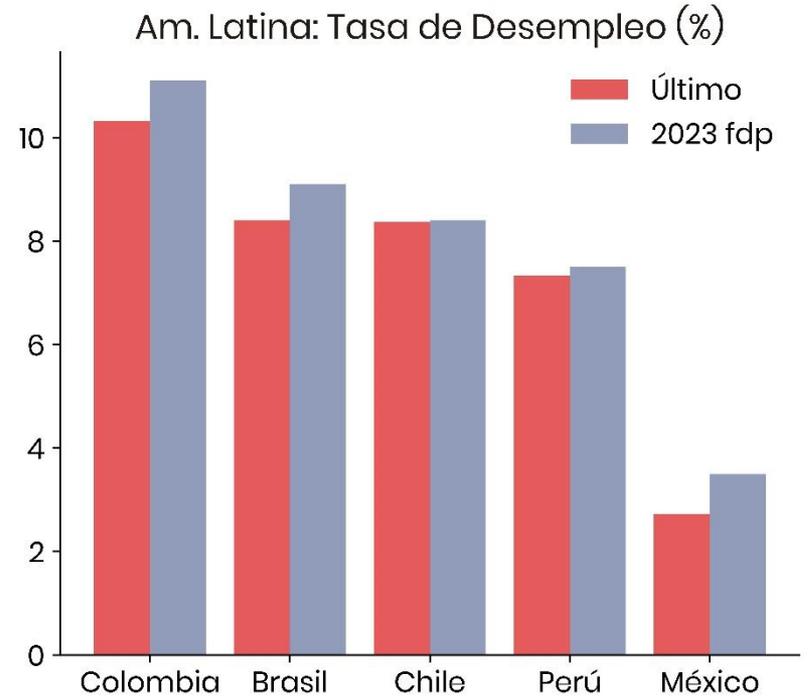
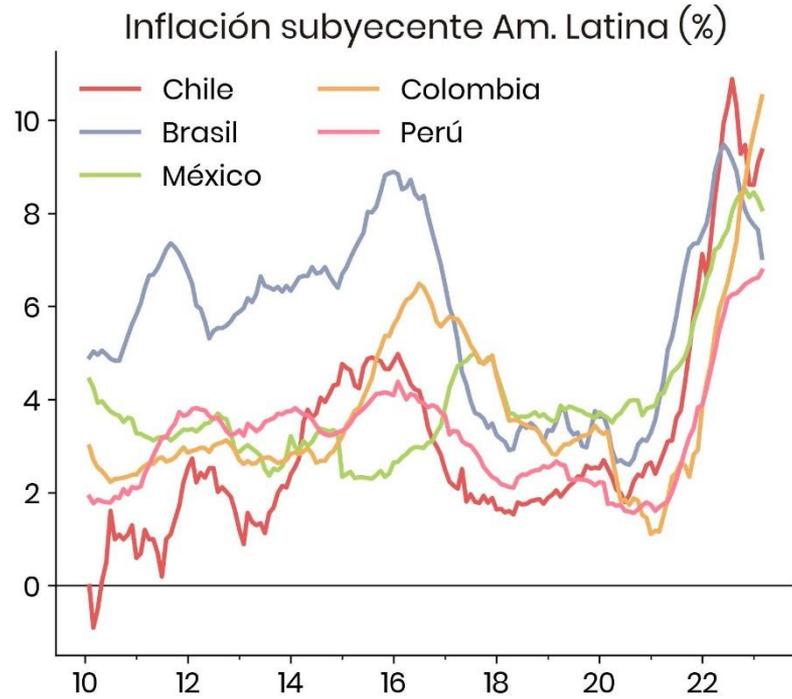
Fuente: Bloomberg, FocusEconomics y Estudios Security.

La normalización de las cadenas de suministro globales ha apoyado significativamente la moderación en los precios de la energía y materias primas. Esto seguirá contribuyendo a moderar la inflación. El impacto que esto tiene en la inflación de la región tarda casi dos años en disiparse.



* El shock corresponde a un aumento de aproximadamente 1000 USD en la tasa de fletes.

No obstante, la preocupación de los bancos centrales sigue siendo la dinámica de la inflación subyacente, donde los riesgos de un desanclaje que podría extenderse por más tiempo siguen altos. Con todo, la inflación menos volátil debiese seguir respondiendo a la menor demanda interna anticipada, el deterioro de los mercados del trabajo y el escenario externo más desacelerado.

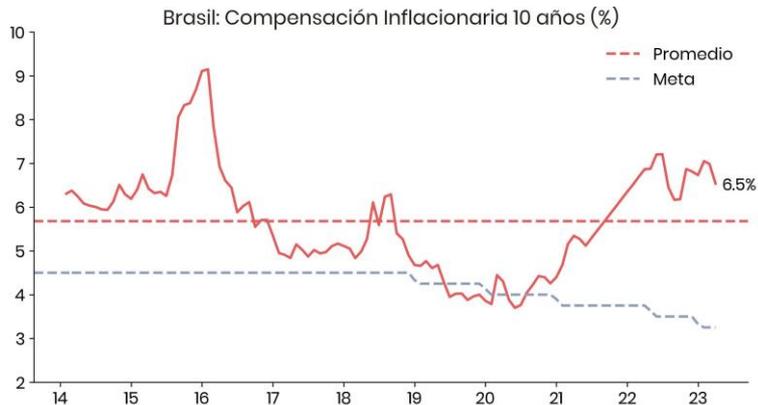


Fuente: Bloomberg, FocusEconomics y Estudios Security.

Seguimos anticipando una inflación que se modera significativamente durante el 2023 pero que cerraría el año en niveles todavía por sobre los objetivos.

