



# Latinoamérica: Mejores precios de materias primas compensarían escenario externo menos favorable

Departamento de Estudios

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

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

Abril, 2022

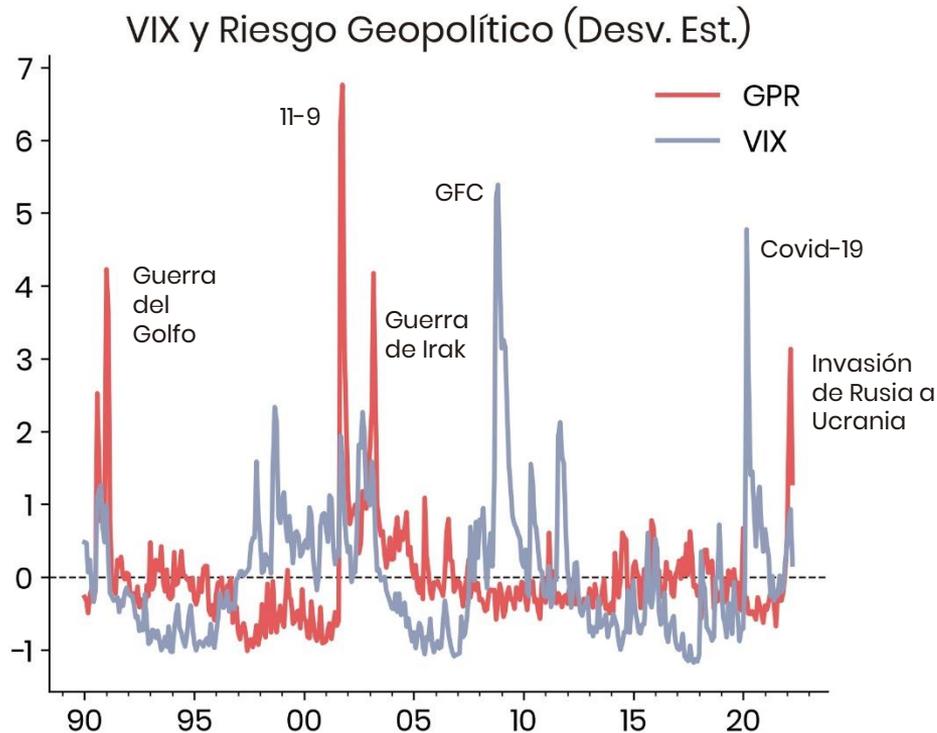
La guerra en Ucrania viene a empeorar las expectativas de crecimiento mundial y a poner más dudas respecto a una posible moderación de las presiones inflacionarias.

- **Las perspectivas para el escenario económico global se han deteriorado como consecuencia de la incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania**, la que impactaría por medio de un menor crecimiento global, precios de materias primas mayores y condiciones financieras que se ven empeoradas.
- **Los commodities ya venían presionados** anterior a la guerra, frente a una oferta contenida y una demanda robusta impulsada por la recuperación posterior a la pandemia. **La guerra ha aumentado la incertidumbre sobre la oferta futura**, dada la relevancia de Rusia y Ucrania en la producción mundial de combustibles, alimentos y fertilizantes.
- Este evento se da en un entorno donde **la inflación ha seguido aumentando**, alcanzando máximos de varias décadas en muchos países. **Con todo, las expectativas apuntan a variaciones de precios que podrían seguir aumentando en el corto plazo, frente a las renovadas presiones de precios de materias primas, cadenas de suministro globales que no han logrado reponerse del todo y niveles de estímulos que siguen elevados** en perspectiva histórica en los países desarrollados.
- Adicionalmente, **ha ido ganando espacio en la agenda los temores respecto a una ralentización del crecimiento económico mundial e incluso la posibilidad de enfrentar una recesión en el corto-mediano plazo**, a partir de lecturas de la pendiente de más largo plazo de las curvas de rendimiento. Los resultados no son concluyentes y una recesión aún recibe baja probabilidad para los próximos trimestres al considerar datos macroeconómicos, así como al usar tasas de corto plazo para la pendiente.
- Por otro lado, **en China, a pesar de expectativas para este año que no muestran grandes cambios** y de un objetivo de crecimiento fijado por la autoridad de 5,5%, que ha ido acompañado de mayores estímulos, **se mantiene todavía una elevada incertidumbre respecto a la debilidad del sector inmobiliario; además del impacto de corto plazo de las últimas medidas de confinamiento para enfrentar la pandemia.**

En un contexto donde los bancos centrales han continuado con el retiro de la liquidez y las condiciones financieras se han vuelto menos favorables.

- **En este contexto de mayor inflación y expectativas menores para la actividad, la acción de los bancos centrales ha enfatizado los riesgos al alza para la inflación**, llevando a cabo ajustes en la política monetaria y señalando un ritmo más agresivo hacia adelante.
- **Las tasas de interés subieron de manera importante en casi todas las economías desarrolladas, reflejando las expectativas de políticas monetarias menos expansivas y los mayores niveles de inflación.** Después de una pausa en los comienzos de la guerra en Ucrania, las tasas reales retomaron la tendencia al alza en EE. UU. manteniendo en general una performance débil de los mercados.
- La postura más agresiva por parte de la Fed (sobre todo en términos relativos a la postura algo por atrás del ECB, y la posición todavía dovish del BoJ), el aumento en las tasas nominales y reales en EE. UU., así como un nivel de apetito por riesgo todavía reducido, **ha permitido que se mantenga la fortaleza del dólar.**
- **Todo esto ha llevado a un ajuste restrictivo en las condiciones financieras globales, sobre todo para mercados emergentes.** Creemos se mantienen los riesgos respecto a un deterioro adicional de estas, frente a presiones inflacionarias que podrían seguir presentes. Actualmente los mercados de materias primas incorporan cierto relajamiento de los precios hacia adelante, lo que de no ir materializándose podría implicar ajustes adicionales para las perspectivas de la inflación y la actividad. Asimismo, la estrechez importante presente en el mercado laboral en EE. UU. no permite descartar un escenario donde sea necesario ajustar la demanda excesiva mediante una postura más agresiva de la Fed.
- En definitiva, **el escenario externo se ha vuelto más complejo para la región, con un mundo que crecería menos que lo esperado unos meses atrás y con presiones inflacionarias renovadas**, manteniendo la incertidumbre respecto al nivel de ajuste necesario por parte de los bancos centrales, a su vez que se pondera la capacidad de las economías de seguir creciendo frente a todos estos impulsos negativos.

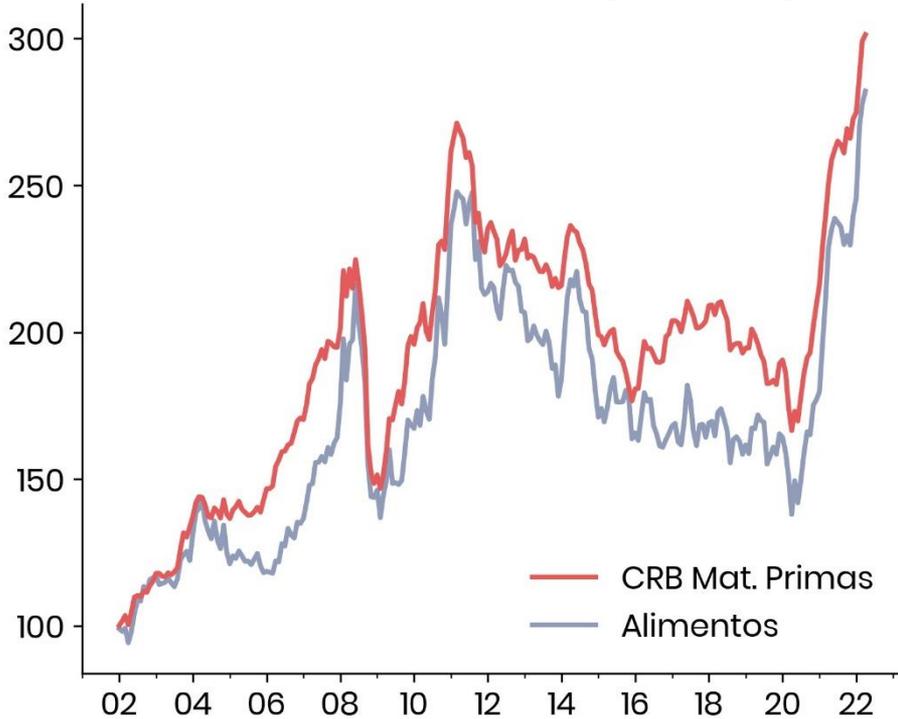
Las perspectivas para el escenario económico global se han deteriorado como consecuencia de la incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania. Los principales canales por los cuales impactaría el conflicto son un menor crecimiento global, precios de materias primas mayores y condiciones financieras que se ven empeoradas por una aversión al riesgo mayor.



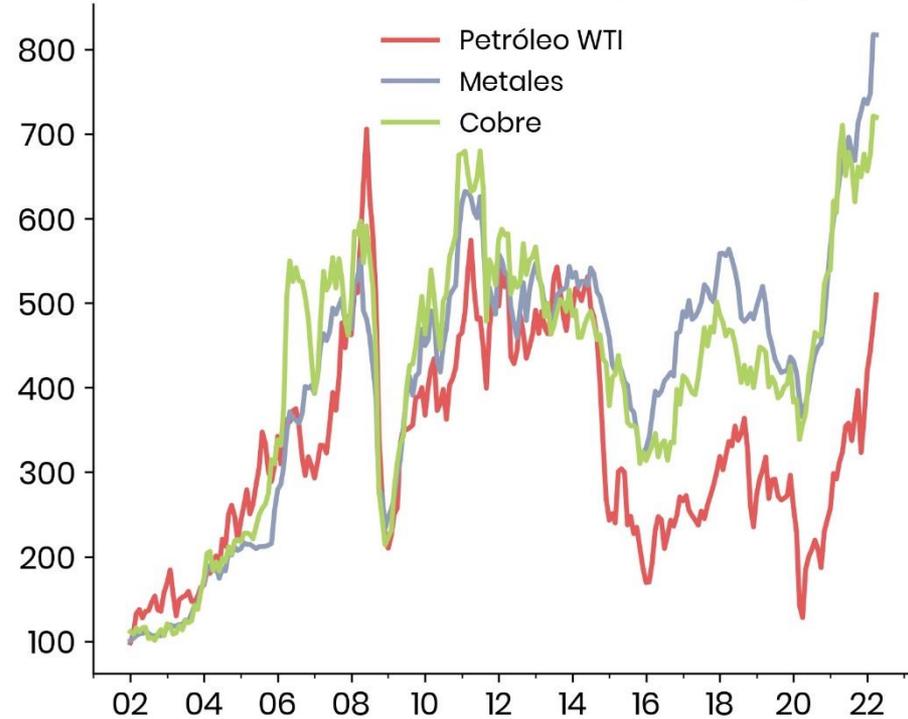
Fuente: Bloomberg, Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk," American Economic Review, April, 112(4), pp.1194-1225 (Datos disponibles en <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>) y Estudios Security.

El precio de las materias primas ganó más impulso a causa de la guerra. Los *commodities* ya venían presionados frente a una oferta contenida y la mayor demanda dada por la recuperación posterior a la pandemia. Ahora se suma una mayor incertidumbre sobre la oferta futura, dada la relevancia de Rusia y Ucrania en la producción mundial de combustibles, alimentos y fertilizantes.

Precios Commodities (2002=100)



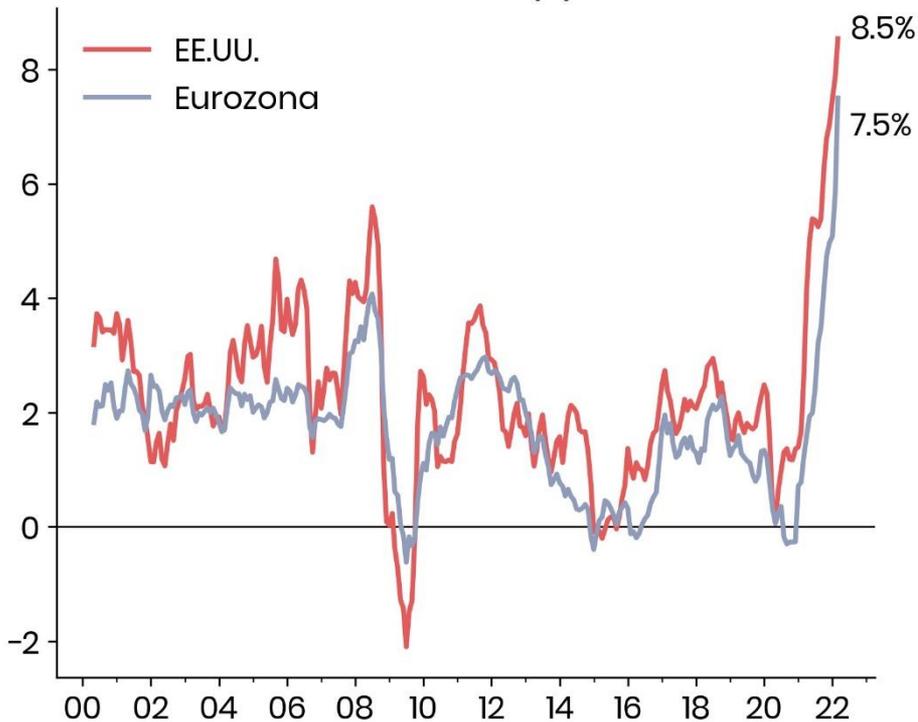
Precios Commodities (2002=100)



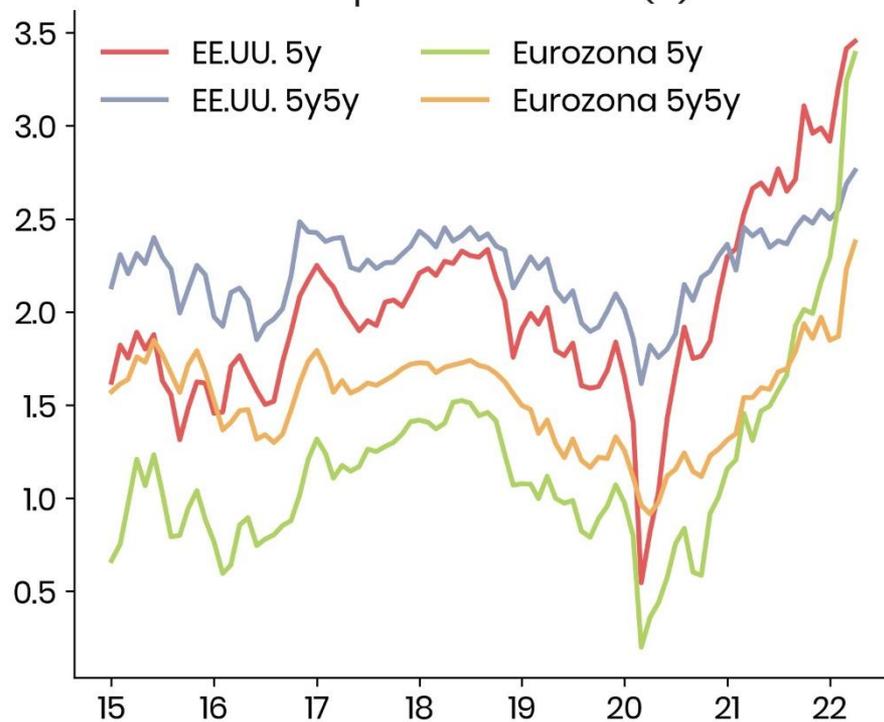
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

La inflación ha seguido aumentando, alcanzando máximos de décadas en muchos países. Las expectativas apuntan a que esta podría seguir aumentando en el corto plazo, frente a renovadas presiones de precios de materias primas, cadenas de suministro globales que no se han repuesto del todo y estímulos todavía elevados en perspectiva histórica en los países desarrollados.

