



Latinoamérica: Un balance de riesgos incómodo

Departamento de Estudios

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

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

Agosto, 2023

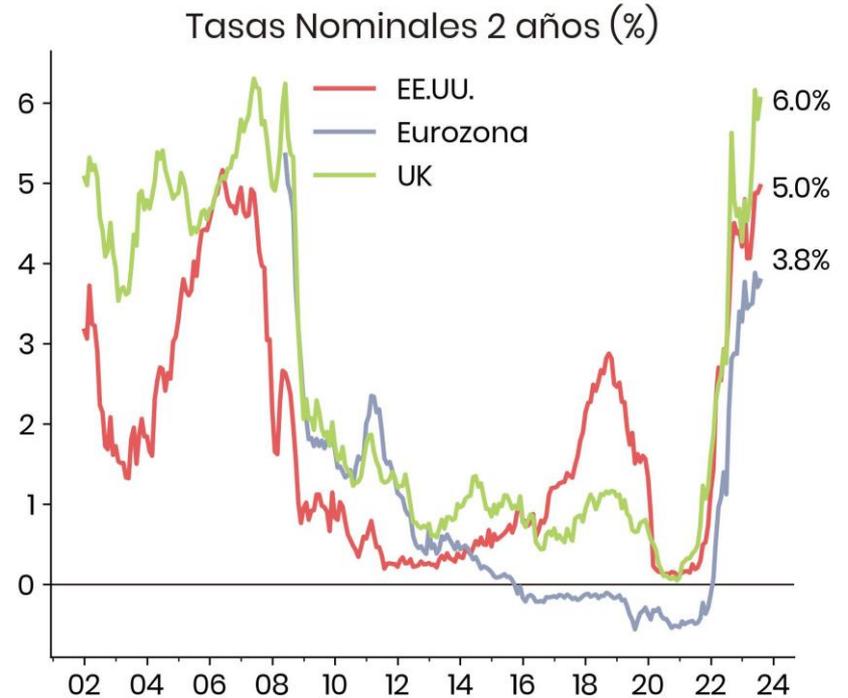
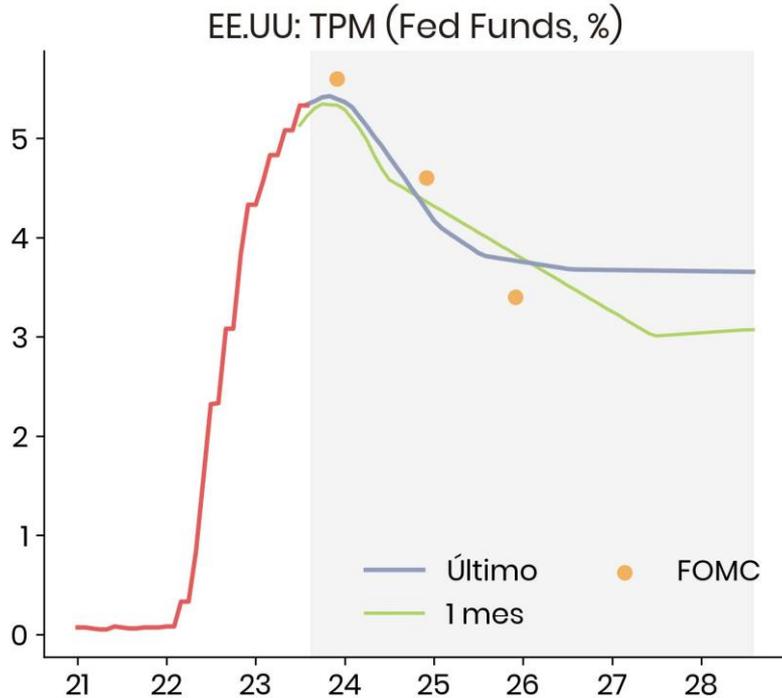
Escenario global: La resiliencia de la actividad económica en EE. UU. ha sorprendido a los mercados, aunque podría dificultar el panorama de moderación en la inflación global.

- Contra la mayoría de los pronósticos, **el crecimiento en EE. UU. ha logrado evitar una desaceleración mayor hasta el momento**, de la mano de un consumo privado resiliente, principalmente en servicios.
- La inflación también se ha ido moderando más marcadamente, aunque todavía se mantiene en niveles altos, sobre todo en las inflaciones subyacentes, las cuales podrían seguir enfrentando presiones en un contexto de resiliencia económica y mercados del trabajo todavía ajustados. **Con todo, la expectativa del mercado es que el ajuste restrictivo de la política monetaria a la fecha sería suficiente para lograr la estabilidad de precios.**
- Con esto la tensión en las tasas de corto plazo ha disminuido, **aunque sigue presente el riesgo de que reflote la evaluación de que la política monetaria necesite ajustarse más al alza, sobre todo si el ajuste del mercado del trabajo se continúa dando a una velocidad baja.**
- **Algo de esto último está detrás del aumento más considerable que han mostrado las tasas de más largo plazo en la curva de EE. UU.**, aunque en esto último también han influido algunos factores de manejo fiscal y potenciales cambios en la demanda internacional de bonos del tesoro.
- De todos modos, las estimaciones de primas por plazo continúan bajas, lo que sugeriría que **el mercado ha ido incorporando una trayectoria de largo plazo para la Fed Funds más elevada, lo que creemos no necesariamente sería así, ya que cuesta pensar en una trayectoria de largo plazo para la tasa de política monetaria tan elevada**, en una economía con tasas neutrales que no habrían variado significativamente.