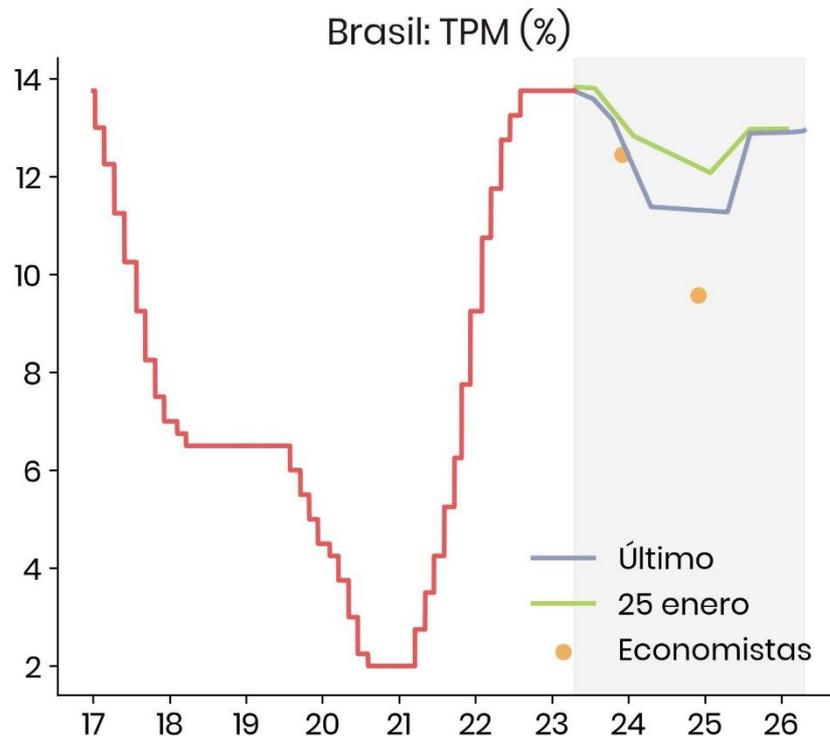
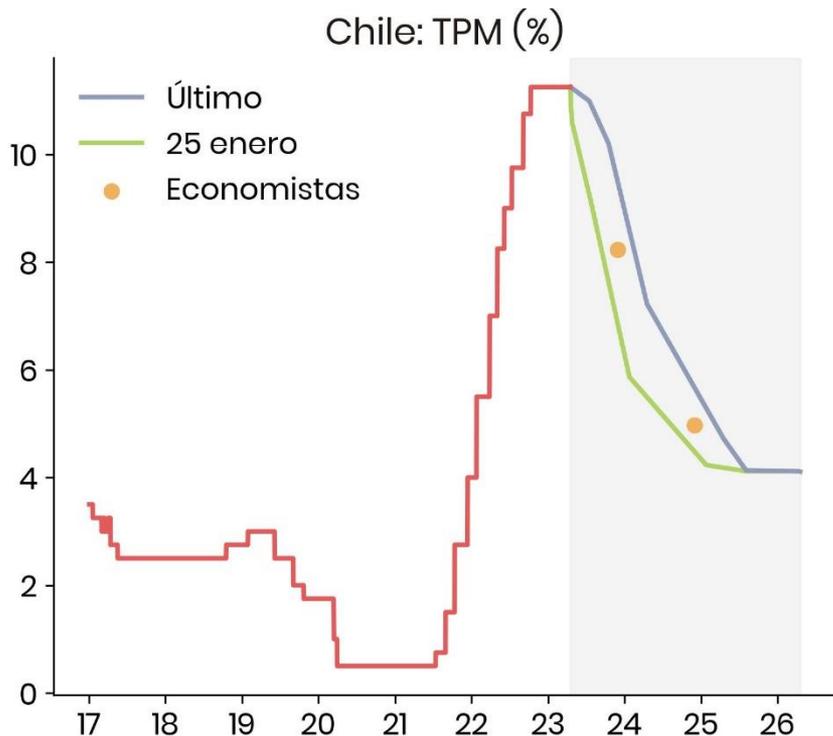
IPC (var %, fin de período)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	51	95	110	90
Brasil	10.1	5.8	5.5	4.0
Chile	7.2	12.8	4.5	3.0
Colombia	5.6	13.1	9.0	4.5
México	7.4	7.8	4.8	4.0
Perú	6.4	8.5	3.5	2.8

Las expectativas de inflación de mercado a largo plazo se encuentran por encima de la meta, aunque la mayoría de ellas muestran una tendencia decreciente. El grado de disminución de estas expectativas será un factor relevante en el ciclo de política monetaria.