Inflación (%)



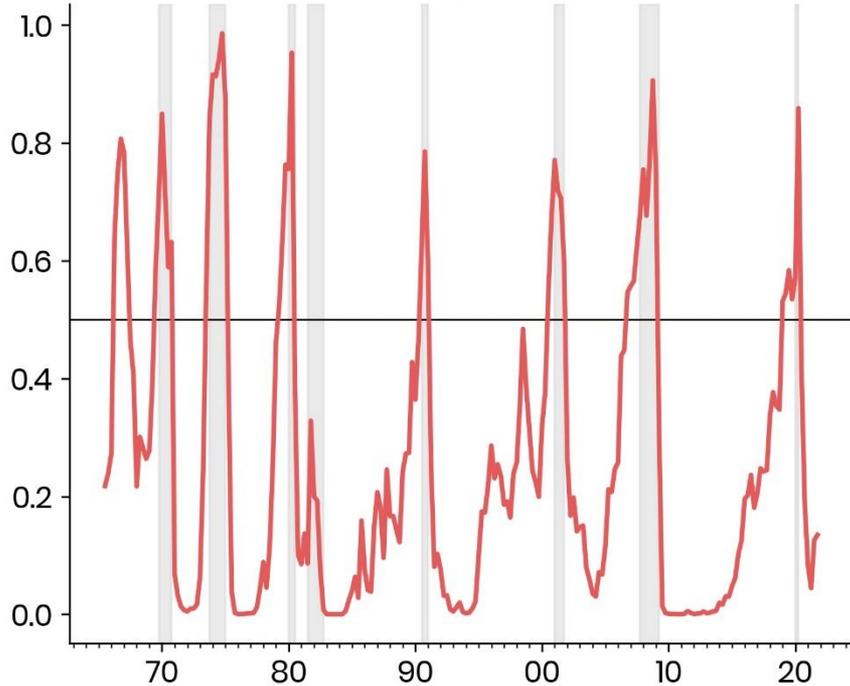
Swaps de Inflación (%)



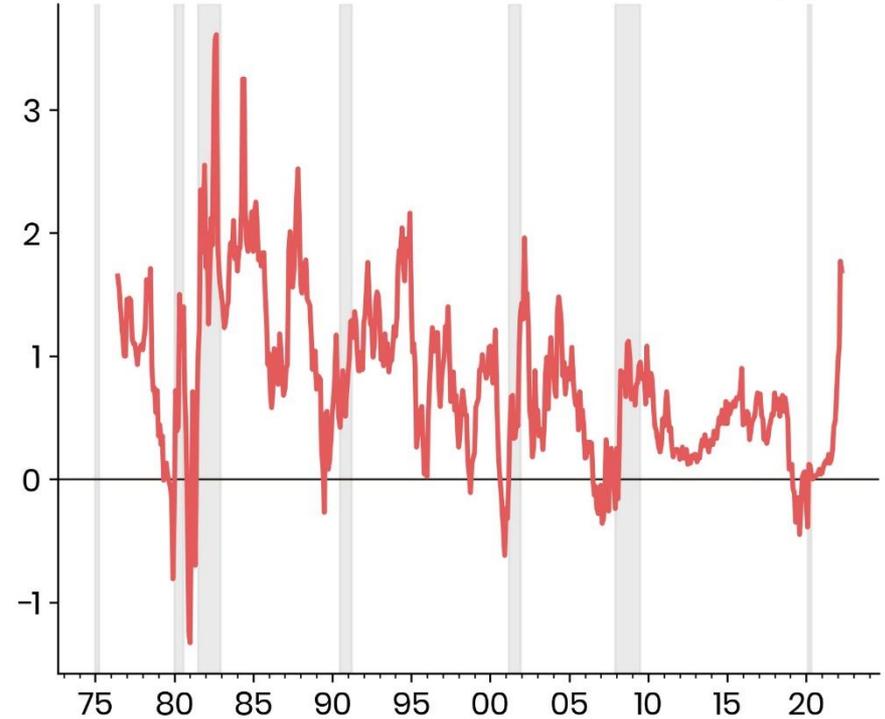
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

La posibilidad de una recesión en el corto-mediano plazo, a partir de lecturas de las pendientes de más largo plazo de las curvas de rendimiento, han ido ganando espacio en la agenda. Los resultados no son concluyentes y una recesión aún recibe baja probabilidad para el corto plazo al considerar datos macroeconómicos y medidas de más corto plazo para la pendiente.

EE. UU.: Probabilidad de recesión  
Un año adelante

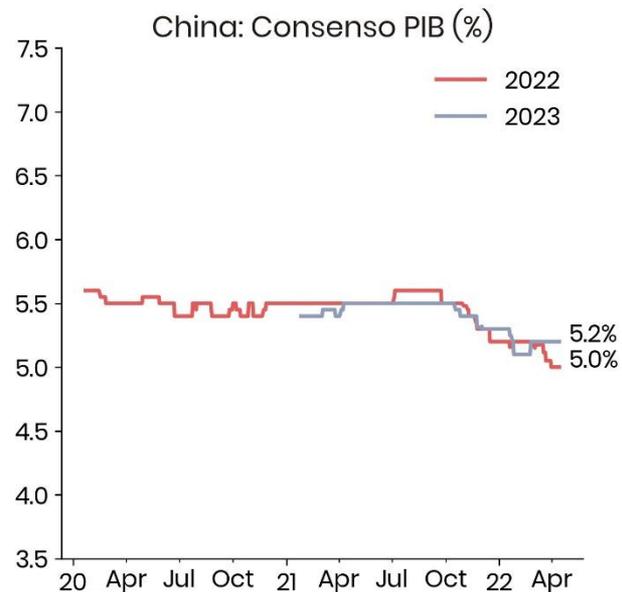
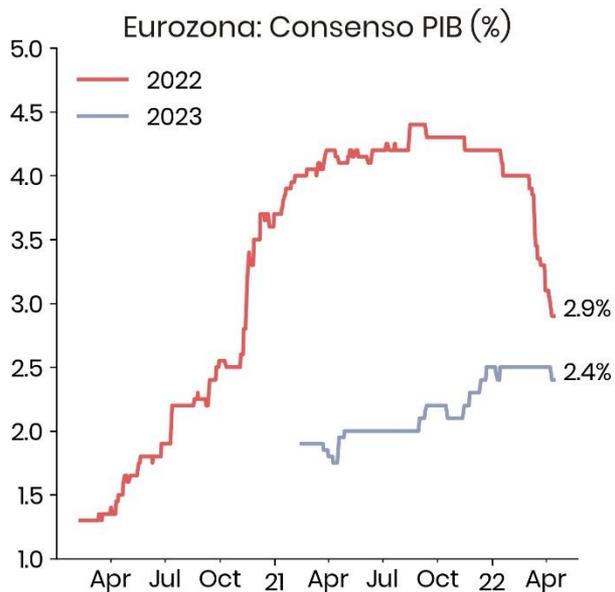
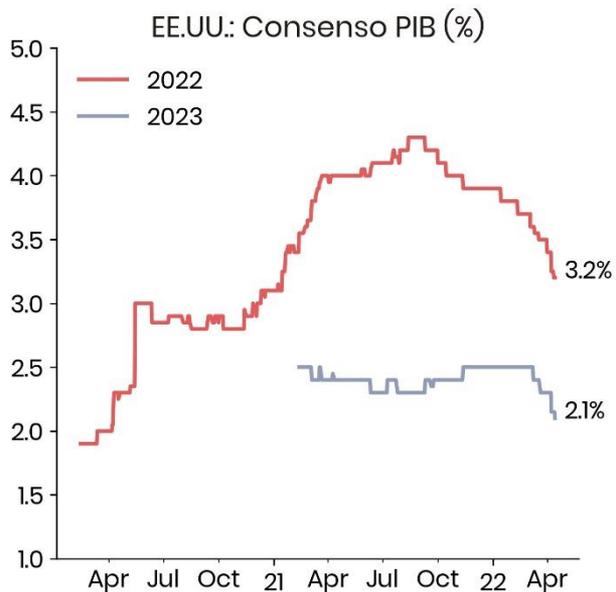


EE.UU.: Pendiente 2 años - 3 meses (%)



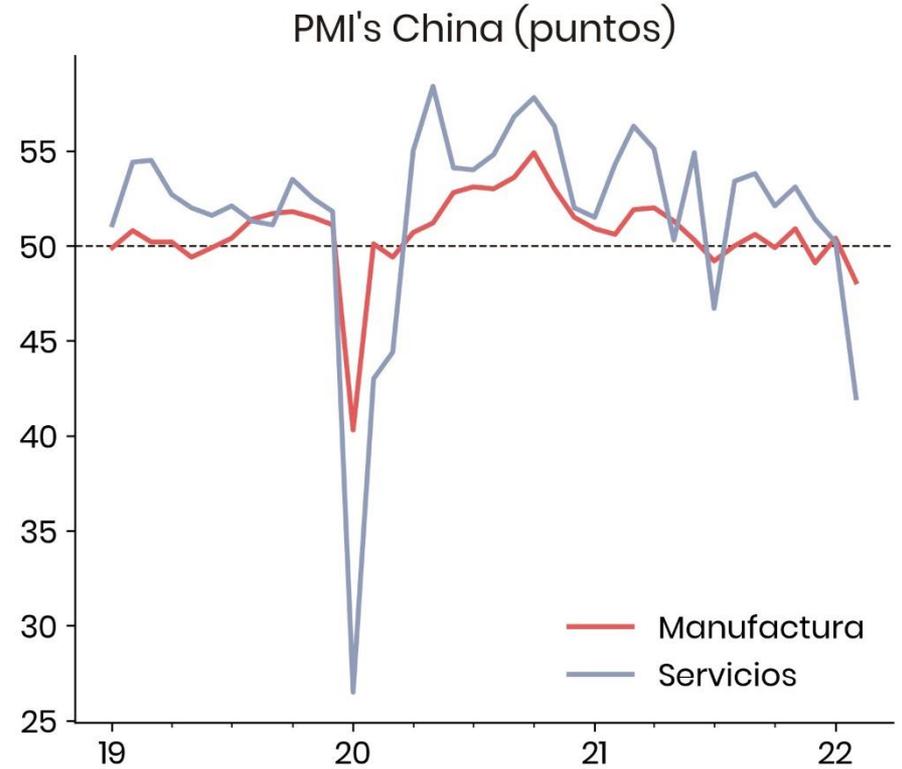
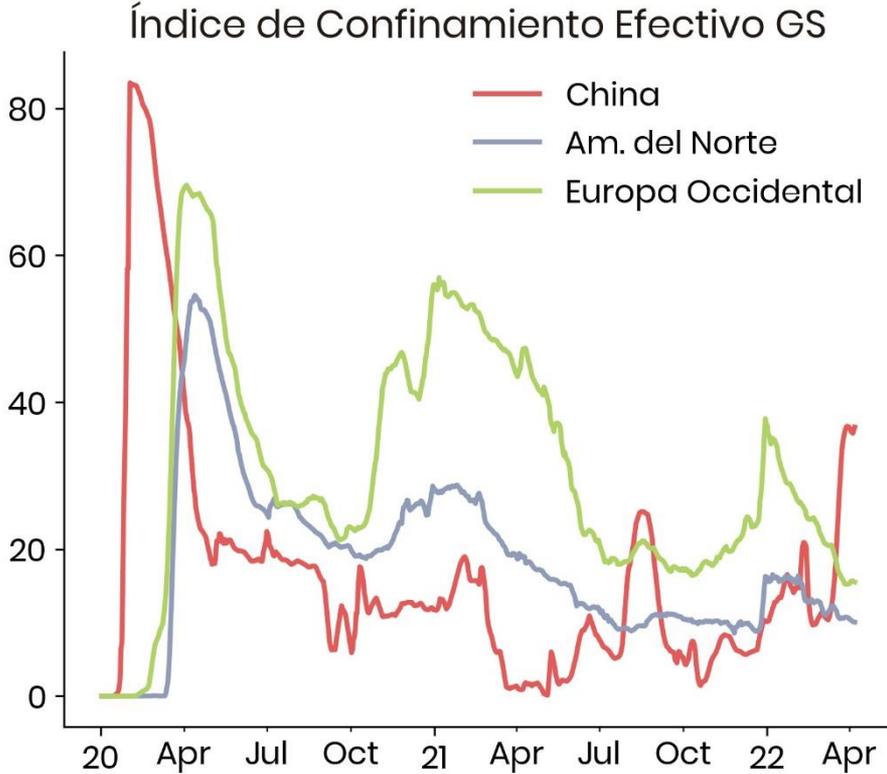
Fuente: FRED y Estudios Security.

De todas formas las nuevas proyecciones asumen un escenario de crecimiento global cerca de un punto porcentual por debajo de las estimaciones previas.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

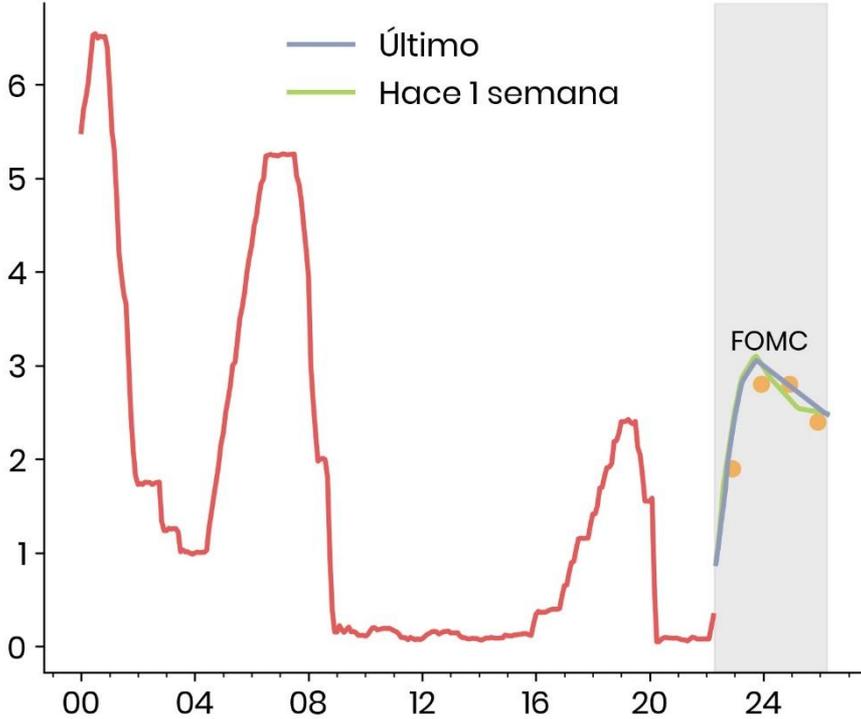
En China, a pesar de expectativas para este año estables y de un objetivo de crecimiento fijado por la autoridad de 5,5%, que iría acompañado de mayores medidas de estímulo, se mantiene todavía una elevada incertidumbre respecto a la debilidad del sector inmobiliario; además del impacto de corto plazo de las últimas medidas de confinamiento para enfrentar la pandemia.