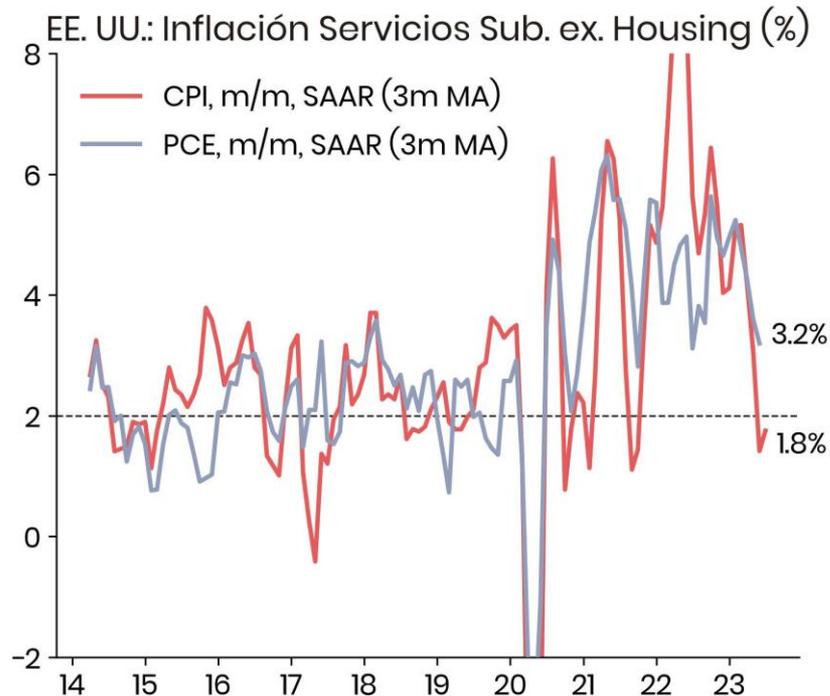
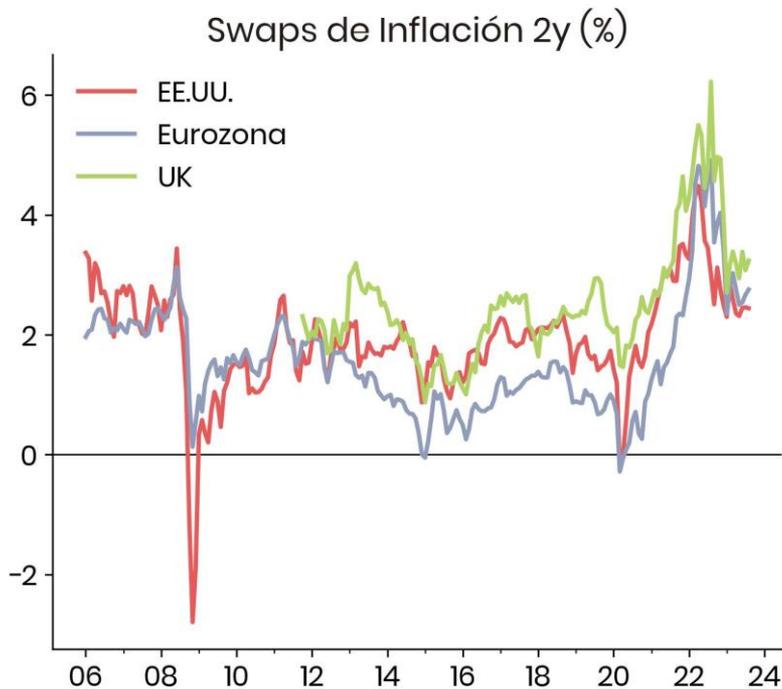
Mientras tanto China se desinfla y pone riesgos a los precios de materias primas y el impulso de las economías emergentes.

- Con esto, **creemos hay que tener cautela en extrapolar movimientos al alza mayores para las tasas de más largo plazo en lo venidero**, sobre todo considerando que el nivel actual de restricción monetaria todavía es coherente con una desaceleración mayor de la actividad económica hacia finales del año.
- En este contexto, **las sorpresas a la baja han venido por el lado de China, con una actividad que dejó atrás rápidamente el dinamismo del primer trimestre y en donde la incertidumbre respecto a la situación financiera del mercado inmobiliario es alta.**
- **La respuesta de la autoridad**, que se ha enfocado principalmente en los canales de crédito, con recortes de tasas, hasta el momento **no se ha dado con la intensidad suficiente para entregar más creíblemente un piso en 5% al crecimiento de los próximos trimestres.** La respuesta considerada óptima es una que permite impulsar la demanda de hogares y empresas de manera directa.
- **La composición del crecimiento mundial importa**, a pesar de que se anticipe que el mundo no crecería mucho menos de lo que se creía a principios del año, el hecho de que China lo haga a un ritmo menor tiene implicancias no triviales para los precios de las materias primas y los activos financieros.
- Así, los precios de las materias primas enfrentan un panorama más desafiante para la segunda mitad del año y el dólar podría mantener los niveles de apreciación actuales, **implicando términos de intercambios para las economías de la región que se deterioran en los próximos meses y un panorama externo más negativo.**

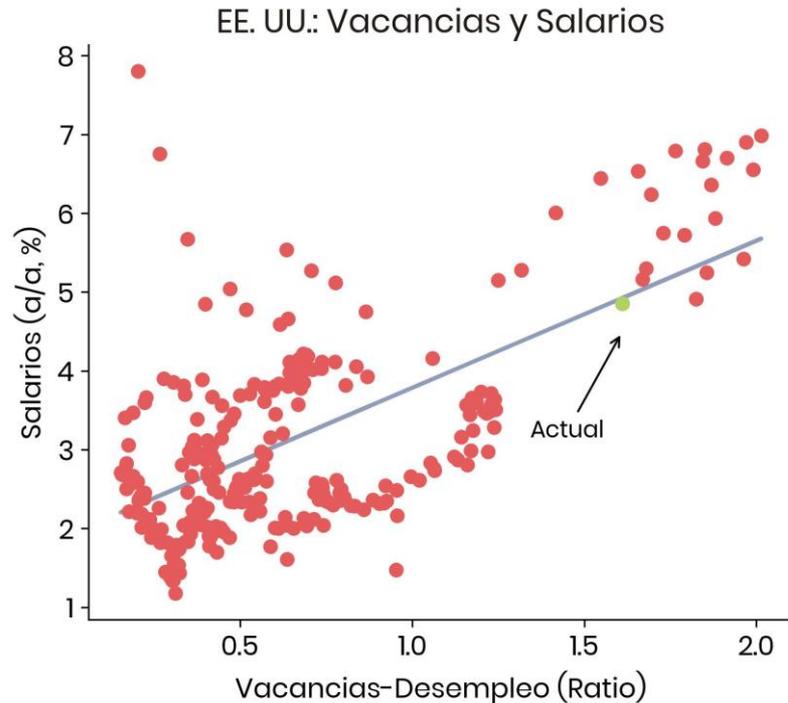
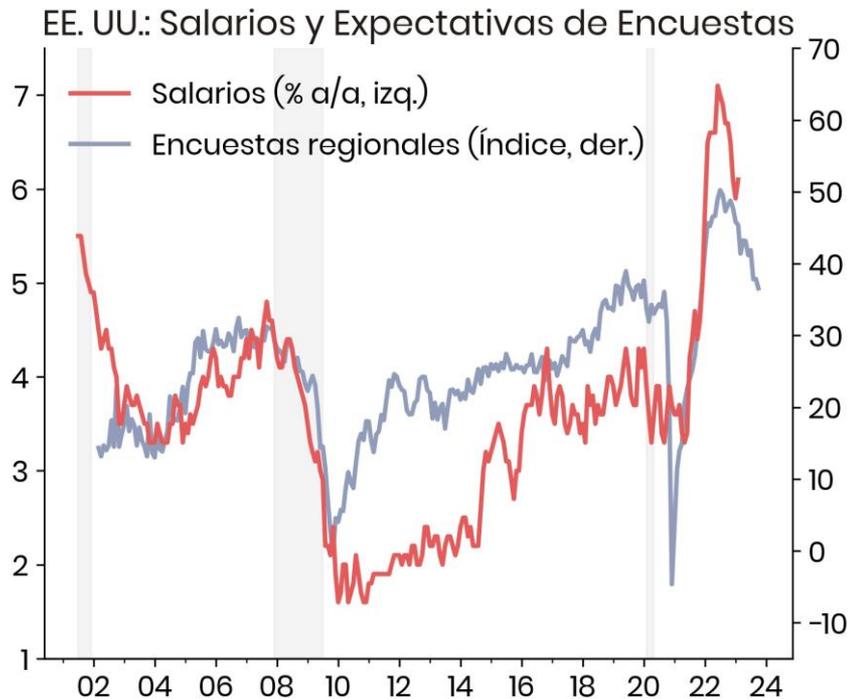
La tensión respecto a los riesgos de política monetaria ha disminuido, pero no ha desaparecido del todo. La trayectoria anticipada de la Fed Funds para el próximo par de años se ha mantenido estable, aunque la expectativa es que esta se estaciona a un nivel todavía restrictivo por varios años.