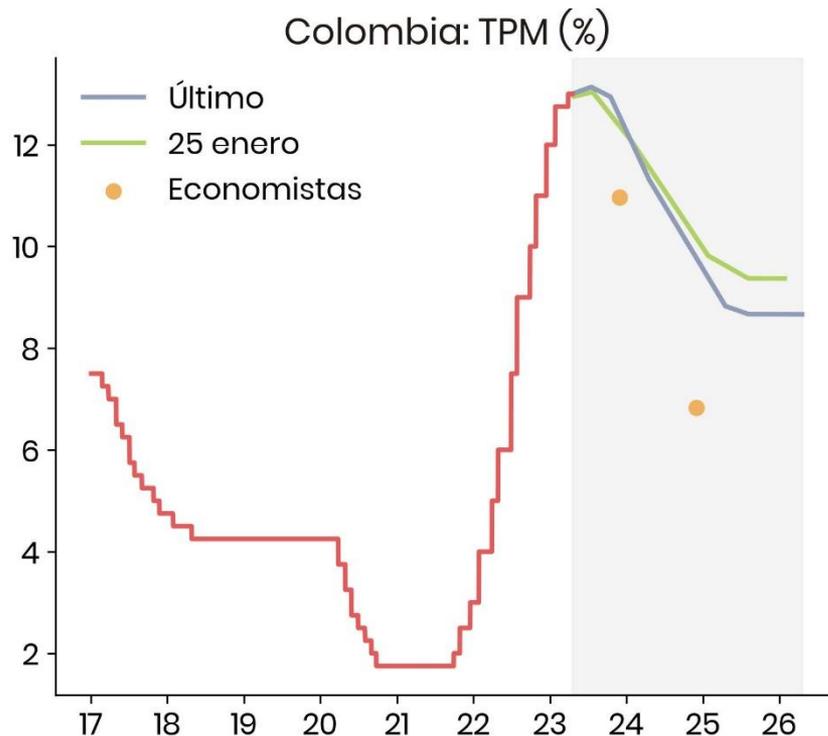
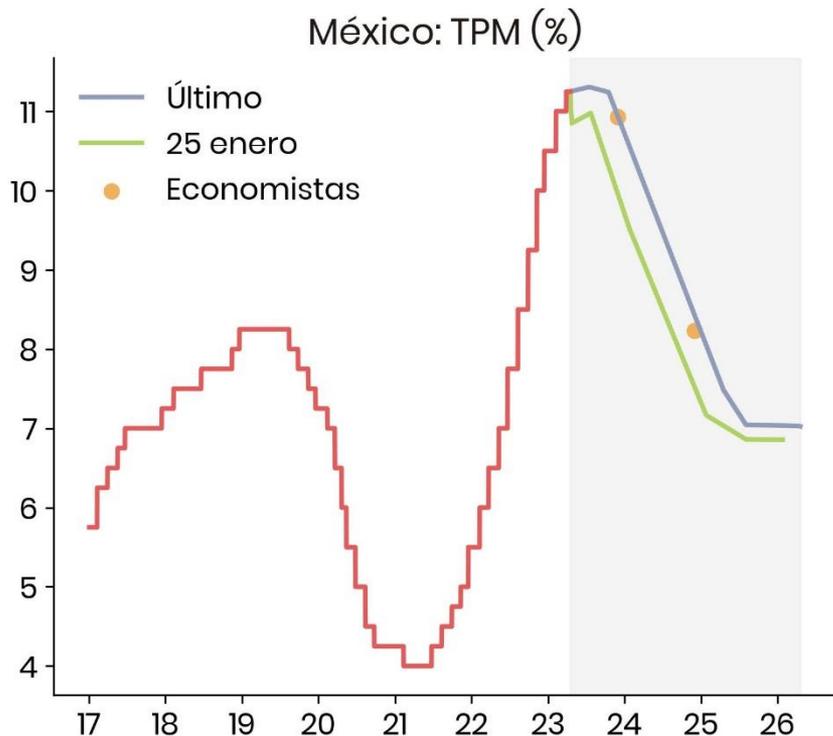


Fuente: Bloomberg, Risk America, Banxico, BanRep y Estudios Security.

En general las perspectivas de la política monetaria se han ajustado levemente en el último trimestre, retrasando algunos meses el inicio de los recortes de tasas, ante las señales de los bancos centrales de un manejo de riesgos bien estricto (1/2).



En general las perspectivas de la política monetaria se han ajustado levemente en el último trimestre, retrasando algunos meses el inicio de los recortes de tasas, ante las señales de los bancos centrales de un manejo de riesgos bien estricto (2/2).



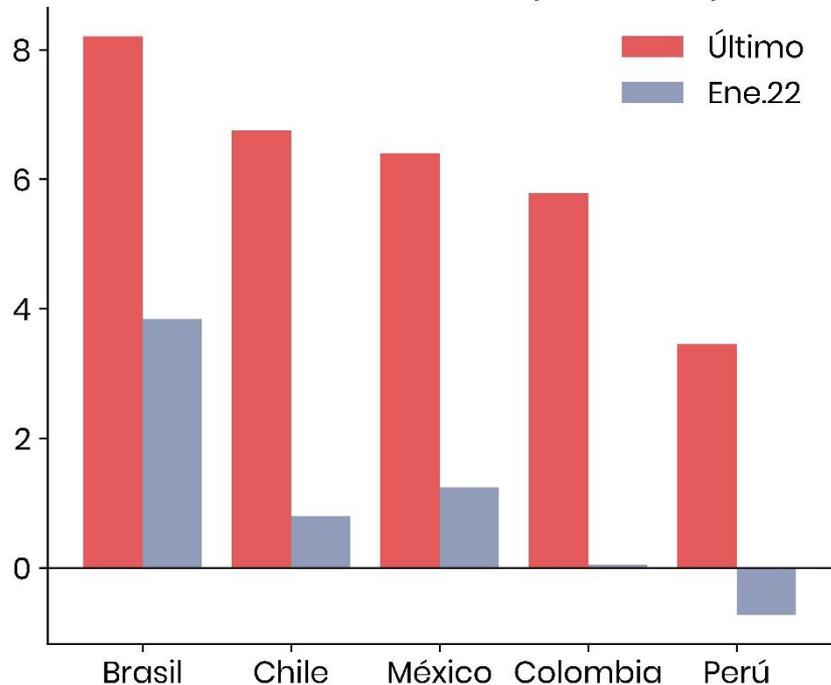
Todos los países alcanzaron el techo de la política monetaria, con México y Colombia más recientemente. En el caso de Chile y Brasil los recortes de tasas comenzarían a mediados de este año.