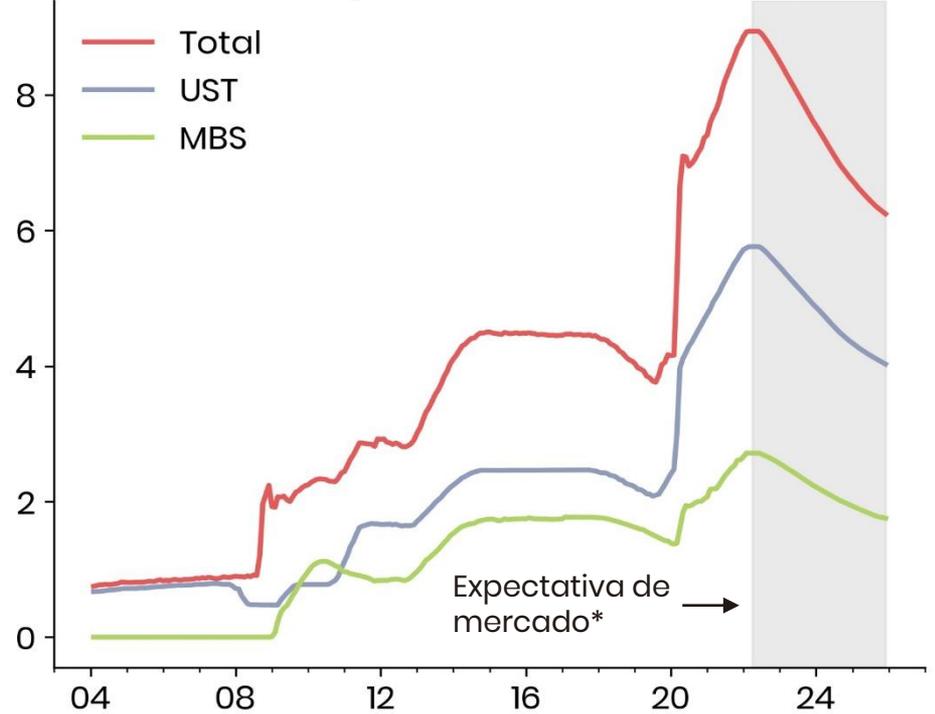
Fuente: Goldman Sachs, Bloomberg y Estudios Security.

En este contexto de mayor inflación y expectativas menores para la actividad, la Fed ha enfatizado los riesgos al alza para la inflación, ajustando la expansividad de la política monetaria y señalando un ritmo más agresivo hacia adelante. El BCE, que había mostrado una postura más cauta en meses anteriores, iniciaría este año la trayectoria al alza en las tasas.

EE.UU.: TPM (Fed Funds, %)



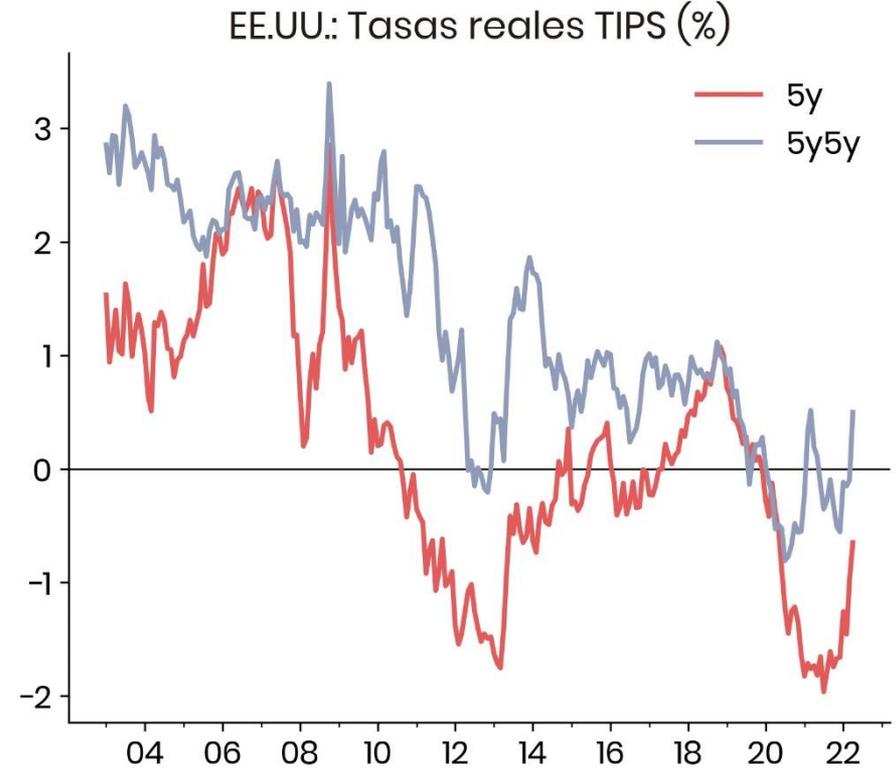
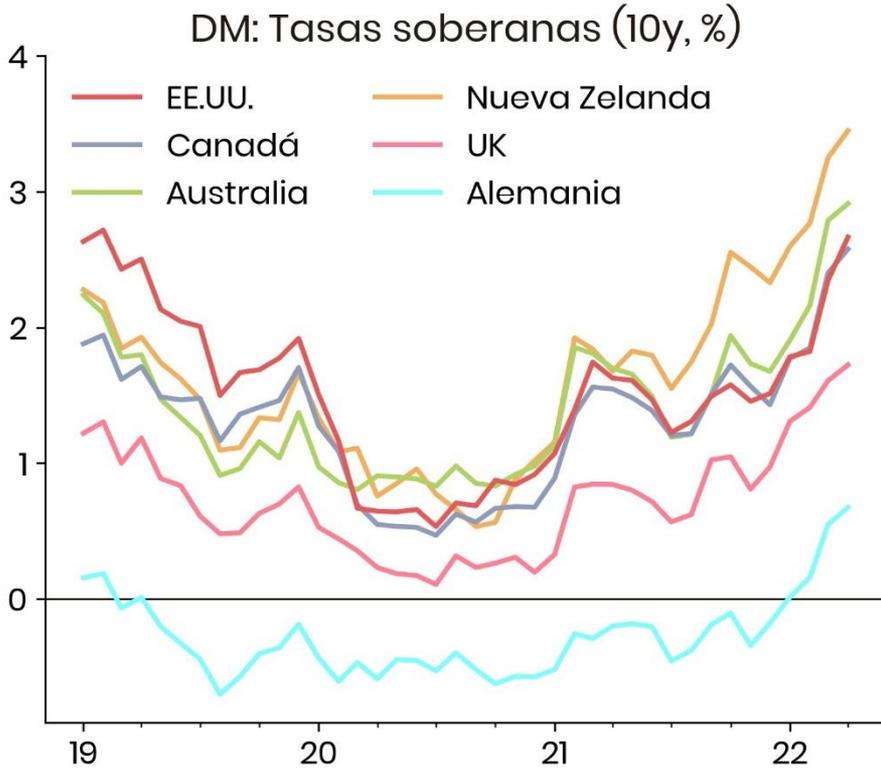
EE.UU.: Hoja de Balance (USD Tr.)



Fuente: FRED, Bloomberg y Estudios Security.

\* Encuesta de mar-22 de participantes de mercado de la Fed de Nueva York.

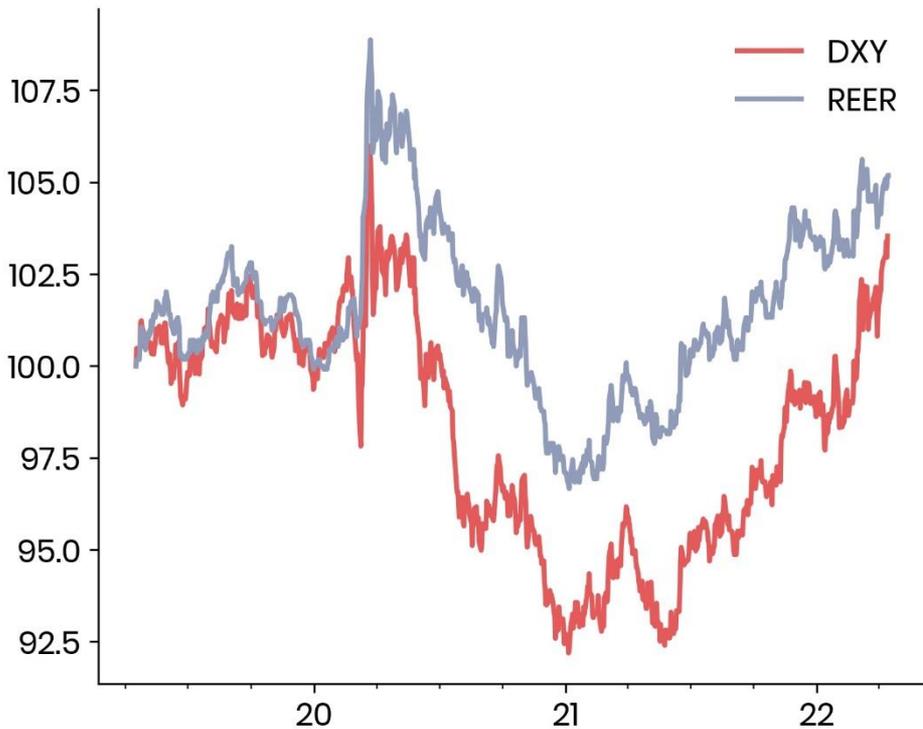
Las tasas largas han continuado subiendo en casi todas las economías desarrolladas, reflejando las expectativas de políticas monetarias menos expansivas y los mayores niveles de inflación. Las tasas reales en EE. UU. retomaron la tendencia al alza, después de la pausa en los comienzos de la guerra en Ucrania, manteniendo en general una performance más débil de las bolsas.



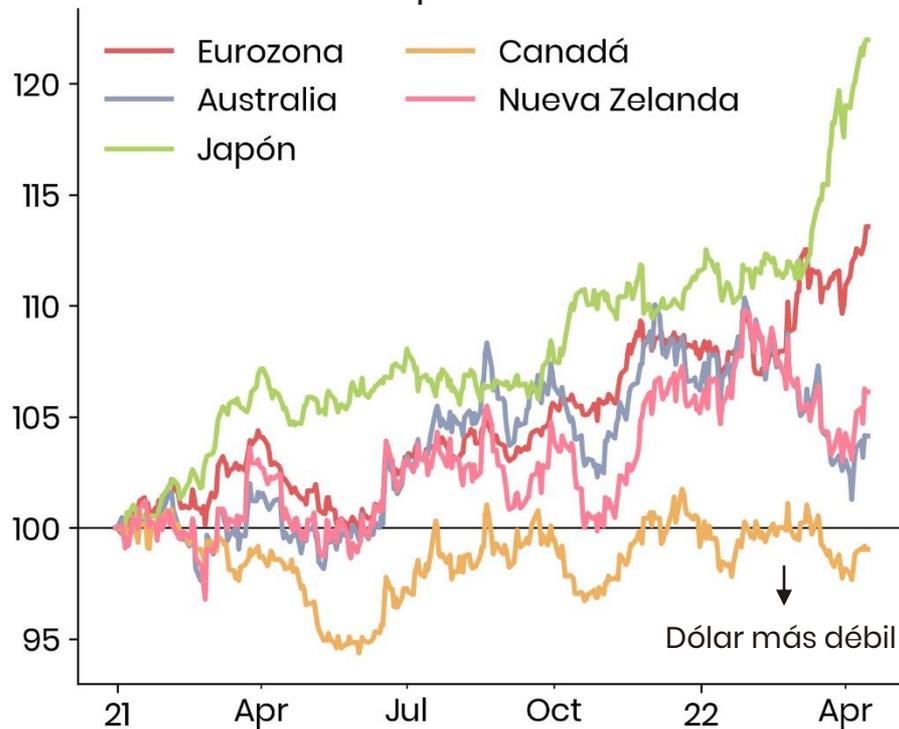
Fuente: FRED, Bloomberg y Estudios Security.

La postura más agresiva de la Fed (sobre todo en términos relativos al ECB y el BoJ), el aumento en las tasas en EE. UU., así como un nivel de apetito por riesgo todavía reducido, han mantenido la fortaleza del dólar, principalmente contra el EUR y el JPY. Por su parte, las monedas de países exportadores de commodities, así como las monedas emergentes han recuperado algo de terreno.

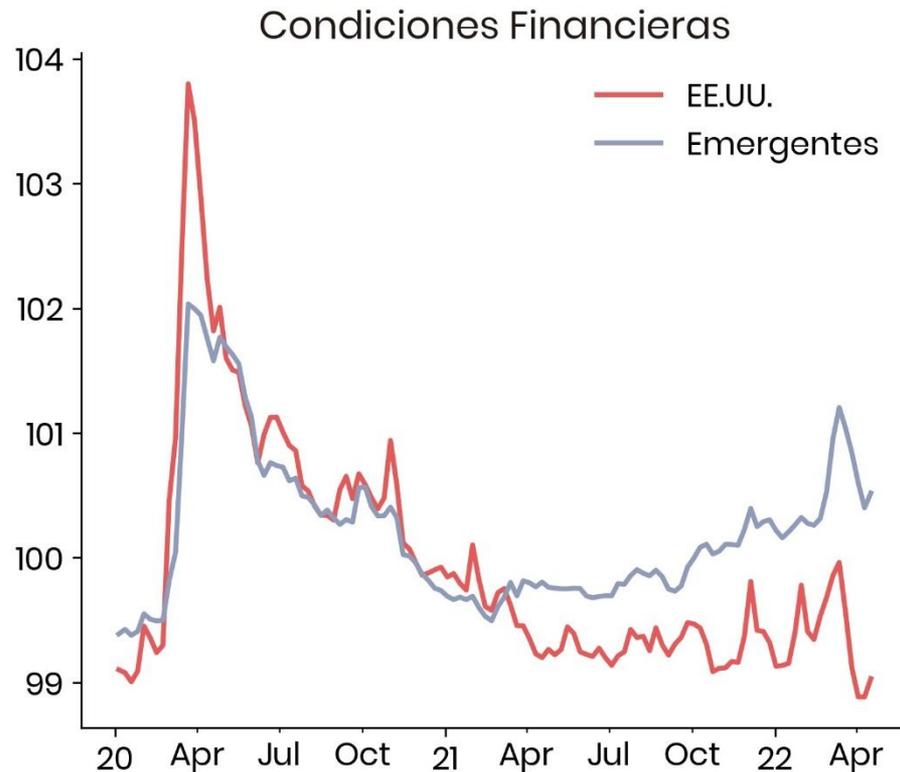
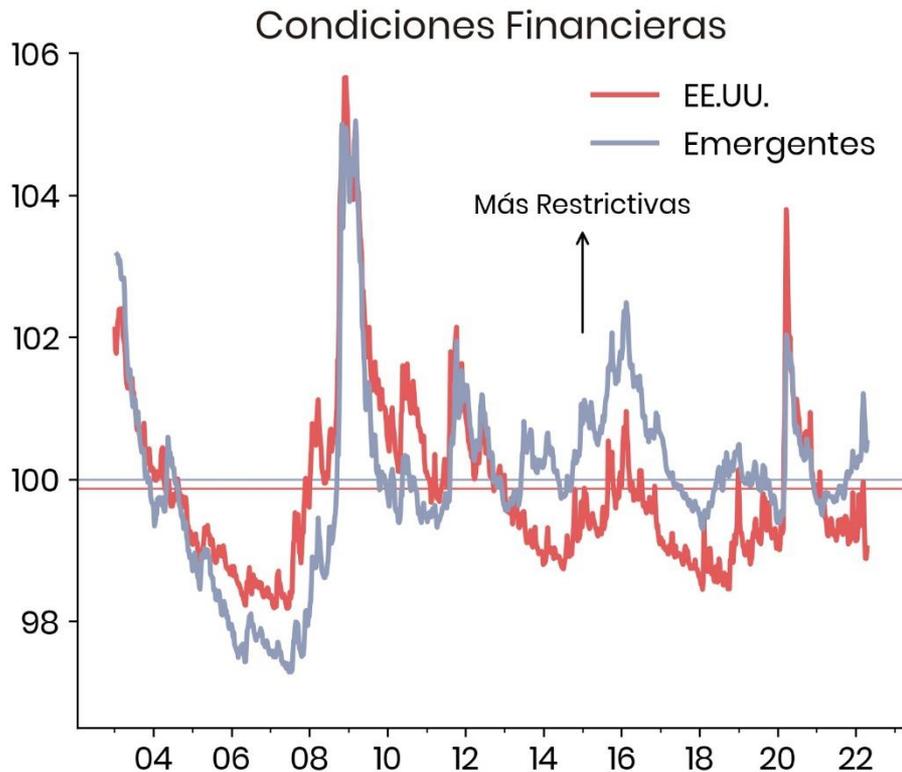
Dólar Global