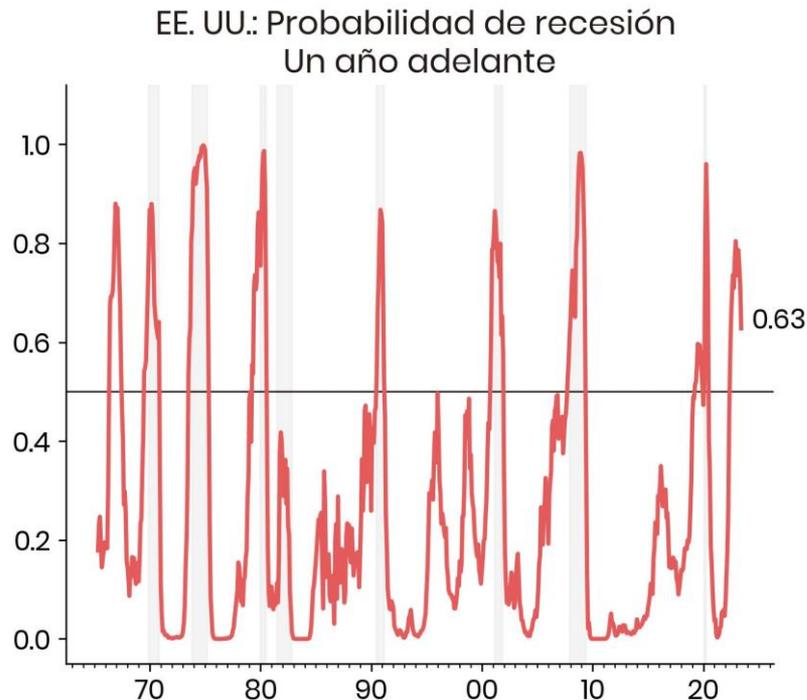
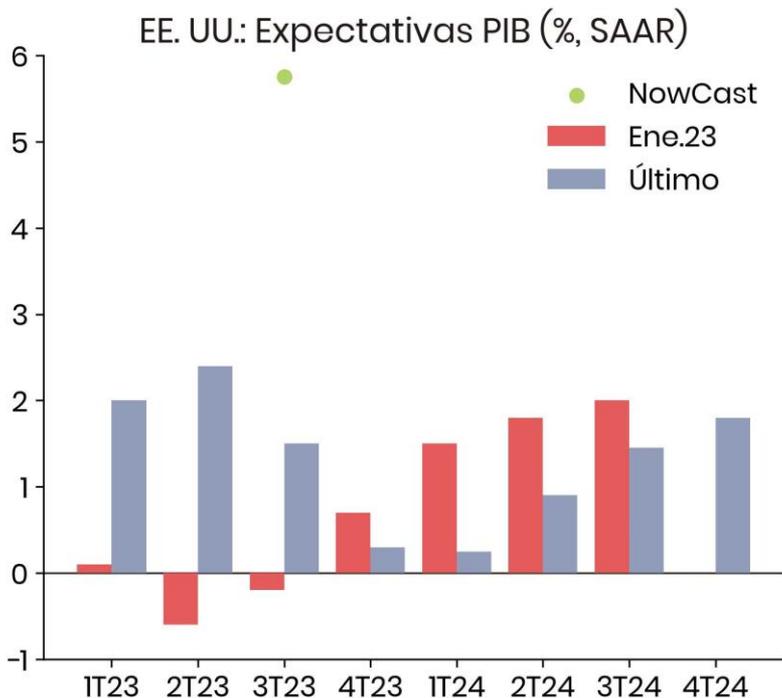
La inflación ha continuado disminuyendo, a niveles más normalizados, incluso los componentes más subyacentes se han acercado bastante a lecturas coherentes con los objetivos. Asimismo, las expectativas del mercado han continuado bien ancladas.



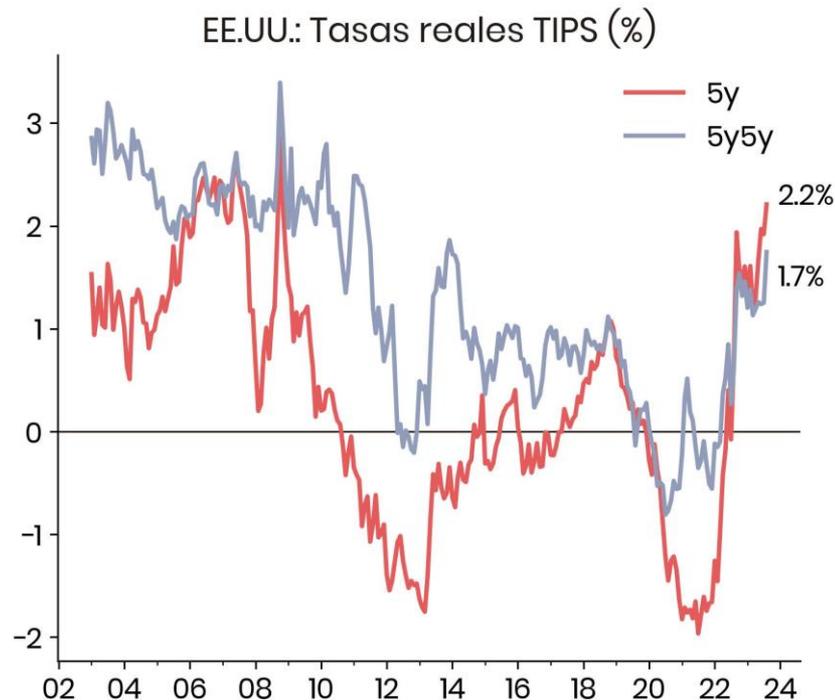
El ajuste del mercado del trabajo parece ir teniendo un impacto en los salarios, aunque este es muy gradual. Esto mantiene la incertidumbre respecto a la posibilidad de que los bancos centrales validen los recortes de tasas que incorpora el mercado.