TPM (% , cierre)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina*	38	75	82	70
Brasil	9.25	13.75	12.5	9.0
Chile	4.0	11.25	7.5	4.5
Colombia	3.0	12.0	11.5	7.0
México	5.50	10.5	11.0	8.0
Perú	2.5	7.5	6.0	4.5

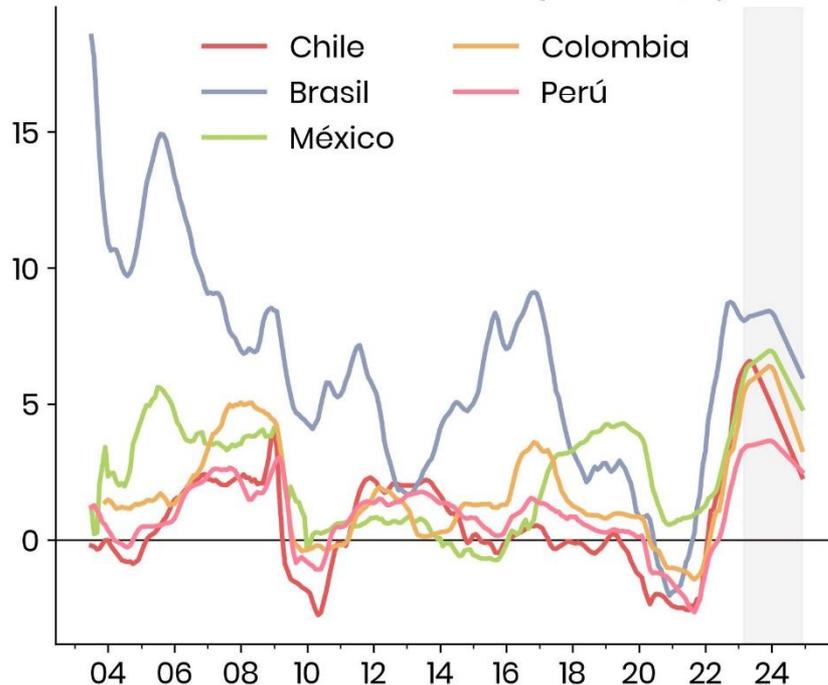
* El 26 de septiembre de 2018 el Banco Central argentino cambió su marco de política a uno que utiliza la base monetaria en lugar de las tasas como

Las tasas reales siguen muy altas en perspectiva histórica, y se anticipa que terminen el año en niveles que se mantienen elevados, incorporando primas inflacionarias mayores en las tasas de política monetaria, ante casi dos años de inflaciones extremadamente altas. El ajuste hacia niveles más normales se daría durante 2024.

Am. Latina: TPM Real (ex ante, %)

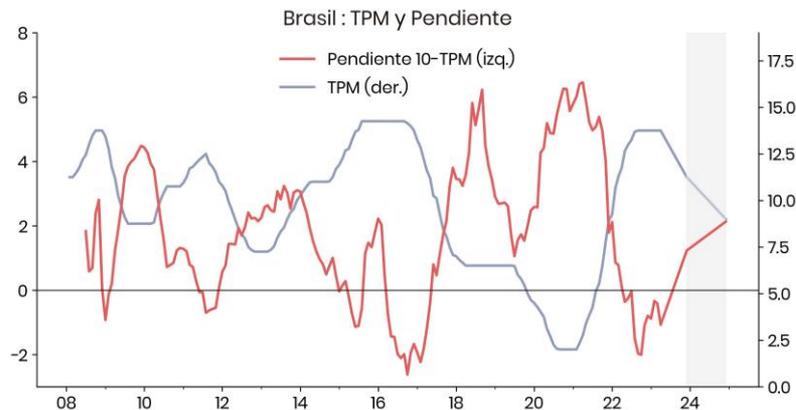
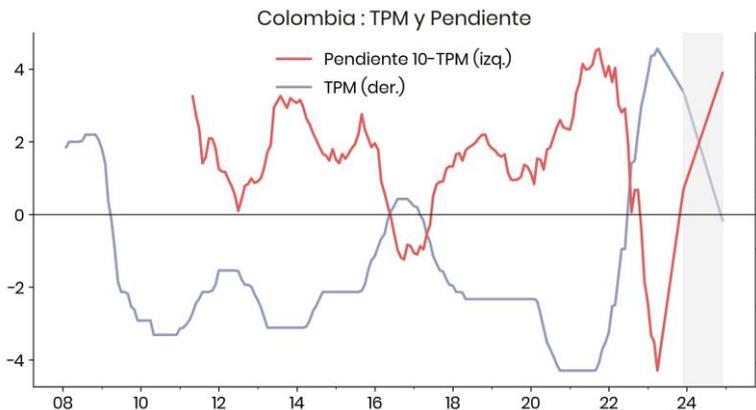
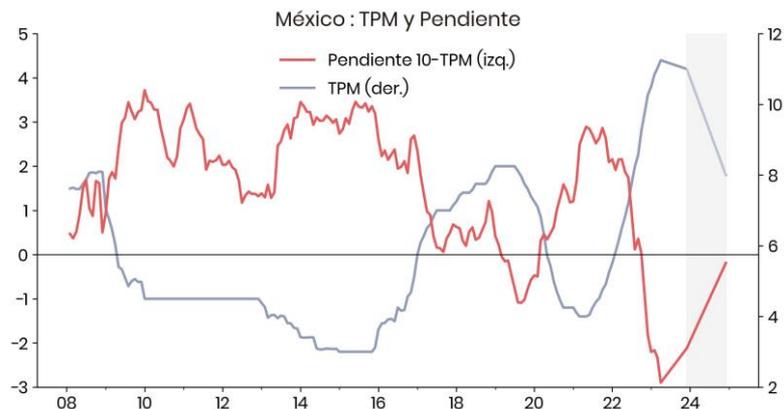


Am. Latina: TPM Real (ex ante, %)



* Tasas de política graficadas como promedio móvil trimestral.

A medida que los recortes comienzan a materializarse, es probable que las pendientes de las curvas aumenten en la mayoría de los países de la región, hasta normalizarse completamente hacia 2024.