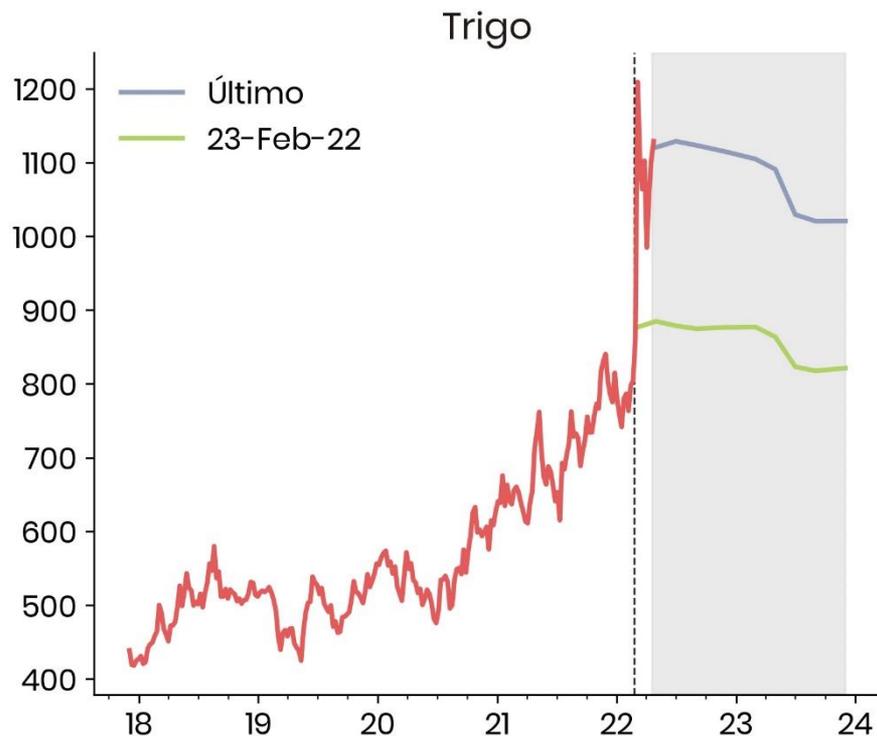
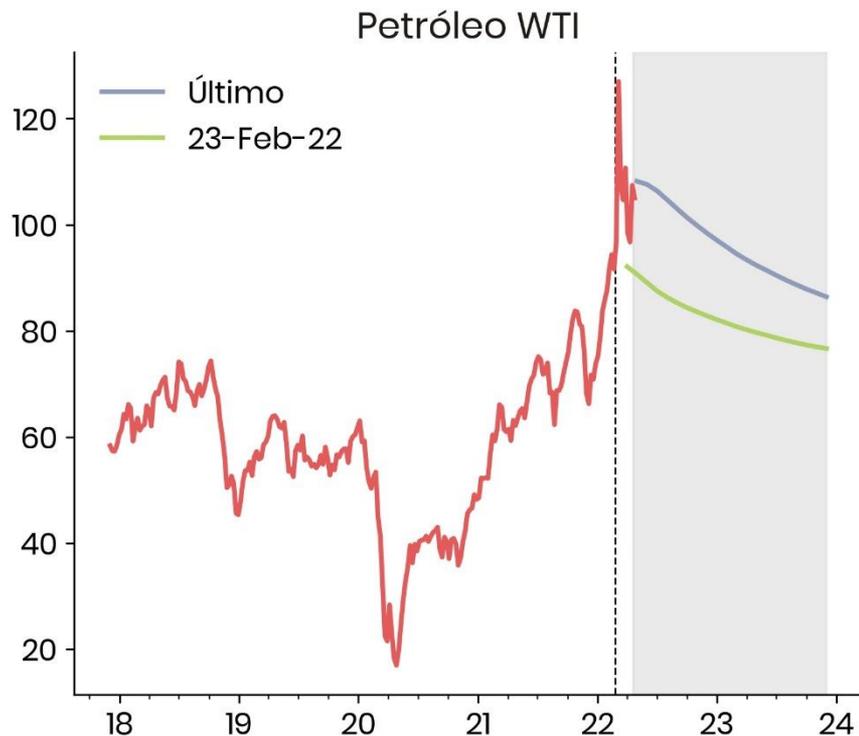
Desempeño Monedas



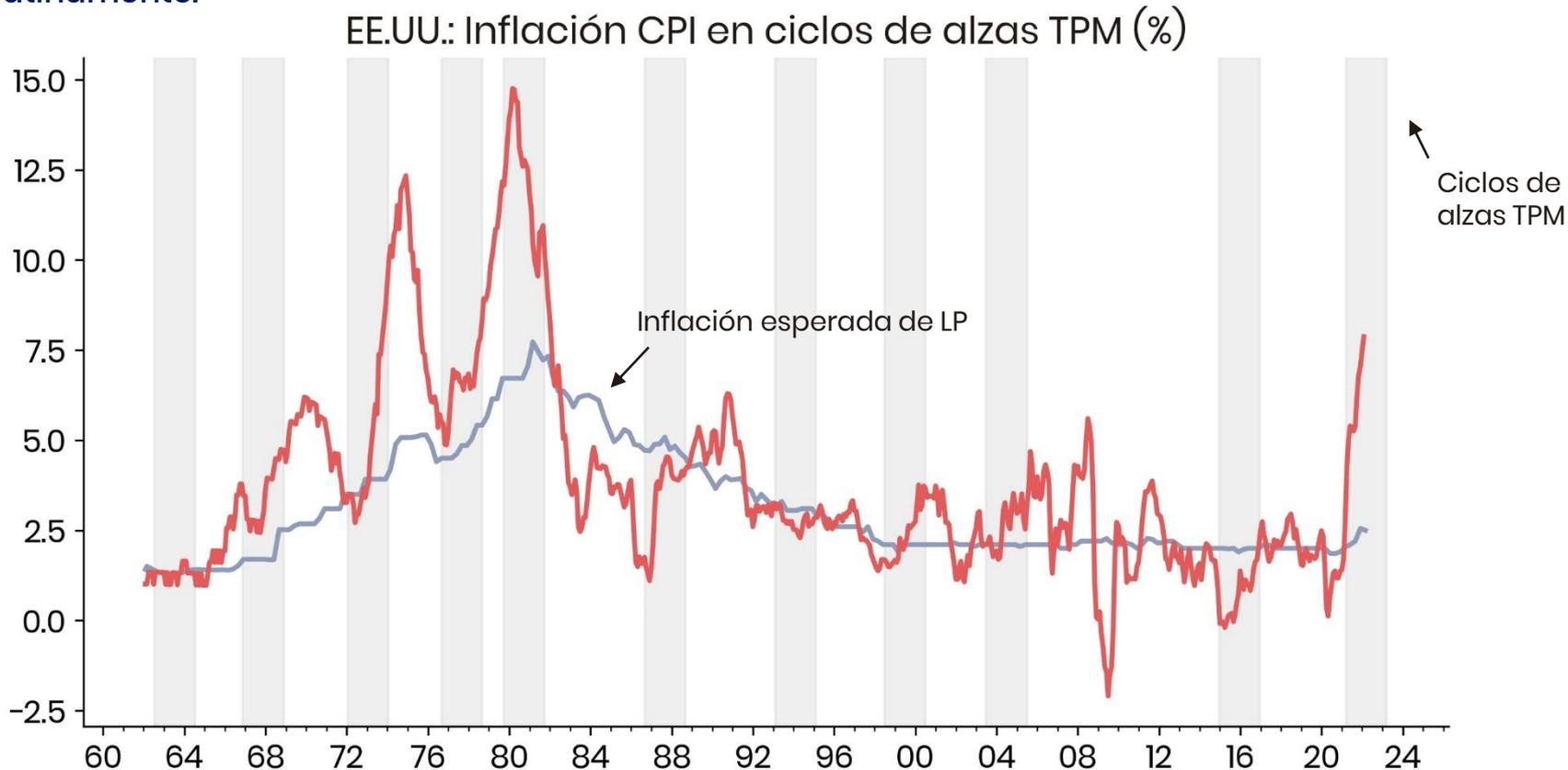
El cambio en las perspectivas macroeconómicas ha llevado a que las condiciones financieras se hayan vuelto menos favorables, especialmente para los mercados emergentes.



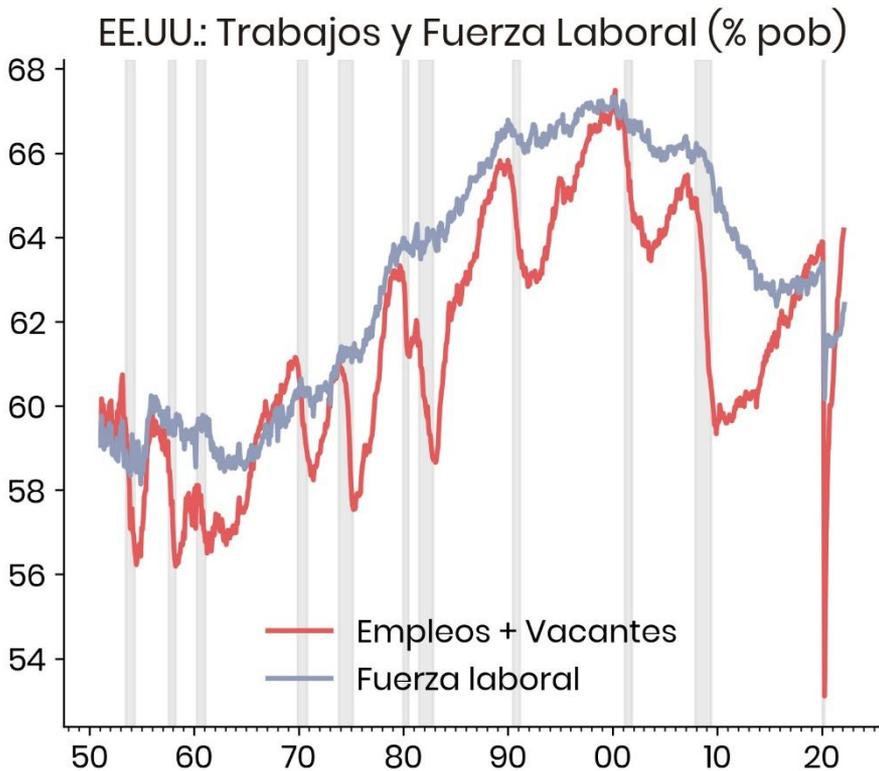
Los mercados de materias primas, sobre todo el petróleo, están descontando algún relajamiento de las presiones de precios de aquí a dos años. Precios que se van consolidando en niveles elevados podrían poner presiones adicionales a las expectativas de inflación.



Hasta el momento las expectativas de inflación de largo plazo en EE. UU. se mantienen cercanas a los objetivos. Durante los shocks del petróleo de los años 70-90 estas se fueron desviando paulatinamente.



Otro riesgo importante tiene que ver con la posibilidad de que el mercado del trabajo en EE. UU. no se recupere lo suficientemente rápido como para frenar las presiones salariales existentes, dado lo ajustada que está la oferta versus los trabajos disponibles (máximos históricos). En el pasado, este tipo de ajustes se han hecho en su mayoría con una desaceleración importante de la actividad.



Fuente: FRED; Regis Barnichon, Building a composite Help-Wanted Index, Economics Letters, Volume 109, Issue 3, 2010, Pages 175-178, ISSN 0165-1765, <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2010.08.029>; Fed de Atlanta; y Estudios Security.

Para la región, mejores términos de intercambio permitirían compensar el menor impulso externo, aunque los mayores costos podrían presionar un escenario inflacionario ya bien complicado.

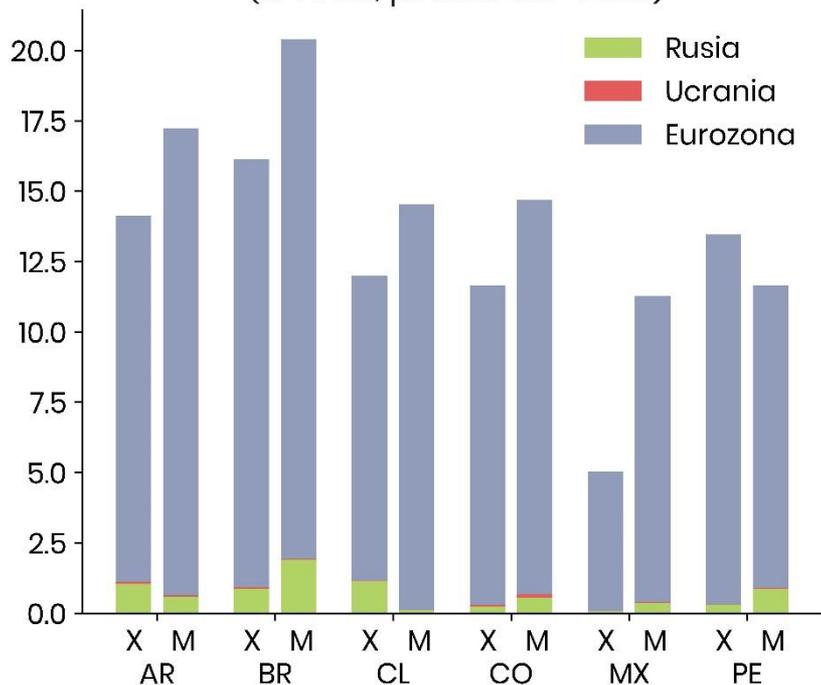
- Desde un punto de vista relativo, **los menores vínculos comerciales directos de América Latina con los países más expuestos al conflicto en Ucrania permiten proyectar impactos menores por esta vía para el crecimiento de la región** (la Eurozona, aunque más relevante en el comercio internacional de la región, corresponde a menos de un 20% de los flujos comerciales).
- **A su vez que los términos de intercambio podrían continuar fortaleciéndose, dado el fuerte componente exportador de materias primas de la región**, muchas veces sustituto directo de la oferta de Rusia y Ucrania, principalmente en los países exportadores netos de combustibles como Colombia y Brasil.
- **Esto nos permite mantener perspectivas de crecimiento para 2022 sin mayores ajustes**, aunque estas ya se encontraban **algo por debajo de los consensos** y las estimadas para otros países emergentes.
- No obstante, **el efecto inflacionario del alza en los precios de materias primas impactaría importantemente**, dada la relevancia de alimentos y combustibles en las canastas de consumo, compensado solo en parte por los mayores precios de metales para algunas economías.
- Con esto, **las expectativas de inflación para este año han continuado ajustándose al alza** y las proyecciones indican que, si bien esta terminaría por debajo los niveles actuales, todavía en niveles incómodamente altos.
- **Los ciclos de ajuste de las políticas monetarias, con un par de alzas aún en carpeta en los próximos meses, se tomarían un respiro** para permitir que se empiece a materializar el ajuste ya llevado a cabo, el que comenzó bien adelantado en comparación con los países desarrollados, apoyado también por el menor impulso externo y estímulos fiscales que debiesen ser notoriamente más ajustados este año versus los anteriores.