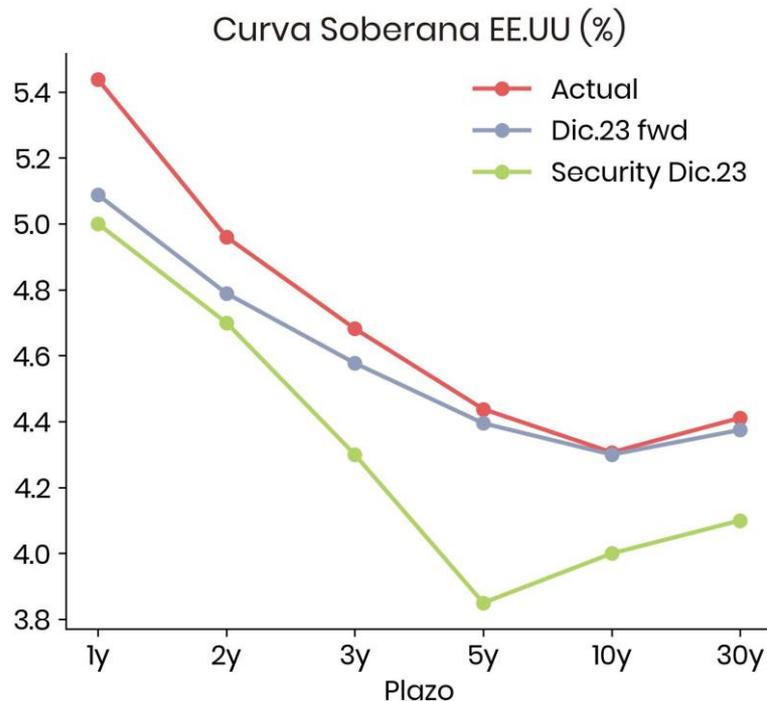
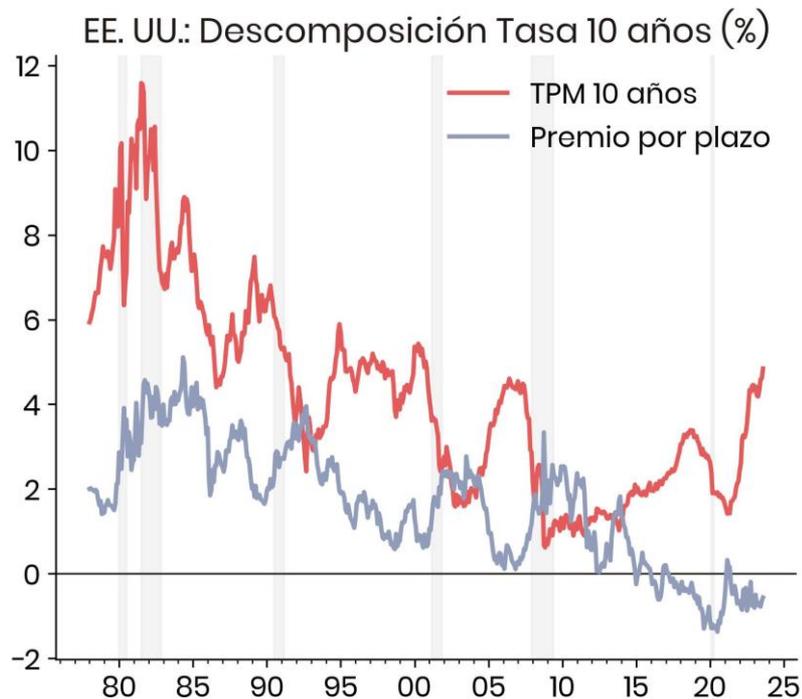
Las sorpresas respecto a lo anticipado a principios de año han venido por el lado de la actividad. La expectativa de una recesión en el corto plazo ha disminuido ante los mejores datos efectivos hasta el 2T23. La probabilidad de un *soft landing* en EE. UU. sigue en pie.



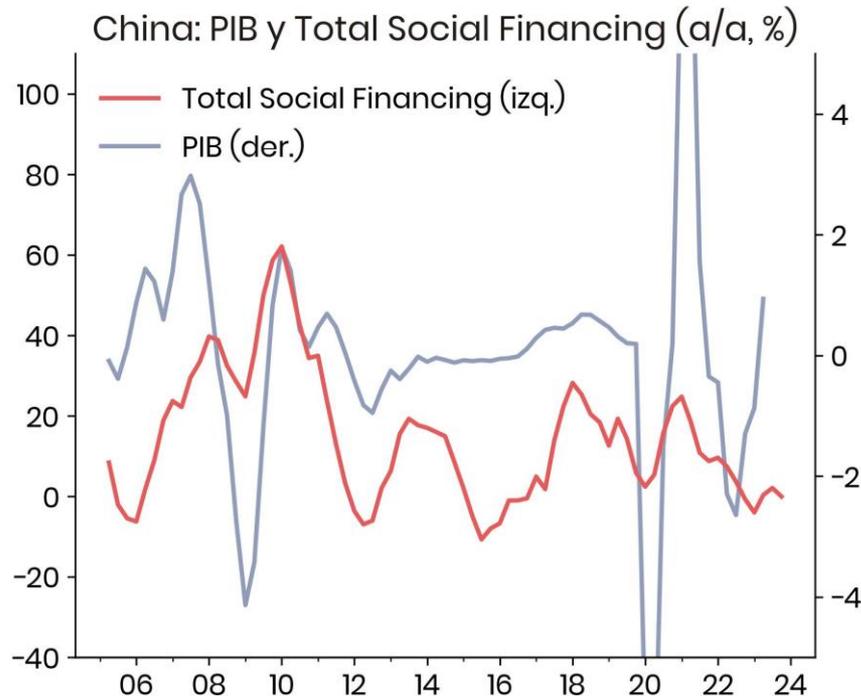
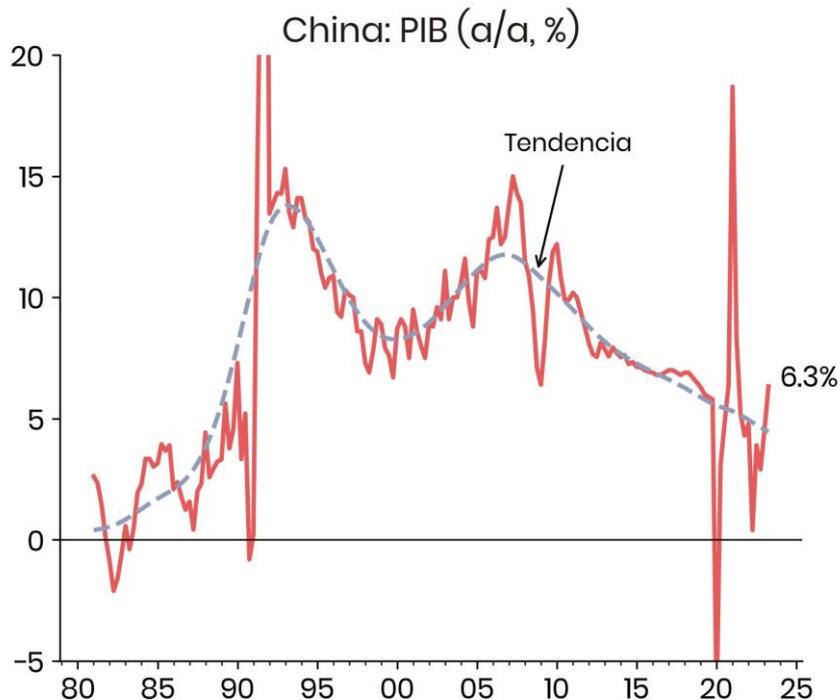
Esto se ha materializado en presiones para las tasas de más largo plazo que han continuado presentes, llevando a las tasas reales a nuevos máximos de este ciclo. En esto también estarían jugando un rol el cambio en el manejo de la curva local del Banco Central de Japón, así como potenciales mayores montos de emisión por parte de la Tesorería de EE. UU.