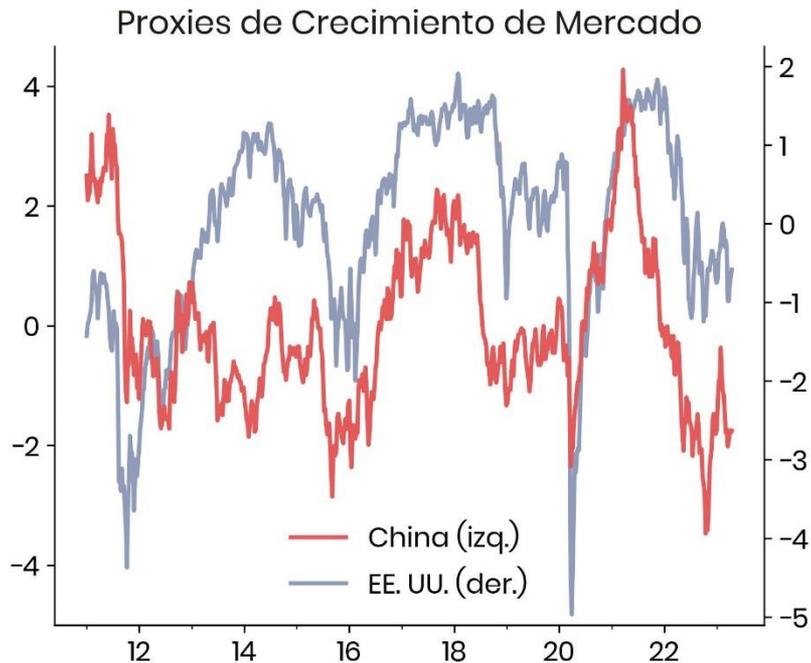


Fuente: Bloomberg, BCCh, Banxico, Banrep, BCB, BCRP y Estudios Security.

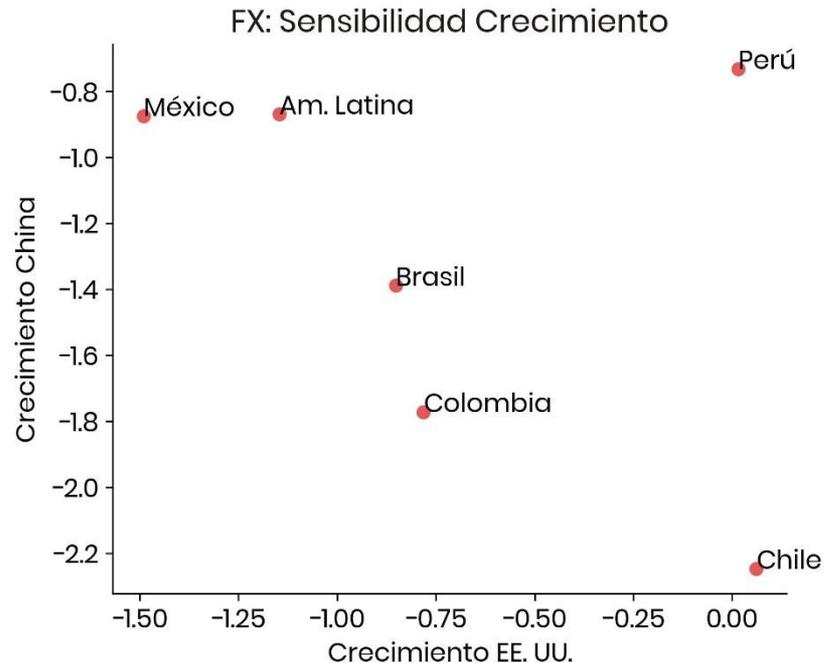
Más allá del impulso de corto plazo por las noticias favorables desde China y las perspectivas de un relajamiento de la política monetaria en EE. UU., el apetito por riesgo global estará determinado por la magnitud de la desaceleración anticipada, donde los riesgos están sesgados a la baja.

- El desempeño de los activos de la región en el primer trimestre del año fue positivo, apoyado por las **sorpresas económicas favorables en los primeros meses y posteriormente por un apetito por riesgo que se ha mantenido resiliente ante los ajustes en las expectativas de política monetaria de EE. UU. y que ha permitido tener un desempeño más desfavorable del dólar a nivel global**. El buen momento de China también ha jugado un rol significativo en mantener el apetito por los activos emergentes.
- Hacia adelante, **el desempeño de los activos de América Latina enfrentaría corrientes divergentes de acuerdo con cómo se vaya dando el motor del crecimiento mundial**. Evidentemente las sorpresas positivas por el lado de China y la mayor recuperación que se anticipa en el corto plazo podrían mantener fortalecido el desempeño de las materias primas y con ello los activos de los países exportadores. Esto es más evidente en el caso de las monedas, donde la sensibilidad de las monedas de Chile, Colombia y Brasil es de las mayores de la región, e incluso mayor al comparar con otras regiones emergentes.
- Por otra parte, los shocks al crecimiento en EE. UU. afectan de mayor manera dentro de la región a los activos de México, tanto en FX, Bolsas y Spreads. **No obstante, en el escenario de un shock mayor en EE. UU. es difícil pensar en una resiliencia de la región**, incluso en el escenario de un crecimiento relativo mayor de los países emergentes, sobre todo si el shock de desaceleración en EE. UU. se da con efectos colaterales de mayor escala. En el escenario extremo del 2008 el movimiento de los spreads y bolsas fue más negativo en los mercados emergentes y mayormente indiferenciado entre estos. Los movimientos mayores de los spreads de la región en marzo también son un recordatorio de esta situación.
- Con todo, **los riesgos para el desempeño de los activos de América Latina siguen siendo elevados, mal que mal, las probabilidades de que el mundo entre en una recesión son más elevadas. Los riesgos a la baja podrían llevar a caídas mayores de los precios de las materias primas. Asimismo, es elevado el riesgo de reversiones en el apetito por riesgo**, que se ha mantenido resiliente en lo último, a pesar del estrechamiento anticipado en el crédito global.