Lo que de ir acompañado de mayores flujos que se mantienen permitiría a los activos recuperar parte de los castigos de los años anteriores.

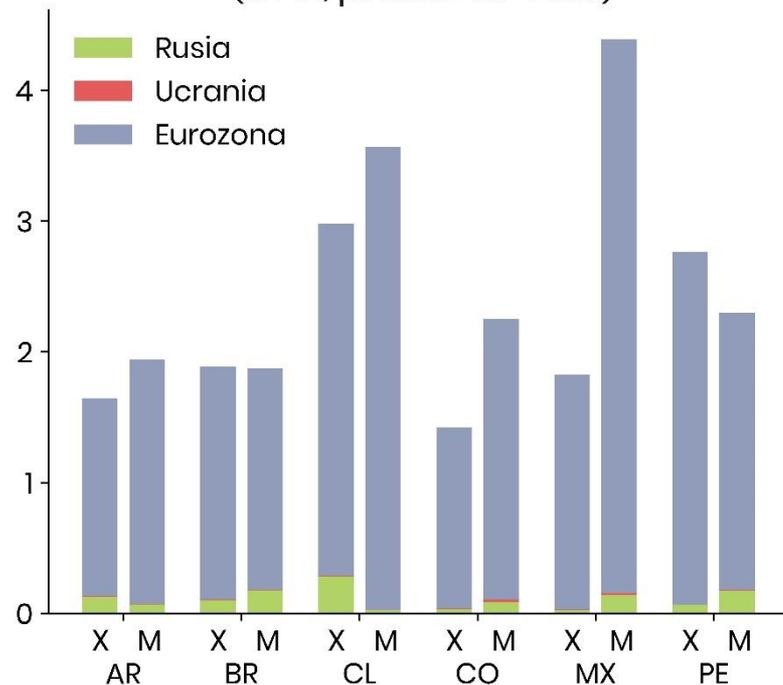
- **Los activos de la región, principalmente tipos de cambio y bolsas, han visto apreciaciones relevantes en lo que va del año**, motivado en parte por mayores flujos que responderían a las mejoras en los términos de intercambio y la posición relativa de la región algo más favorable al devenir del conflicto bélico.
- **Creemos que existen elementos que permiten pensar que estos mayores flujos continuarían dándose en el corto plazo**. Por una parte, la región soportaría mejor el ajuste de la liquidez global versus episodios anteriores, dado los **balances en cuentas corrientes más favorables**, aunque con heterogeneidad entre los países.
- **Otro factor que aún se mantiene como apropiado es la contenida exposición a moneda extranjera de la deuda pública, que disminuye la sensibilidad de los gobiernos y su capacidad de financiamiento a los shocks abruptos que podrían seguir presentando las tasas en EE. UU.**
- Finalmente, **a pesar de la recuperación del último tiempo, las monedas de América Latina continúan con niveles de depreciación relevantes, sobre todo al comparar con el resto de sus pares emergentes**, dejando así espacios de valorización importantes y haciendo más difícil las salidas de capital masivas.
- **Todo esto podría ayudar a aliviar parcialmente los mayores castigos sobre los activos de la región, aunque con niveles de incertidumbre que se mantienen elevados**, respondiendo a una política interna convulsionada (elecciones en Colombia y Brasil; y desarrollo del proceso constituyente en Chile), presiones inflacionarias que se mantienen, un impulso fiscal negativo para la mayoría de las economías y los problemas estructurales de las economías latinoamericanas que seguirían pesando, asociados al bajo crecimiento de la productividad y tasas de inversión menores a las necesarias para sostener una convergencia hacia niveles de ingreso mayor. **En nuestro escenario base asumimos que parte importante de estas primas no se disiparían durante este año.**

Los vínculos comerciales directos de América Latina con los países más expuestos al conflicto son menores. La Eurozona, aunque más relevante en el comercio internacional, corresponde a menos de un 20% de los flujos comerciales de cada país.

Exportaciones e Importaciones  
(% Total, prom. 2017-2019)

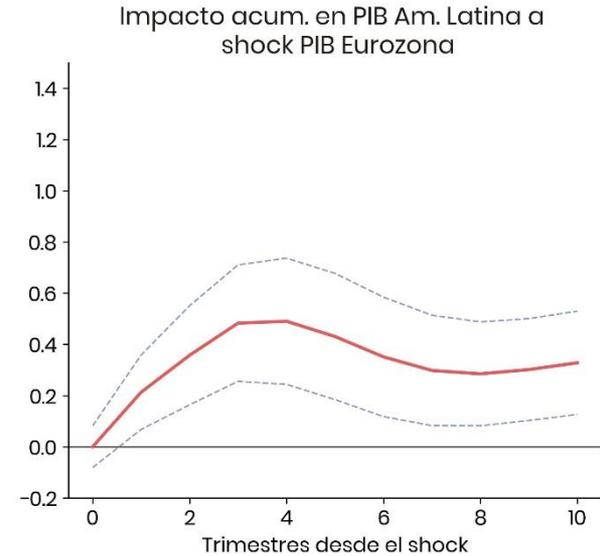
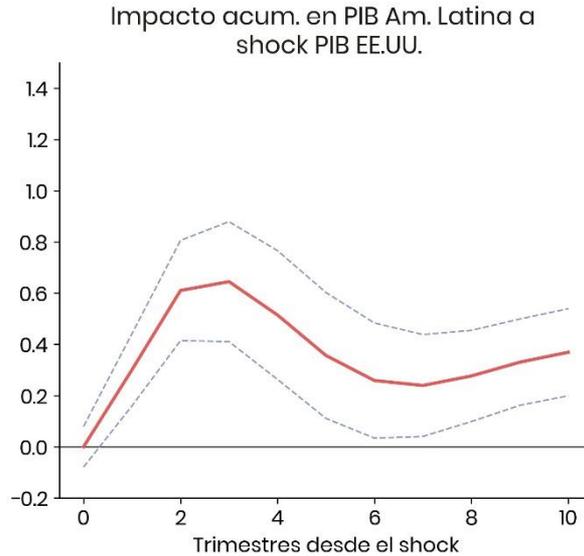
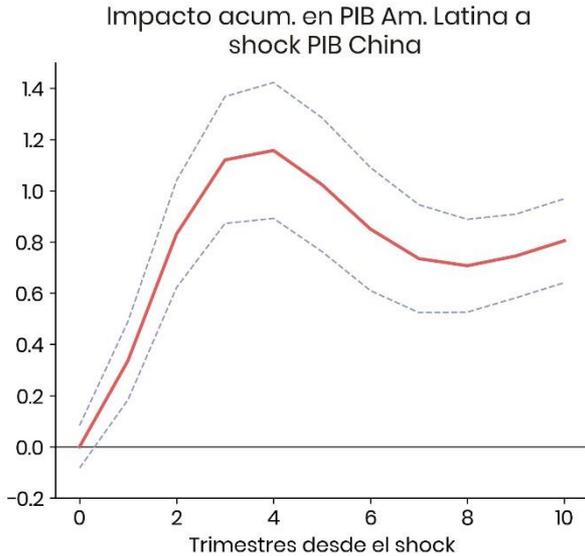


Exportaciones e Importaciones  
(% PIB, prom. 2017-2019)

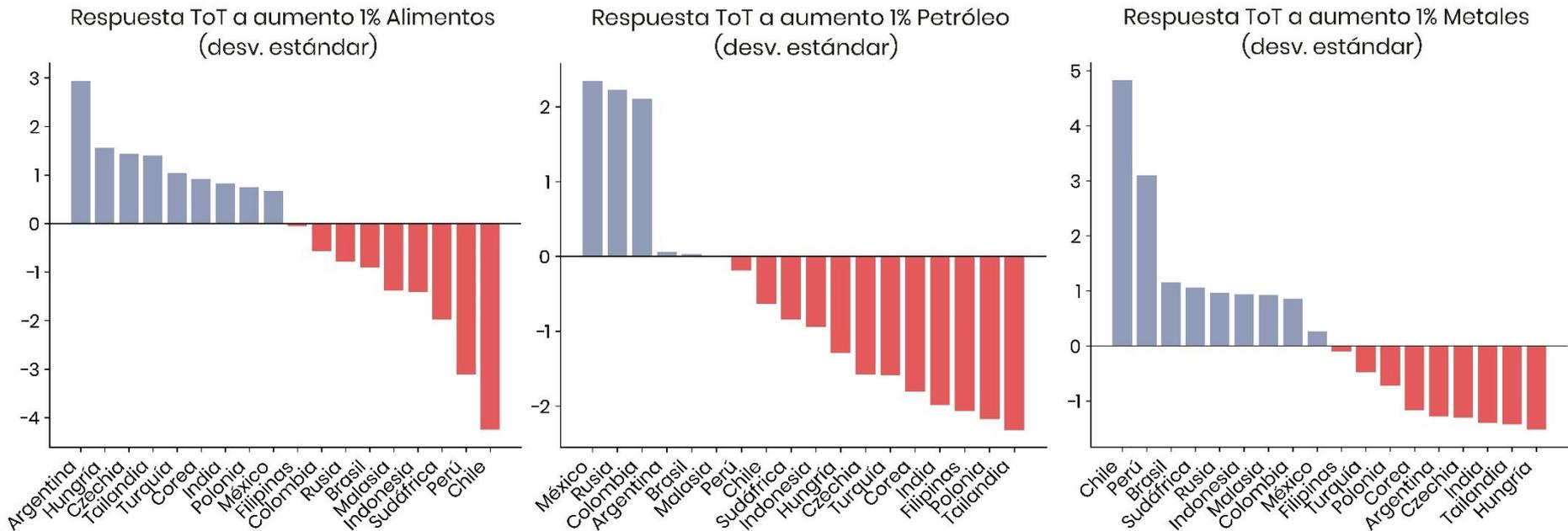


Fuente: DoT IMF y Estudios Security.

## Las economías de América Latina son más sensibles al crecimiento de China; y algo más al de EE.UU. que al de la Eurozona.

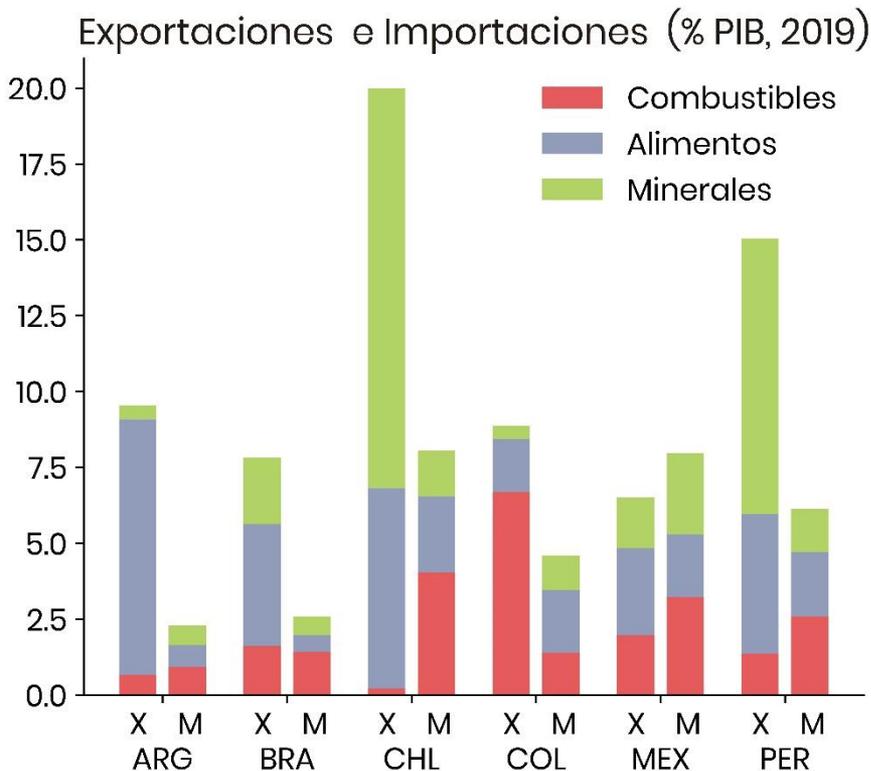
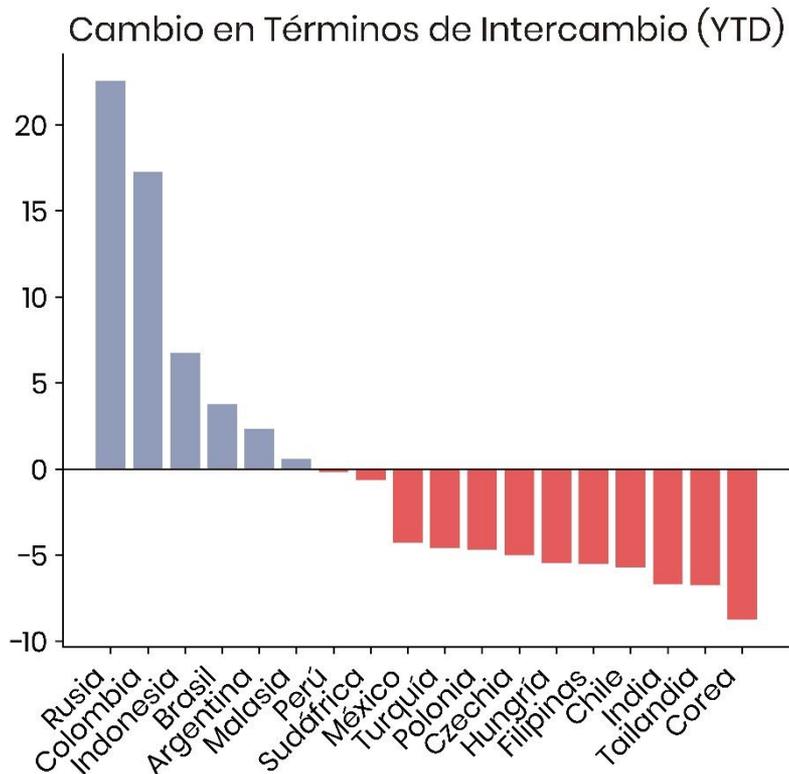


## Dentro de las economías emergentes los términos de intercambio de América Latina responden positivamente a las variaciones en los precios de las materias primas.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Los términos de intercambio de la región se han fortalecido, principalmente para Colombia y Brasil (al ser exportadores netos de combustibles). La relevancia de la exportación de materias primas mantendría impulsados los ToT de la región.