Con todo, a pesar de leves aumentos, las estimaciones de premios por plazo siguen bajas, lo que sugiere una sobrerreacción por parte del mercado respecto a la política monetaria. Las curvas forwards incorporan un escenario de tasas por sobre las proyecciones en base a fundamentales macroeconómicos.

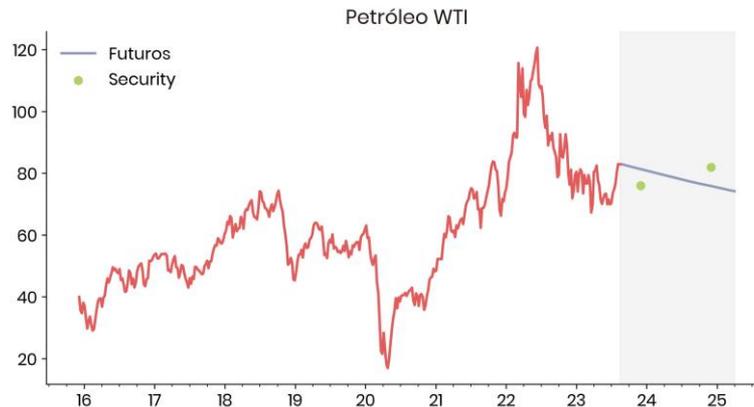
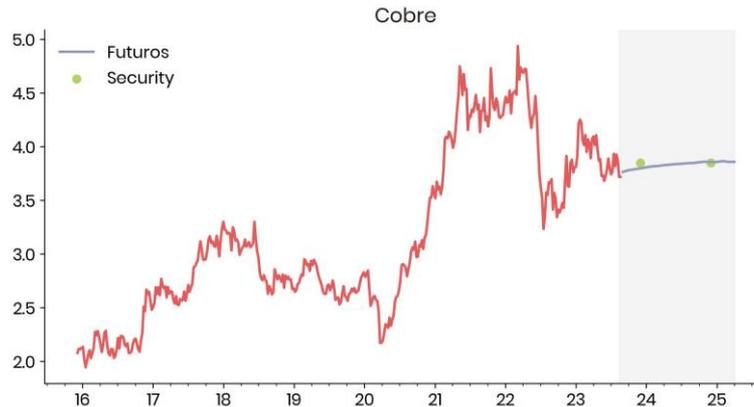
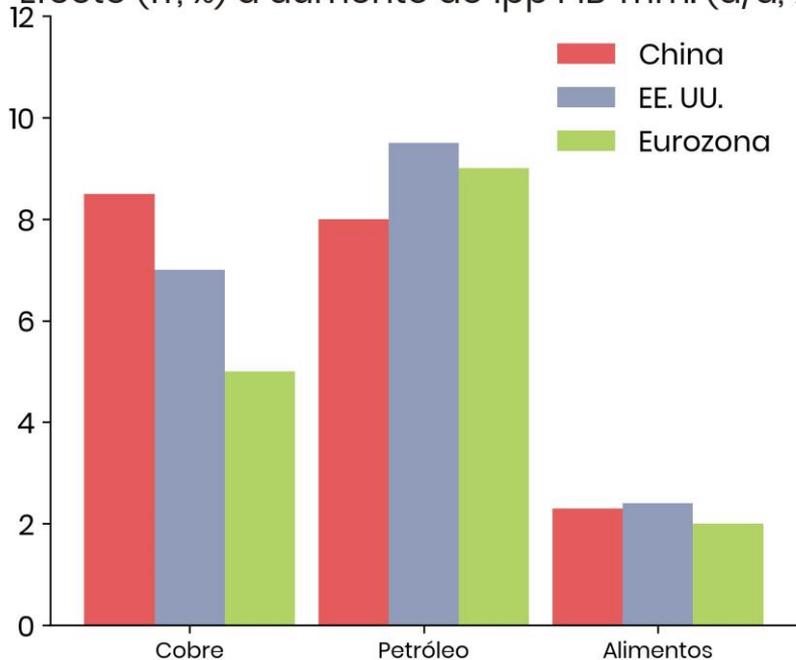


En China, los últimos datos débiles de actividad mantienen las dudas respecto al estado de la economía, y se ensombrecen las perspectivas respecto al crecimiento de los próximos trimestres y el piso que podría haber en torno al 5%. La autoridad necesitaría estimular de manera directa la demanda de hogares y empresas para lograr esto.