Dentro de la región, las monedas más expuestas al crecimiento de China corresponden a Chile, Colombia y Brasil, en línea con la relevancia de los precios de las materias primas. México por su parte responde más positivamente a las expectativas de crecimiento en EE. UU.

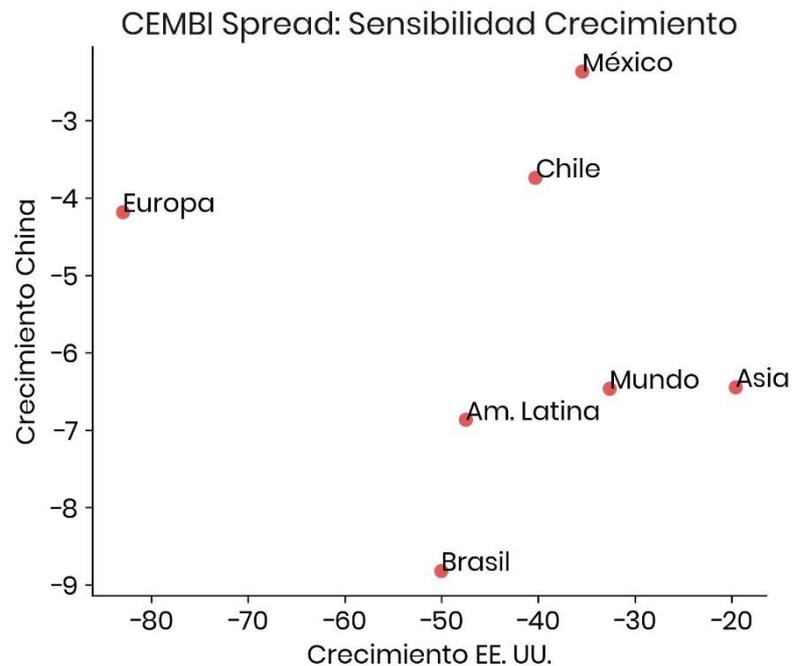
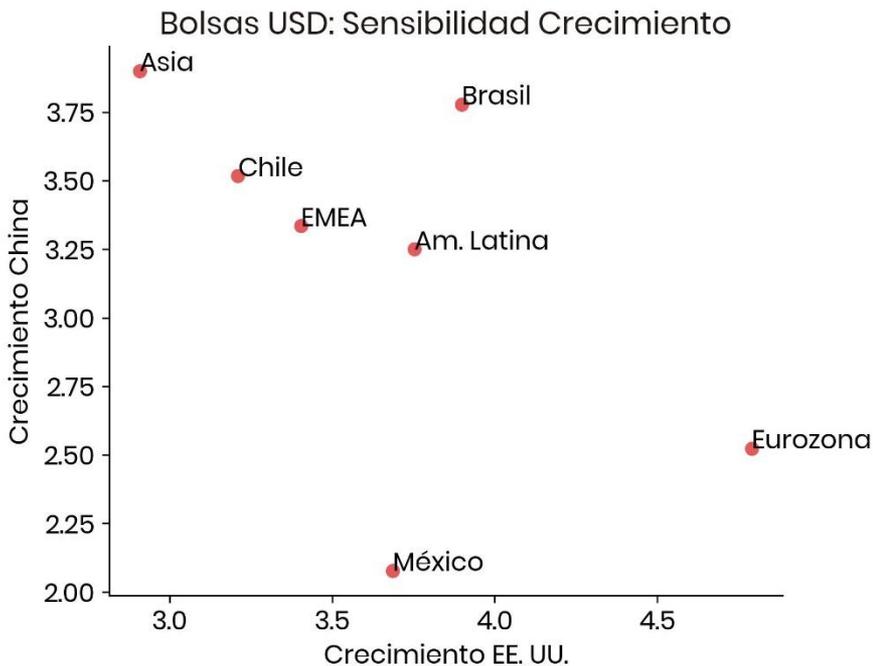


* Proxies corresponden al primer componente principal de una serie de activos relacionados con cada economía.