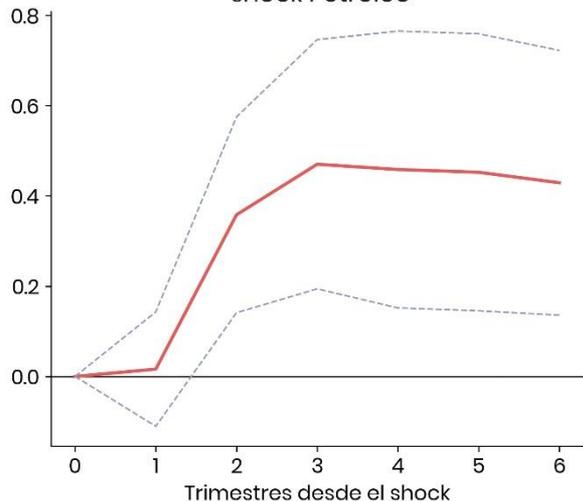
Fuente: Bloomberg, Unctad y Estudios Security.

Esto permite mantener nuestras perspectivas de crecimiento para 2022 sin mayores ajustes, las que ya se encontraban algo por debajo de los consensos.

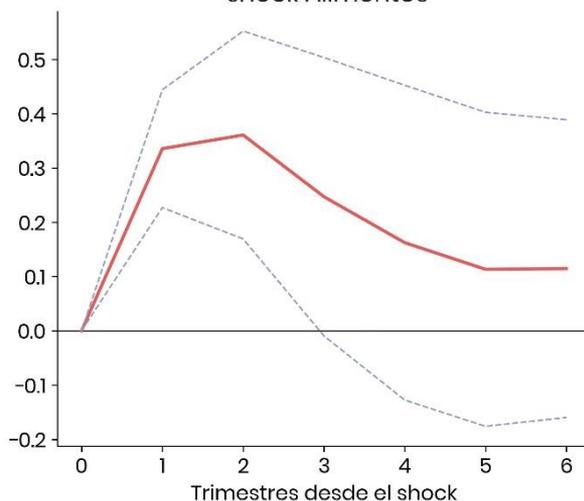
<b>PIB (var % a/a)</b>	<b>2020</b>	<b>2021 (e.)</b>	<b>2022 (e.)</b>	<b>2023 (e.)</b>
<b>Argentina</b>	-9.9	9.2	2.0	2.0
<b>Brasil</b>	-4.1	4.7	0.8	1.8
<b>Chile</b>	-5.8	12.0	1.5	2.0
<b>Colombia</b>	-6.8	9.5	3.8	3.0
<b>México</b>	-8.3	5.3	2.3	2.0
<b>Perú</b>	-11.0	12.9	2.9	3.1

No obstante, el efecto inflacionario del alza en los precios de materias primas impacta con mayor fuerza a la región, dada la importancia de alimentos y combustibles en las canastas de consumo. Los mayores precios de metales compensarían en algo, influyendo el efecto apreciativo para las monedas.

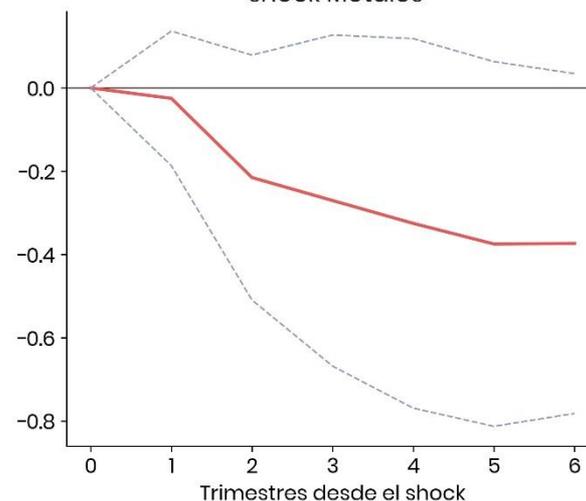
Impacto acum. en Inflación Am. Latina a shock Petróleo



Impacto acum. en Inflación Am. Latina a shock Alimentos

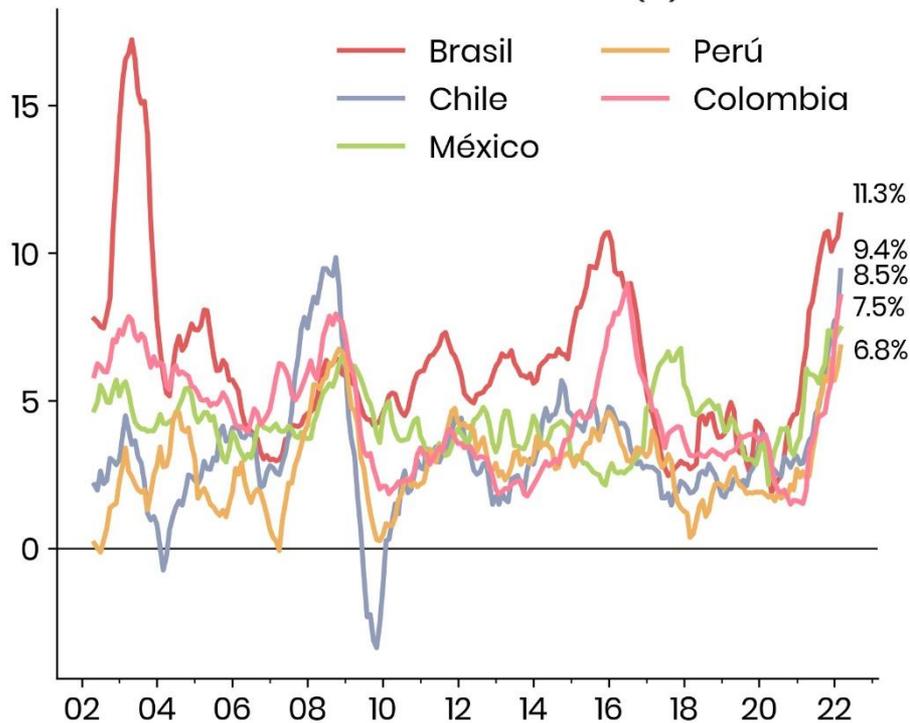


Impacto acum. en Inflación Am. Latina a shock Metales

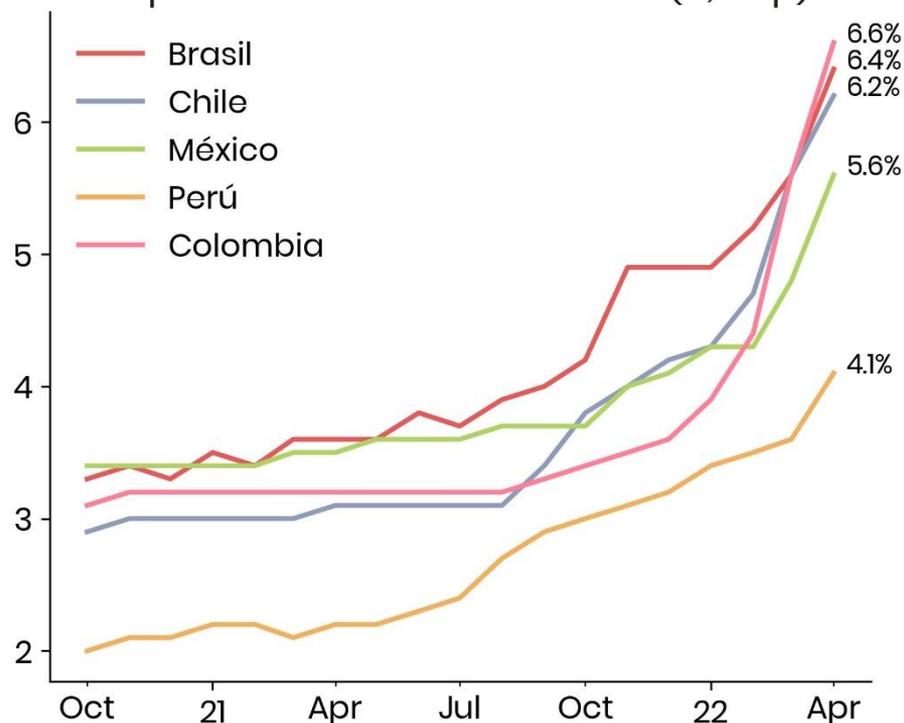


Con esto, las expectativas para este año han continuado ajustándose al alza. Las proyecciones indican que la inflación terminaría por debajo de los niveles actuales, pero todavía en niveles bien elevados.

Inflación Am. Latina (%)



Exp. Inflación 2022 Am. Latina (% eop)



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

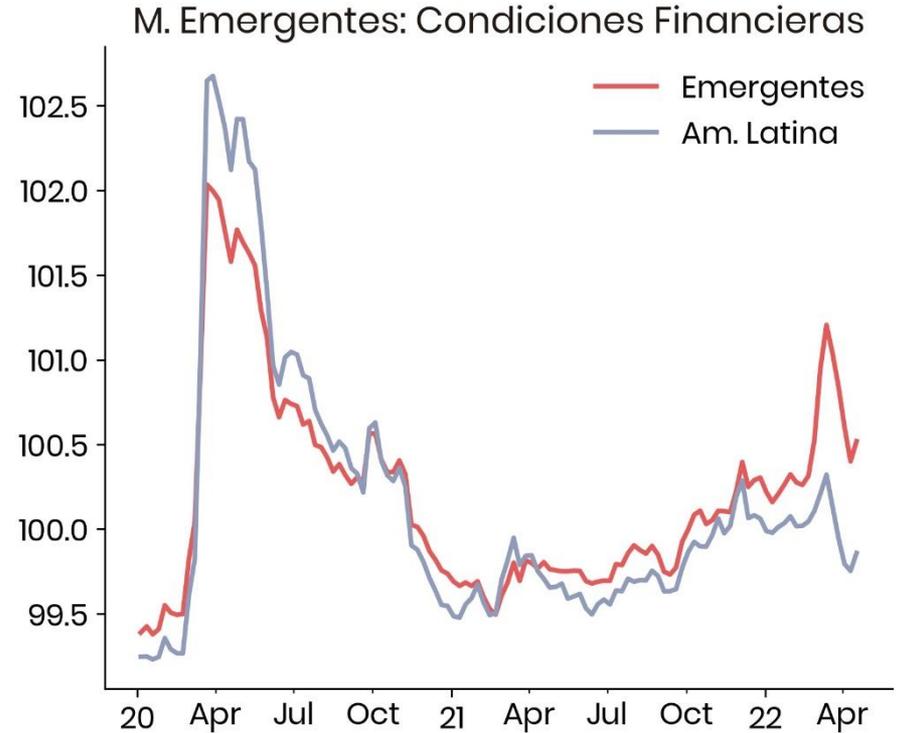
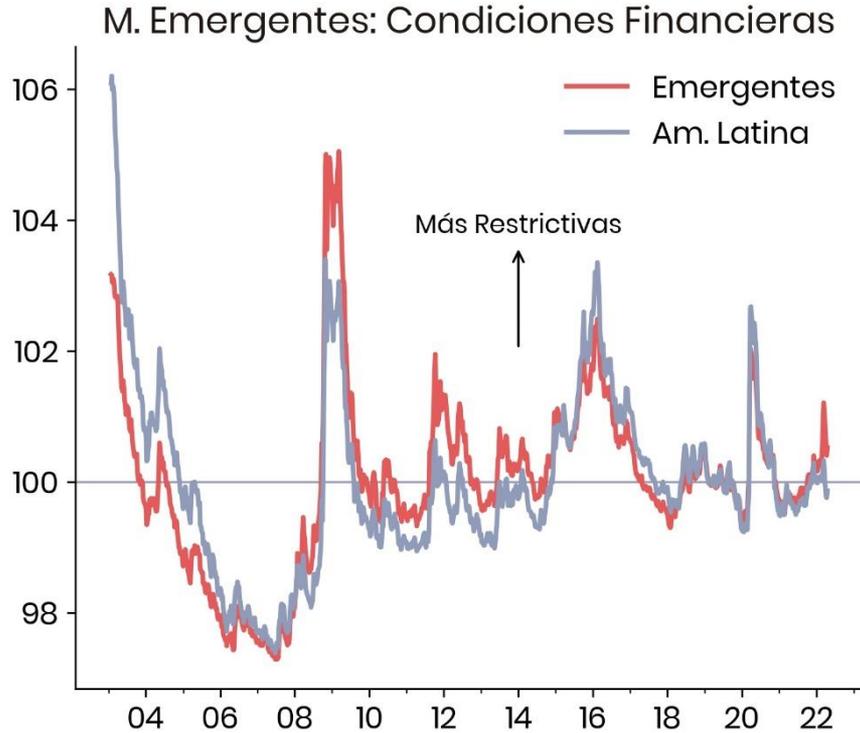
IPC (var %, fin de período)	2020	2021	2022 (e.)	2023 (e.)
<b>Argentina</b>	36	51	57	45
<b>Brasil</b>	4.5	10.1	7.0	3.6
<b>Chile</b>	3.0	7.2	7.7	3.0
<b>Colombia</b>	1.6	5.6	7.0	3.5
<b>México</b>	3.2	7.4	5.8	3.8
<b>Perú</b>	2.0	6.4	4.5	2.8

A pesar de los niveles todavía elevados en la inflación, vemos el ciclo de ajuste en la política monetaria llegando a su fin, con algunas alzas adicionales todavía en carpeta para este año.

<b>TPM (% , cierre)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022 (e.)</b>	<b>2023 (e.)</b>
<b>Argentina*</b>	38	38	49	44
<b>Brasil</b>	2	9.25	12	8.5
<b>Chile</b>	0.5	4.0	8.0	6.0
<b>Colombia</b>	1.75	3.0	7.5	5.5
<b>México</b>	4.25	5.50	8.0	7.0
<b>Perú</b>	0.25	2.5	5.0	4.5

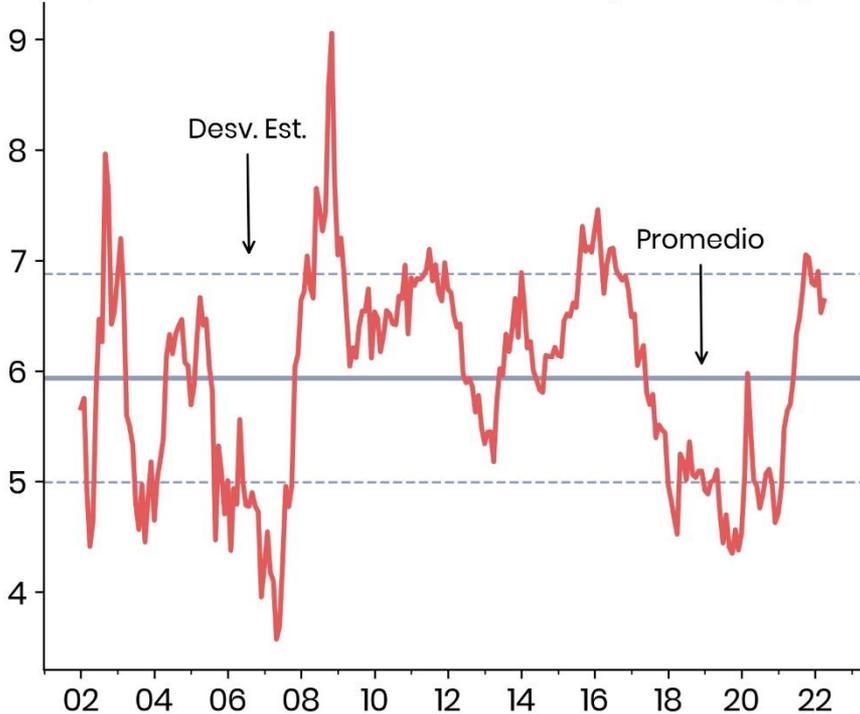
\* El 26 de septiembre de 2018 el Banco Central argentino cambió su marco de política a uno que utiliza la base monetaria en lugar de las tasas como referencia.