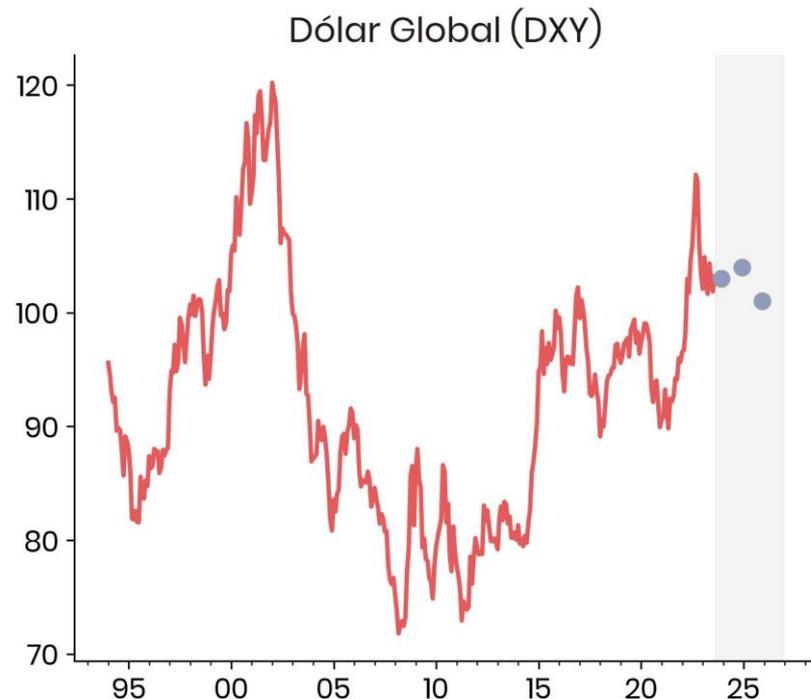
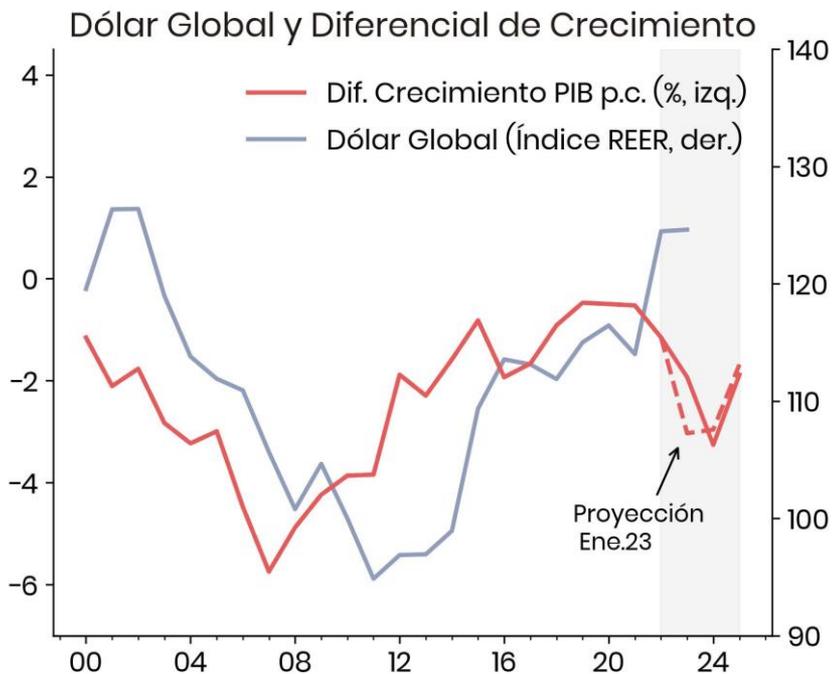


La dinámica de China es más importante para los metales, mientras que el resto del mundo para el petróleo. La debilidad mayor de EE. UU. hacia finales del año llevaría a precios del petróleo algo por debajo los niveles actuales y los futuros. El cobre se estabilizaría en estos niveles.

Efecto (IT, %) a aumento de 1pp PIB Trim. (a/a, %)



El dólar no presentaría una tendencia marcada en el corto plazo. La relajación de la tensión en las políticas monetarias es un fenómeno transversal entre las economías desarrolladas y los riesgos de un crecimiento de emergentes que sorprende a la baja podrían sostener al dólar a nivel global.



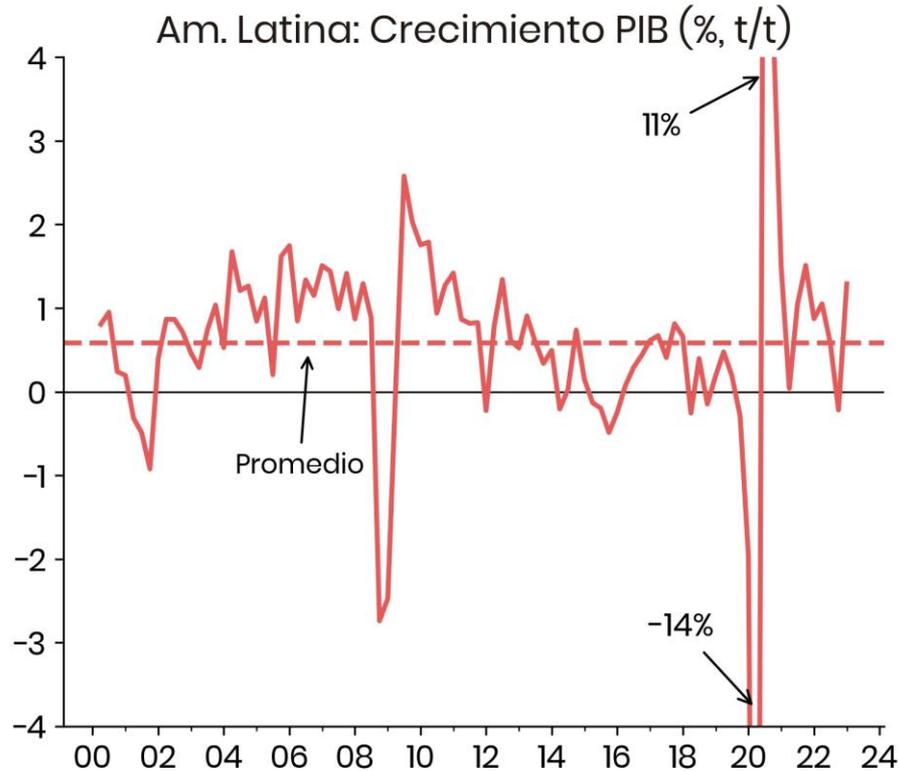
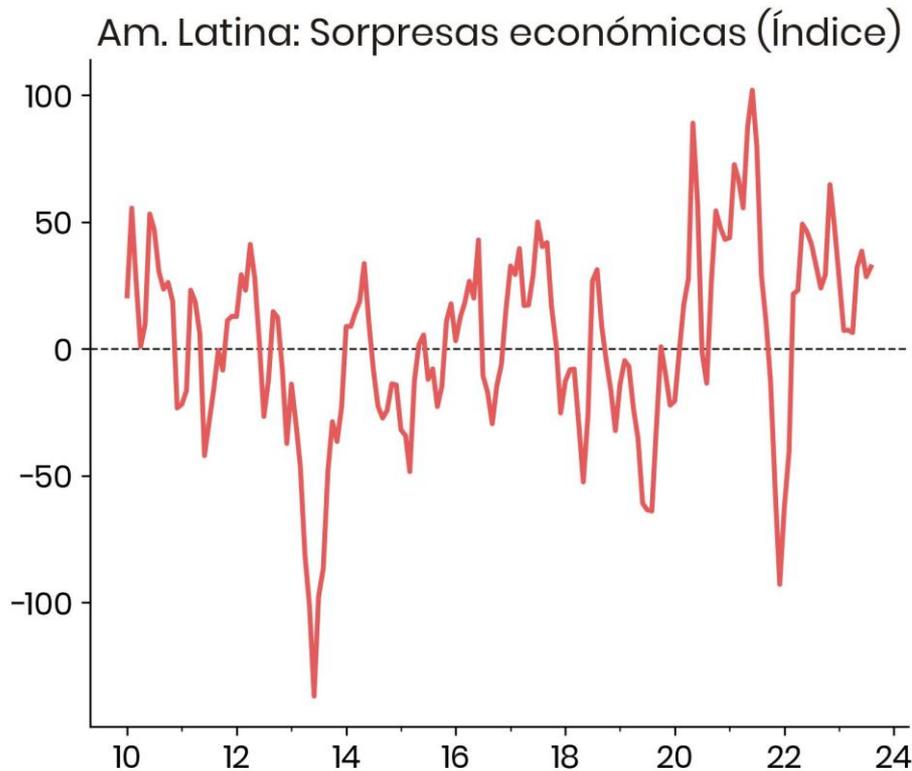
En Latinoamérica, el crecimiento también ha sorprendido al alza, de la mano de un impulso externo en la primera mitad del año más favorable y shocks de oferta positivos.