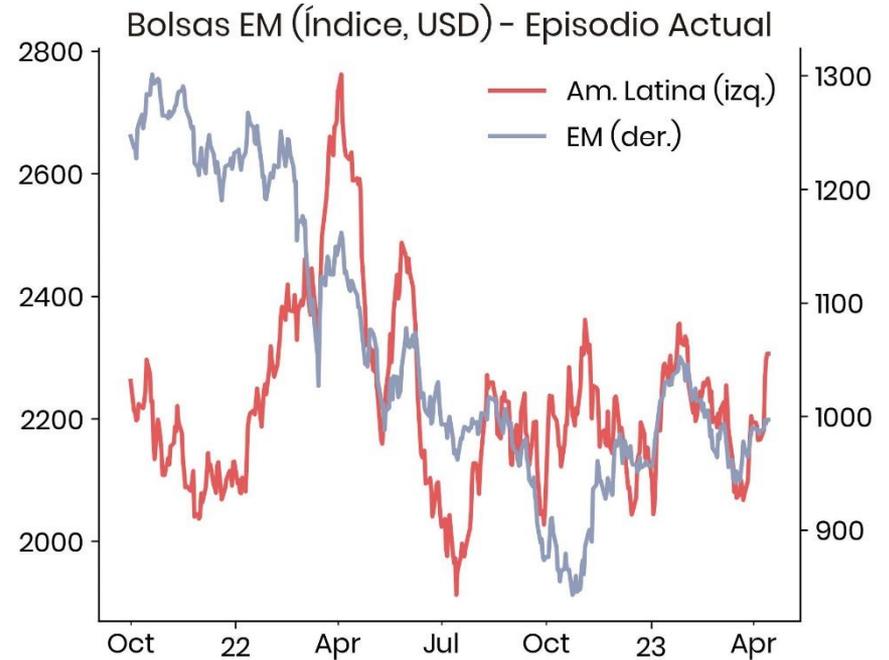
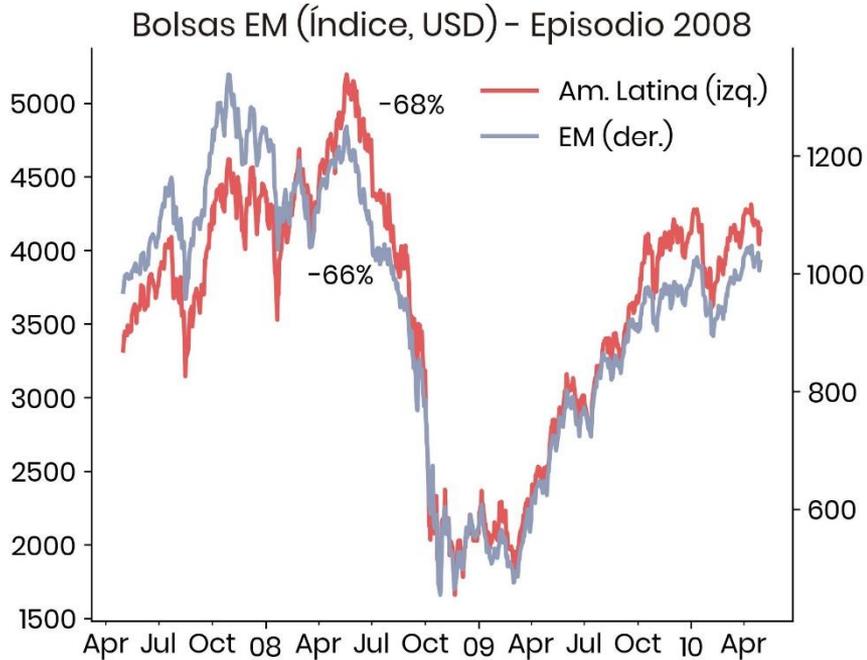
* Sensibilidad calculada como el beta del retorno mensual de cada moneda a proxies de mercado del crecimiento de China y EE. UU., en un modelo que además controla por precio del petróleo y tasas.

Por el lado de las bolsas, coherentemente, la mayor sensibilidad a China se encuentra en Asia Emergente. Dentro de América Latina Chile y Brasil son las bolsas con un beta superior. La mayor sensibilidad a EE. UU. se encuentra en México o la Eurozona. En el caso de los spreads la mayor sensibilidad a China viene por el lado de Brasil y a EE. UU. por Europa.

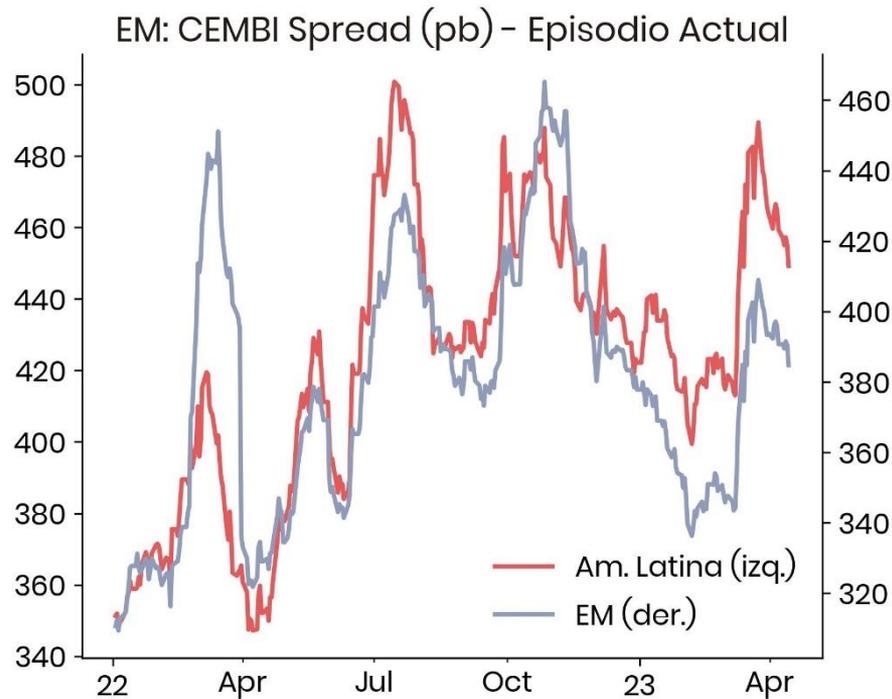
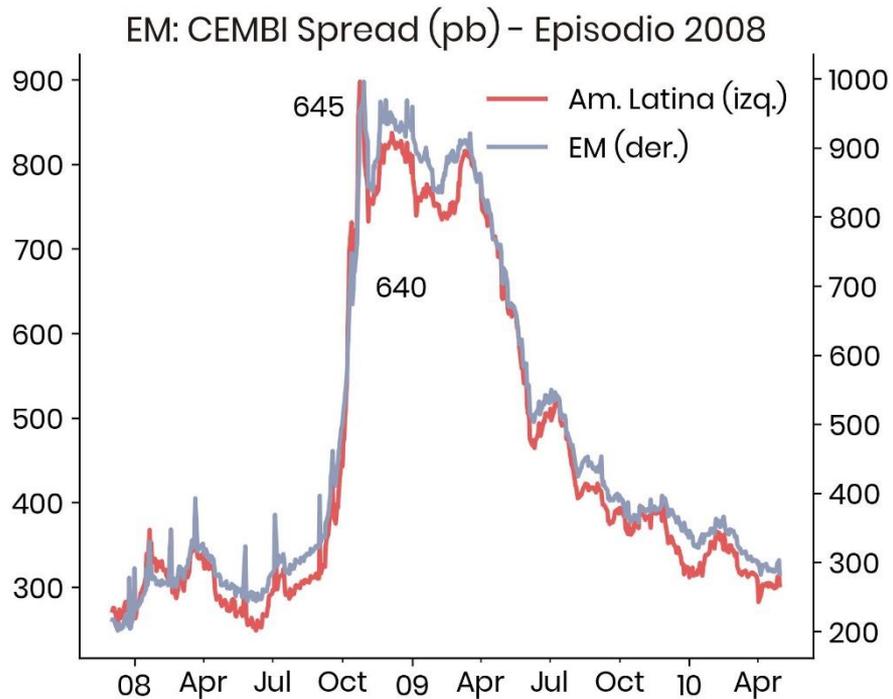