Para la región en particular, las condiciones financieras mantienen una trayectoria hacia niveles menos expansivos, aún en torno a los promedios y ajustándose menos que las de sus pares emergentes.

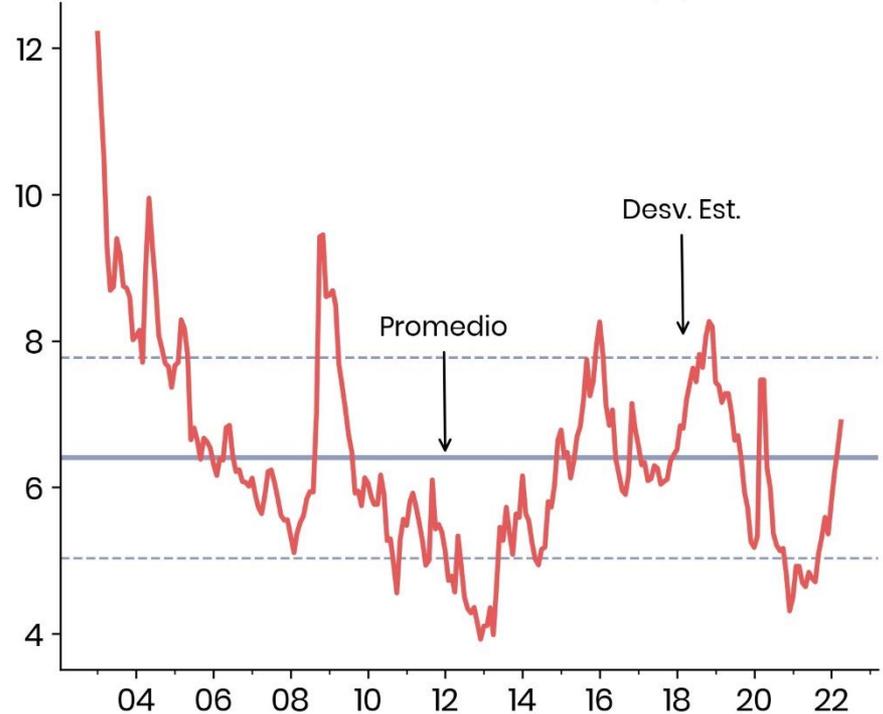


Con todo, se tienen condiciones de financiamiento notoriamente menos favorables que las existentes un año atrás.

Spread Tasas GBI Am. Latina y EE. UU. (pp)

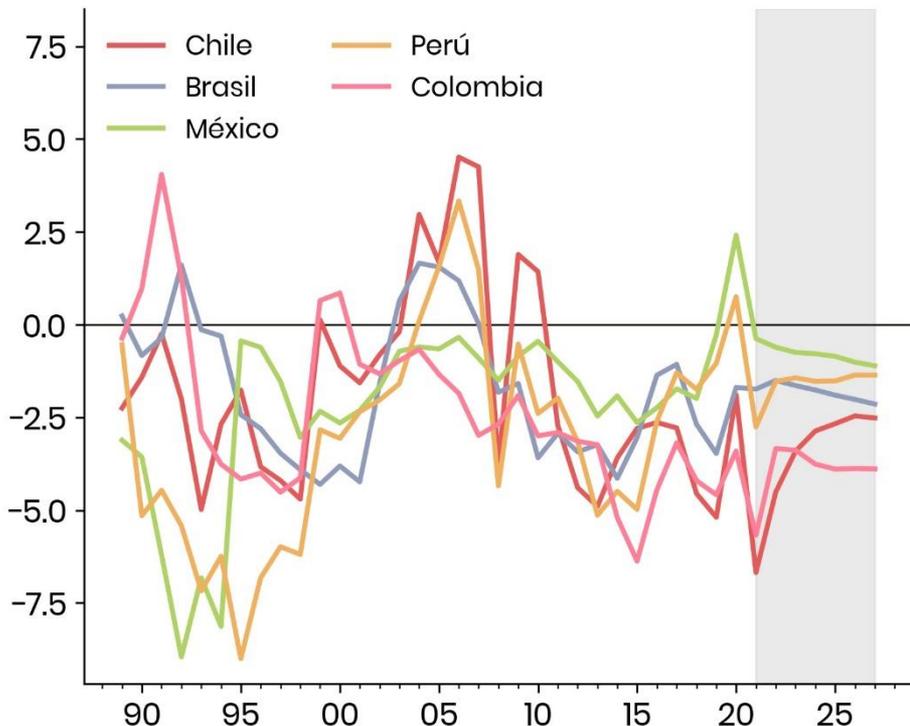


Am. Latina: Tasas USD (pp)

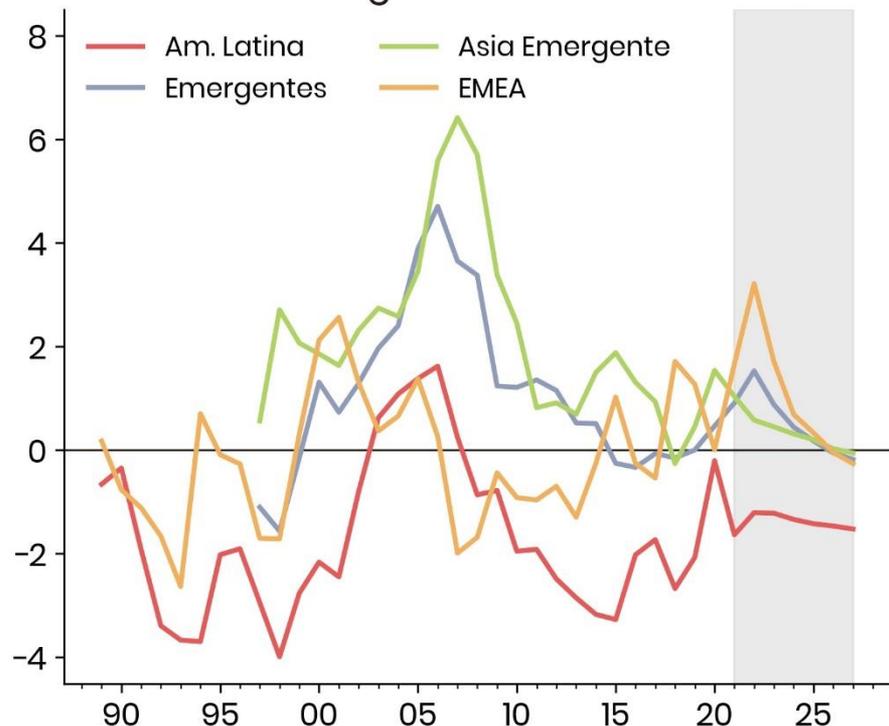


Un elemento que le permitiría a la región soportar de mejor manera el ajuste de las condiciones de liquidez globales tiene que ver con balances en las cuentas corrientes algo mejores, aunque con heterogeneidad entre los países y en una peor posición versus otros mercados emergentes.

Am. Latina: Cuentas Corrientes

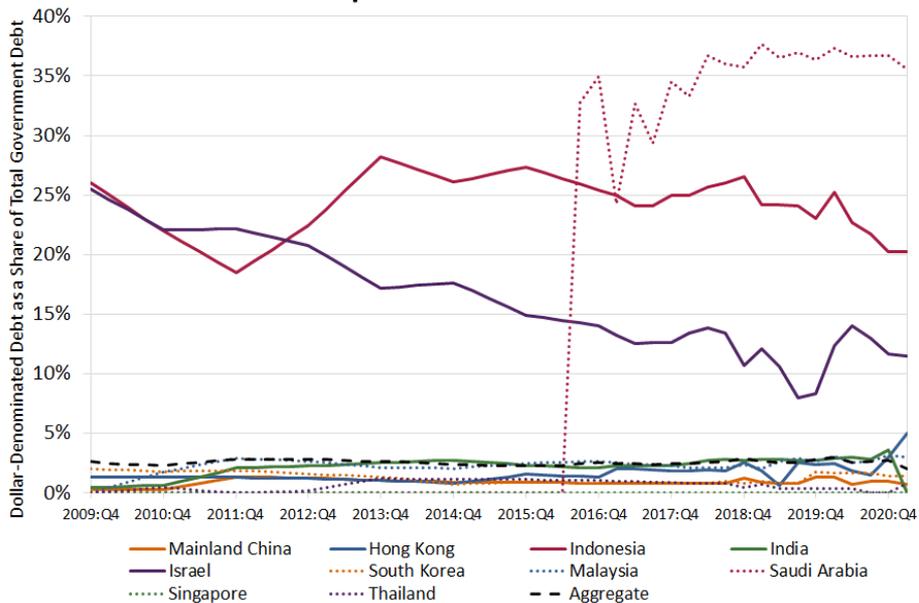


Mercados Emergentes: Cuentas Corrientes



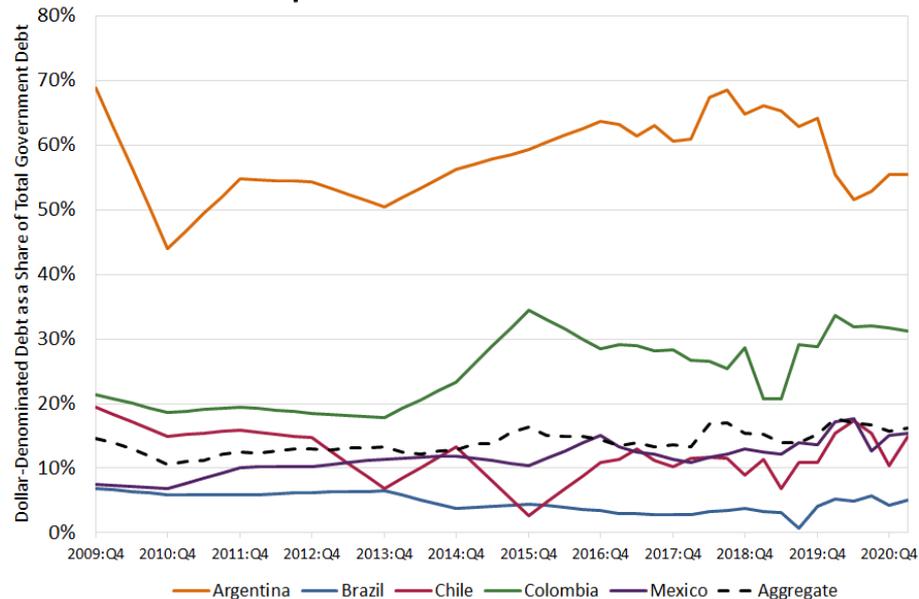
Otro factor que aún se mantiene como favorable es la contenida exposición a moneda extranjera de la deuda pública. Algo que podría estar cambiando con la preferencia de gobiernos (y empresas) de tomar nueva deuda en moneda dura en los mercados globales.

Dollar Exposure in Public Debt: Asia



Federal Reserve Bank of St. Louis

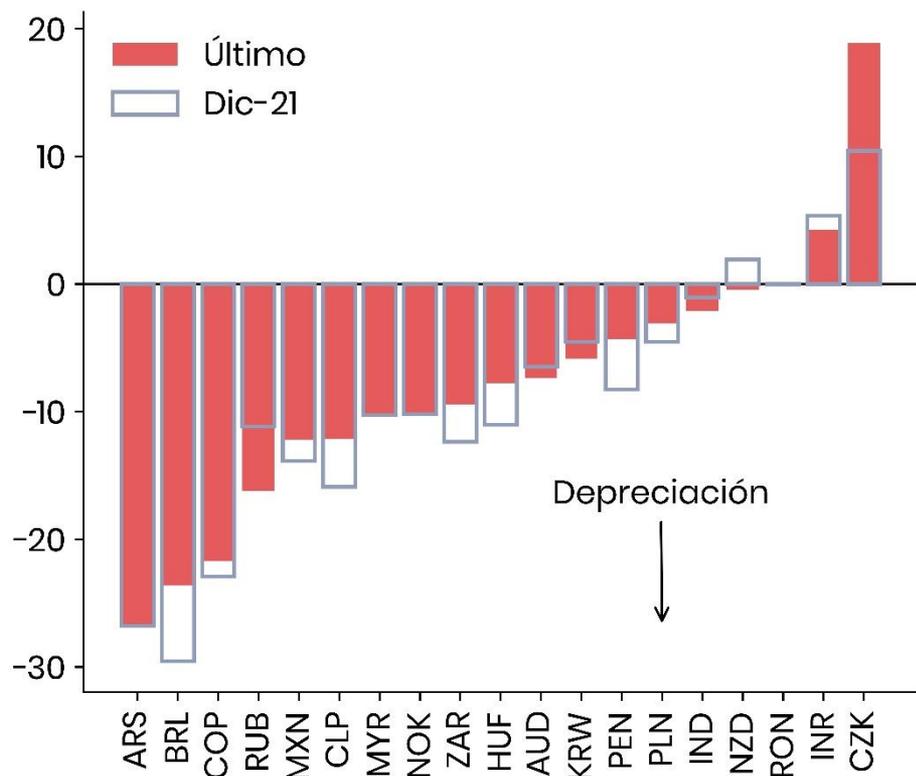
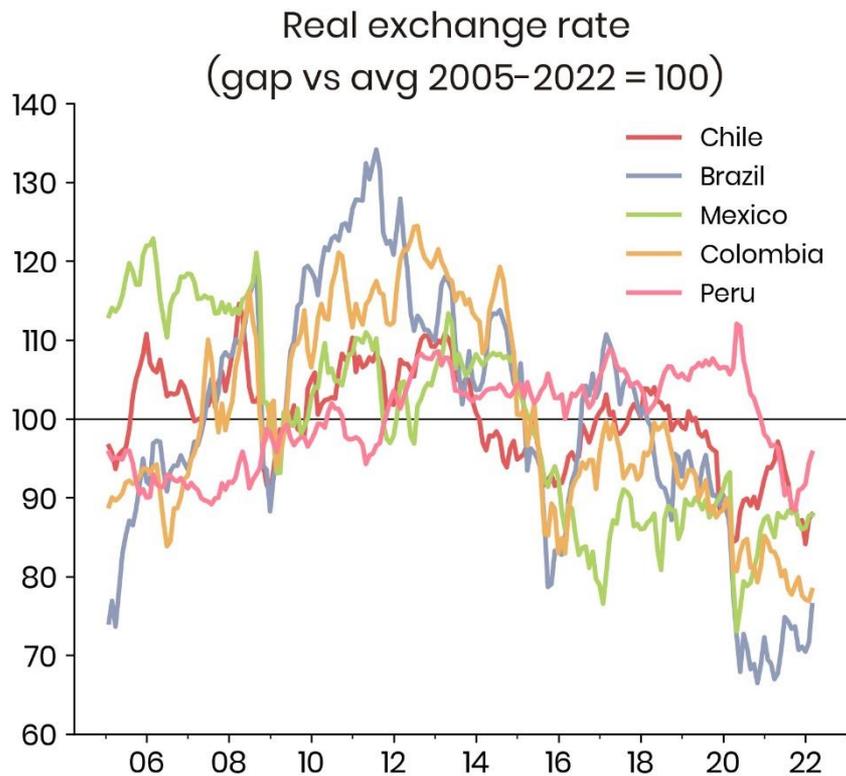
Dollar Exposure in Public Debt: Latin America



Federal Reserve Bank of St. Louis

Fuente: Fed de Saint Louis.