- **El crecimiento ha estado más resiliente en los primeros meses del año, impulsado principalmente por un sector externo más favorable y shocks de oferta positivos**, aunque los vientos de cola para servicios también han jugado un rol relevante en este dinamismo.
- **Con todo, para el 2S23 mantenemos la cautela, ante la postura monetaria que se mantiene restrictiva, un espacio fiscal ajustado, y un menor impulso externo, todo parcialmente compensado por el consumo que se recupera ante la menor inflación.** Esto se materializa en un crecimiento esperado para el 2023 que aumenta a 1.3% (vs un 0,9% en el informe anterior) y uno para el 2024 que disminuye levemente a 1.6% (vs un 1,9% en el informe anterior).
- Este escenario base no incorpora los riesgos a la baja que podrían venir por caídas mayores a las actuales en los precios de materias primas o un dólar global más apreciado.
- **Por el lado de las condiciones financieras, estas se han ajustado la mayor parte del año de manera favorable**, con spreads que han caído, bolsas sostenidas y movimientos acotados de las monedas. Esto deja espacio para reversiones negativas en la segunda mitad del año que podrían contrarrestar las menores presiones de las políticas monetarias a nivel local. Estos ajustes se dan de manera rápida, como se evidenció en marzo del este año.
- **En el último par de meses los tipos de cambio reales de la región han vuelto a enfrentar mayores presiones**, aunque estos movimientos son acotados versus la recuperación vista desde inicios de año. En Chile se han generado desvíos mayores. Con todo, Brasil y México mantienen brechas mayores versus su historia.

Las políticas monetarias se relajarían en la mayoría de los países antes de fin de año, en donde las sorpresas a esta trayectoria podrían venir principalmente de los componentes transables de la inflación.

- **La inflación se ha moderado rápidamente en la mayoría de los países**, de la mano de menores costos, menores presiones en las monedas versus el 2022 y mayores inventarios. **No obstante, la moderación de las inflaciones subyacentes ha sido más gradual, ante mercados del trabajo que en general continúan ajustados** y en donde la expectativa apunta a un aumento menor en el desempleo en la última parte del año.
- Con todo, **la inflación alcanzaría la meta en Chile en la primera mitad del próximo año y se estacionaría levemente por sobre los objetivos en Brasil y México hacia finales del 2024**. En Colombia el ajuste tomaría más tiempo de acuerdo con una brecha que cerrar más grande.
- **En general las perspectivas de la política monetaria se han ajustado marginalmente en el último trimestre y siguen apuntando a recortes que se materializan este año en la mayoría de los países**. En Chile y Brasil, quienes ya iniciaron el ciclo de recortes, el ajuste sería más agresivo que lo adelantado a mediados del 2T. Colombia iniciaría los recortes en la última parte del año, mientras que México, influido por la política monetaria de la FED, esperaría hasta el próximo año para llevar a cabo los primeros recortes.
- **Vale la pena notar que las tasas reales siguen muy altas en perspectiva histórica, y se anticipa que terminen el año en niveles que se mantienen restrictivos, 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.

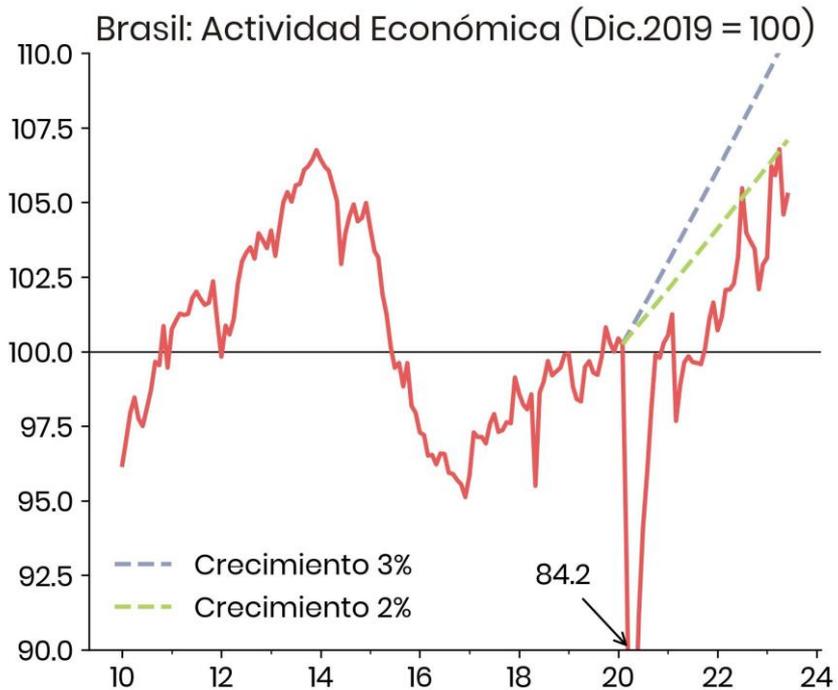
El crecimiento ha estado más resiliente en los primeros meses del año, impulsado principalmente por un sector externo más favorable y shocks de oferta positivos. Con todo, al igual que en las economías desarrolladas, los vientos de cola para servicios han jugado un rol relevante en las sorpresas al alza.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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

Las sorpresas al alza en Brasil han venido de un crecimiento significativo en la producción agrícola, aunque otros sectores también han mostrado una resiliencia mayor. En el caso de México, las sorpresas al alza se han dado de la mano de la economía de EE. UU. más robusta y un crecimiento robusto de la inversión tanto pública como privada.