* Sensibilidad calculada como el beta del retorno mensual de cada activo a proxies de mercado del crecimiento de China y EE. UU., en un modelo que además controla por precio del petróleo y tasas.

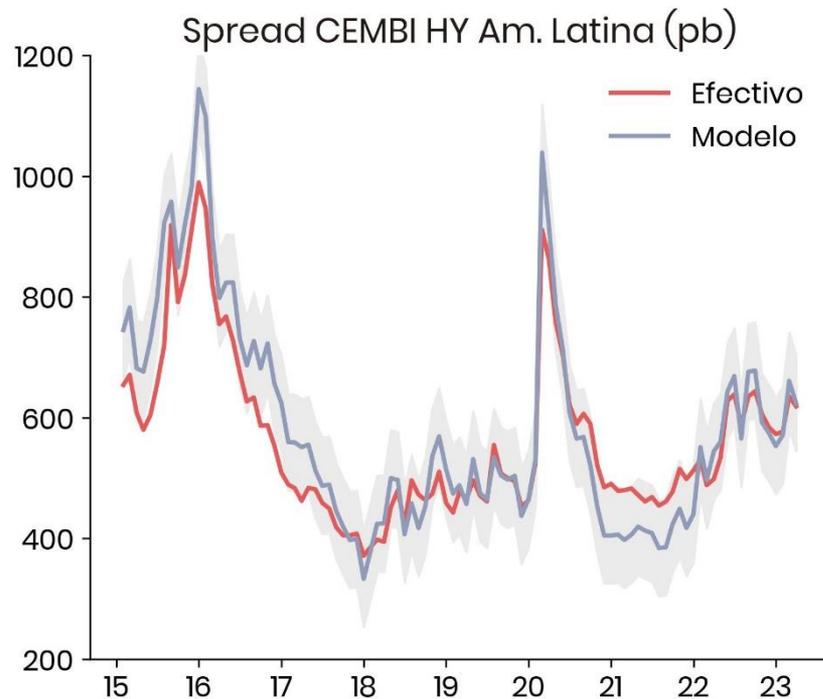
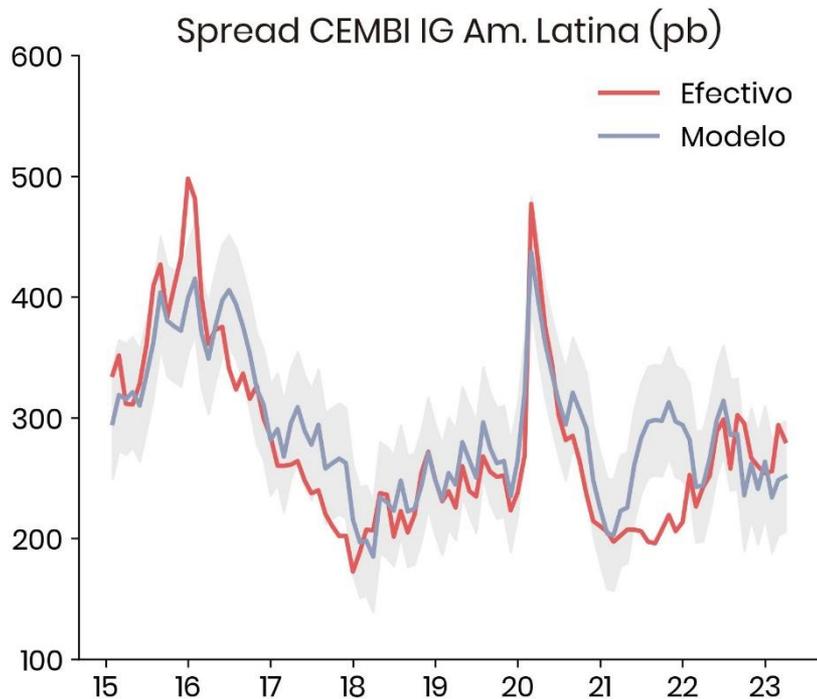
En un episodio extremo de estrés financiero el comportamiento de las bolsas emergentes es mayormente indiferenciado entre las regiones. Este tipo de riesgos no está del todo incorporado en los activos de riesgo de la región.



El movimiento de los spreads corporativos ha sido acotado en el último mes, lejos de los movimientos más extremos vistos en episodios de estrés financiero como el del 2008.



Con todo, no se encuentran divergencias significativas versus los fundamentales en los actuales niveles de spread corporativo.



El escenario macroeconómico es coherente con monedas de la región que se mantienen presionadas y se mueven hacia niveles levemente más depreciados.

Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	103	177	400	800
Brasil	5.6	5.3	5.00	5.15
Chile	850	852	825	825
Colombia	4,070	4,100	4,700	4,900
México	20.5	19.5	19.0	20.0
Perú	4.00	3.81	3.85	3.85



Latinoamérica: Mejor panorama pero con riesgos que ganan tracción

Departamento de Estudios

Abril, 2023