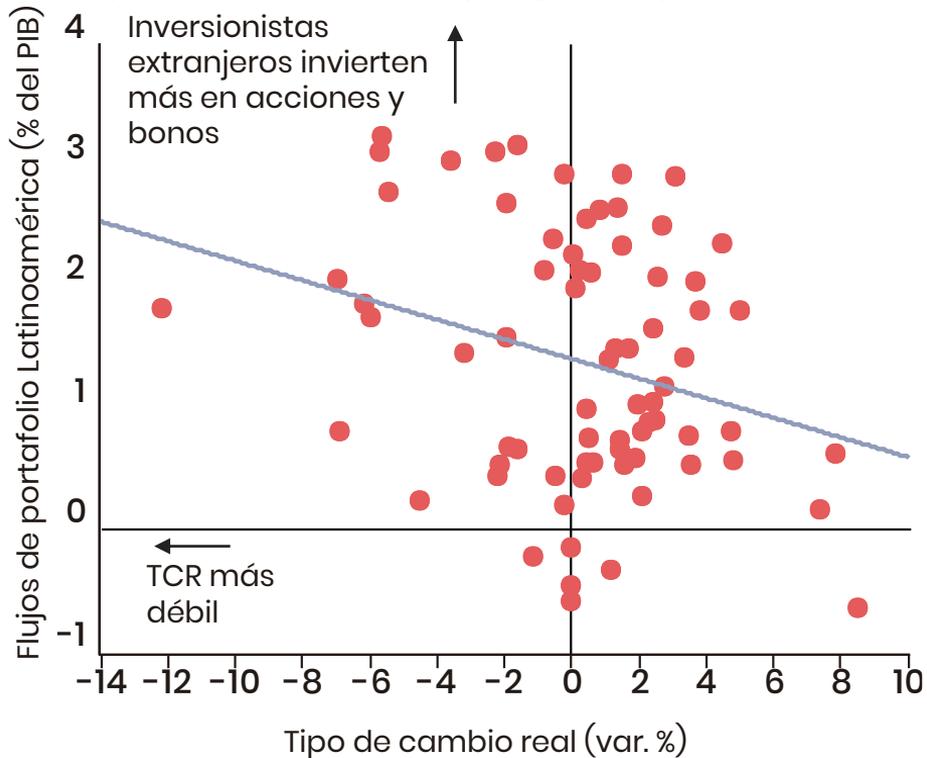
A pesar de la recuperación del último tiempo, las monedas de América Latina continúan con niveles de depreciación relevantes, sobre todo al comparar con el resto de sus pares emergentes.



Fuente: BIS y Estudios Security.

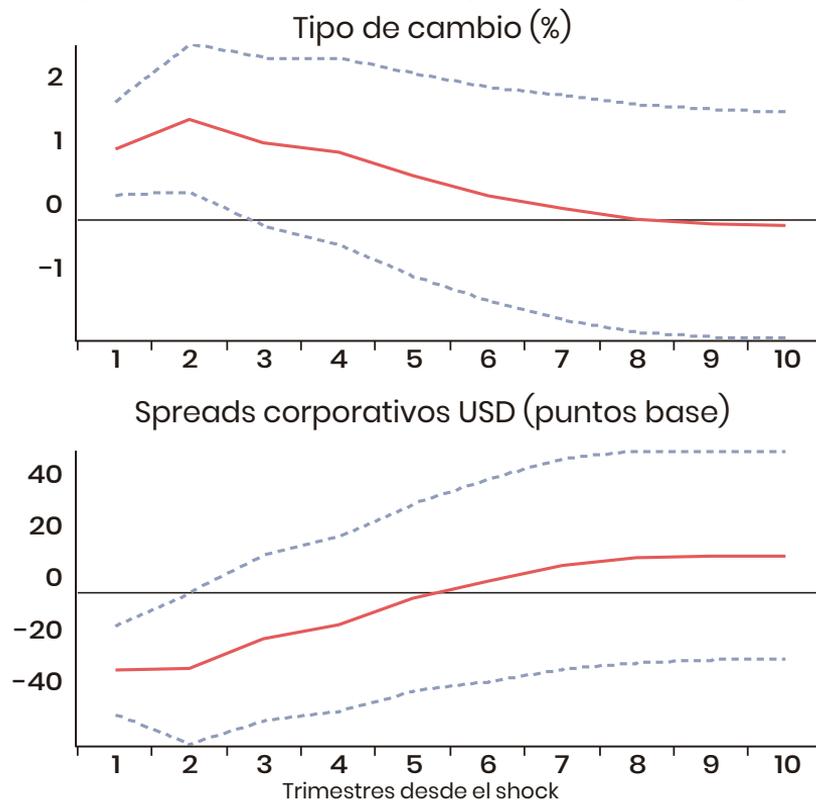
# Los activos podrían seguir beneficiándose de los mayores flujos, dadas las valorizaciones iniciales y el impulso de términos de intercambio.

## Tipo de cambio real y flujos de portafolio



Fuente: BIS, FMI y Estudios Security.

## Respuesta activos a mayor entrada flujos

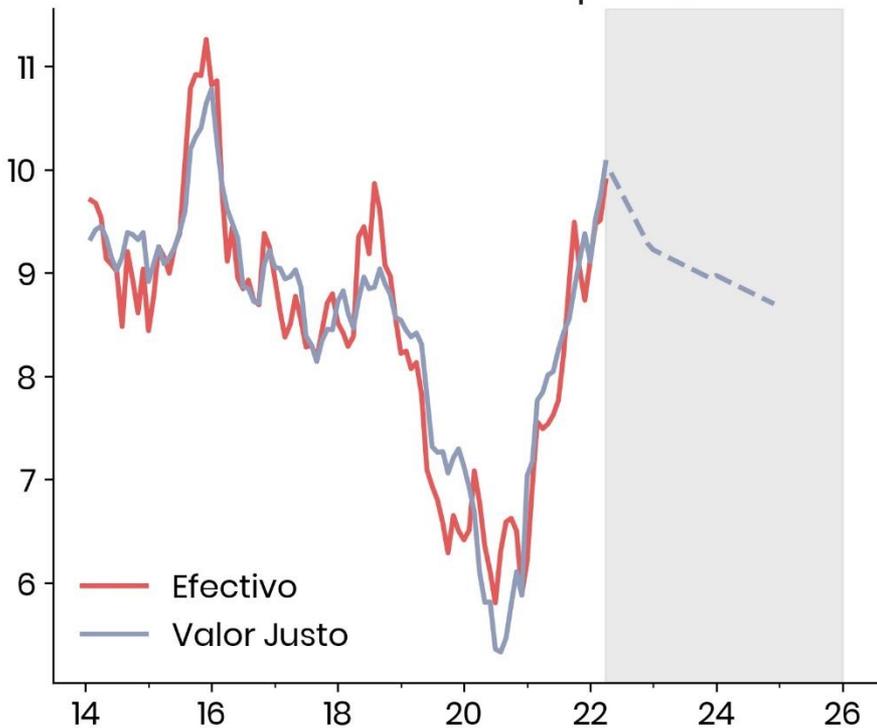


Mejores perspectivas para los precios de materias primas y el impacto positivo de los términos de intercambio nos lleva a ajustar a la baja las estimaciones de tipos de cambio para el 2022.

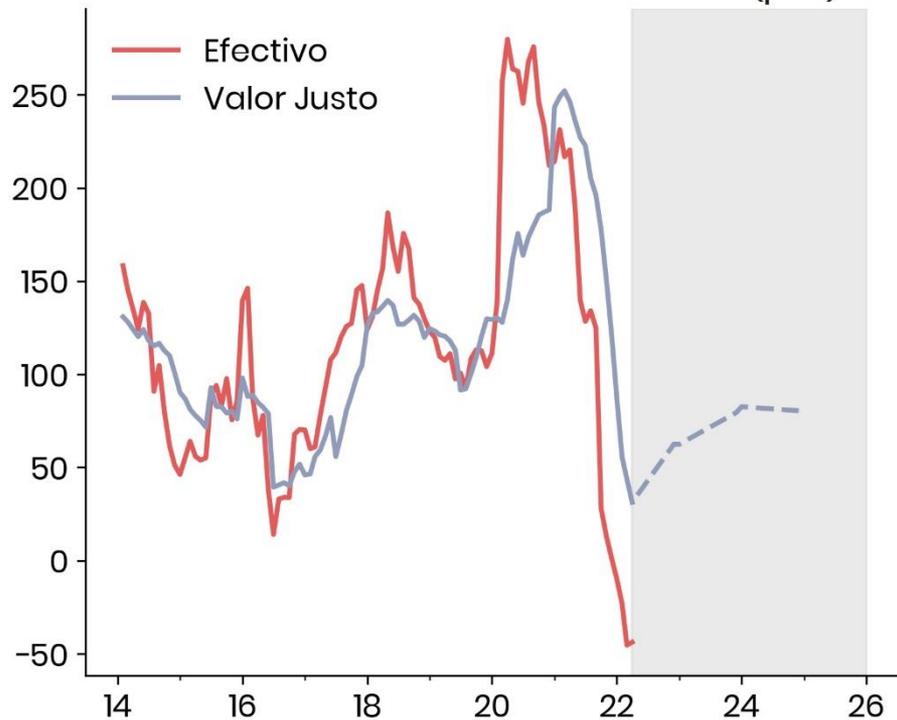
<b>Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022 (e.)</b>	<b>2023 (e.)</b>
<b>Argentina</b>	84.1	103	160	220
<b>Brasil</b>	5.2	5.6	5.3	5.2
<b>Chile</b>	711	850	800	800
<b>Colombia</b>	3,422	4,070	3,830	3,800
<b>México</b>	19.9	20.5	21.3	21.7
<b>Perú</b>	3.62	4.00	3.85	3.90

Vemos las tasas de más largo plazo en torno a su valor justo. Por otro lado, esperamos que las pendientes retornen a niveles más en régimen a partir del 2023.

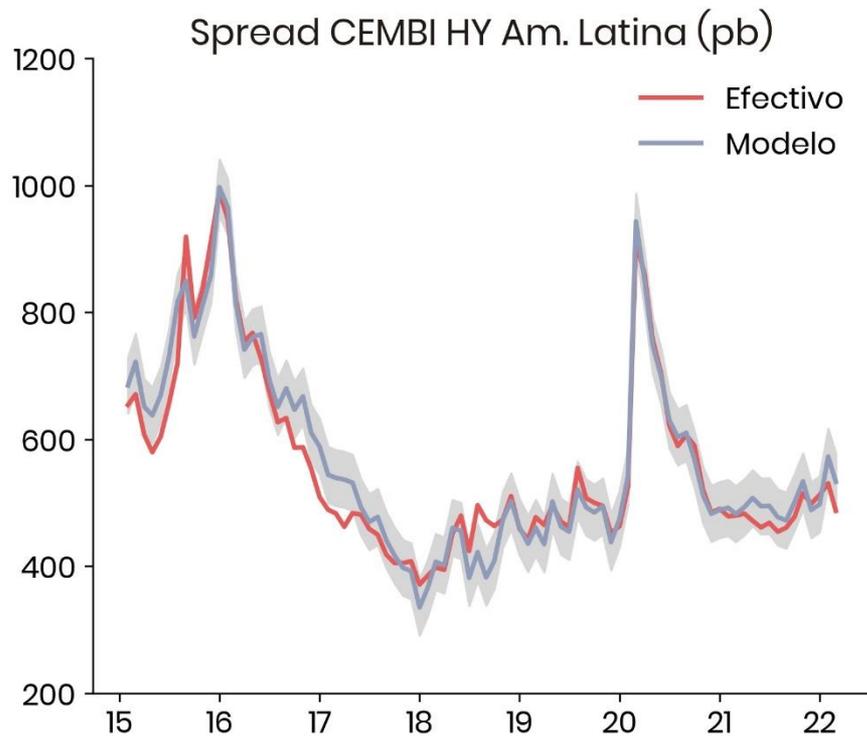
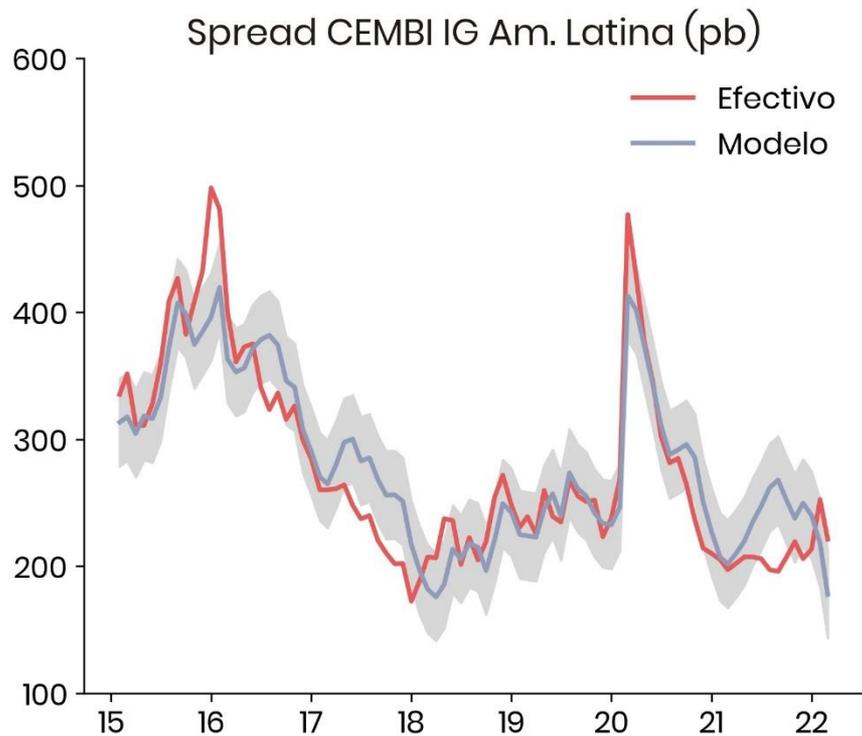
Am. Latina: Tasa swap 10 años



Am. Latina: Pendiente 10-2 años (p.b.)



Los spreads corporativos en dólares se ven alineados con lo que estimamos su valor justo.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.



# Latinoamérica: Mejores precios de materias primas compensarían escenario externo menos favorable

Departamento de Estudios

Abril, 2022