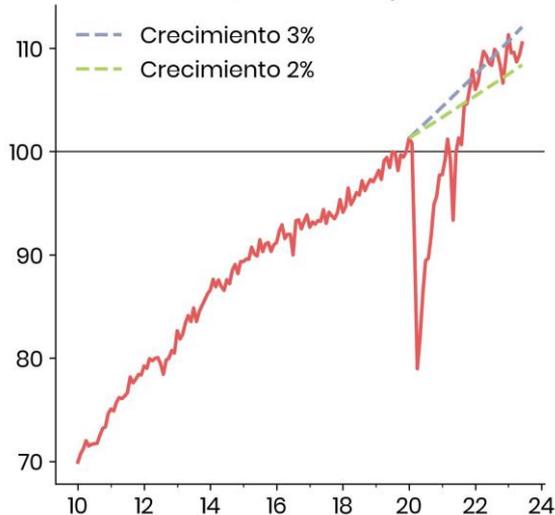


En Chile la actividad está estancada, con un desempeño más débil de la actividad no minera después del sobrecalentamiento anterior. La actividad en Colombia sorprendió a la baja, ante una ejecución pública más débil. En Perú, la actividad ha seguido golpeada ante la incertidumbre política, aunque en los últimos meses esta ha ido mejorando.

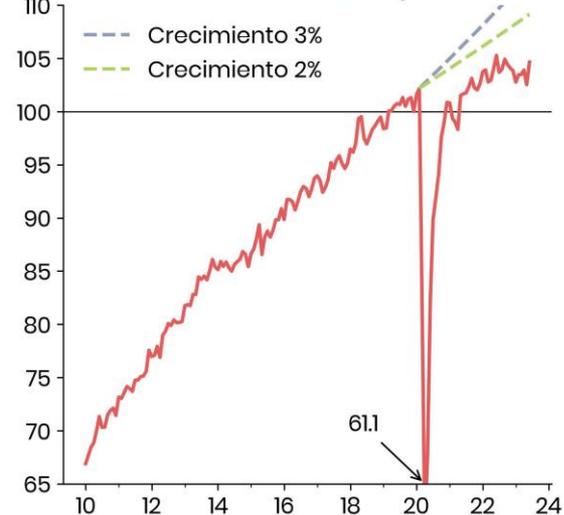
Chile: Actividad Económica (Dic.2019 = 100)



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

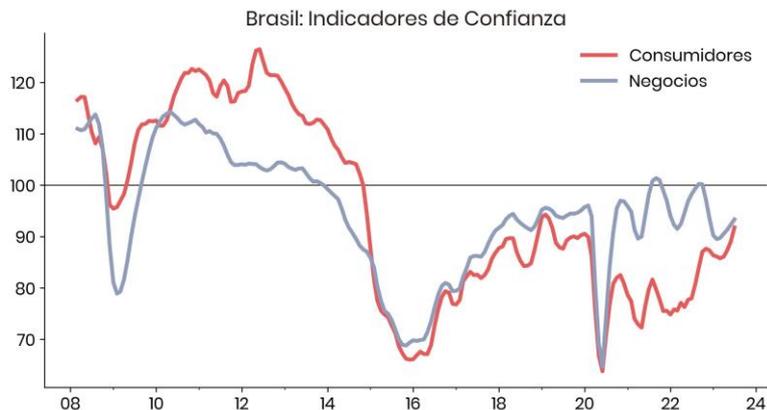


Perú: Actividad Económica (Dic.2019 = 100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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

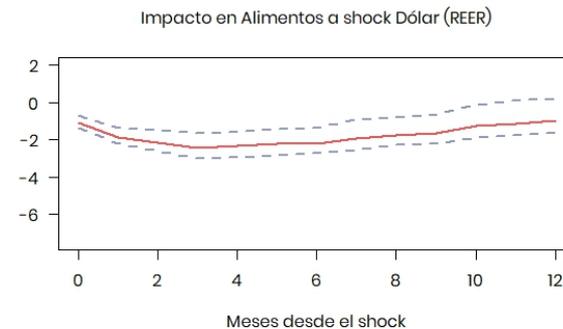
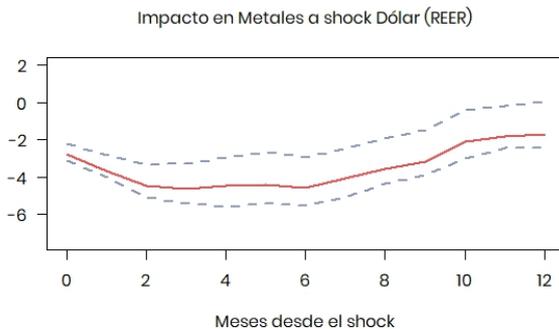
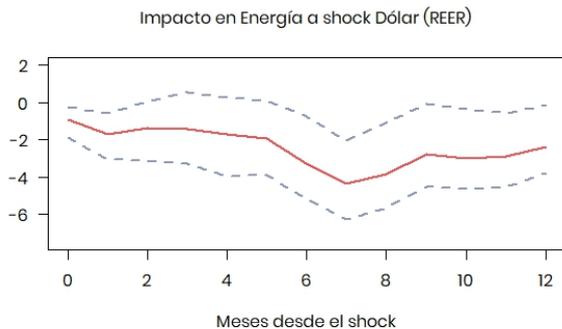


* Series graficadas como el promedio móvil trimestral. En Chile las líneas punteadas representan el promedio de los índices para esa ventana de tiempo. En México, la confianza se encuentra en niveles promedios en el caso de los negocios (52 p.) y por sobre los promedios para los consumidores (45 p.).

Para la segunda mitad del año mantenemos la cautela, ante la postura monetaria que se mantiene altamente restrictiva, el espacio fiscal ajustado, y un menor impulso externo, todo parcialmente compensado por el consumo que se iría recuperando ante la menor inflación. Esto se ve reflejado en una expectativa para el 2023 que aumenta hacia 1.3% y un 2024 que disminuye levemente a 1.6%.

PIB (var % a/a)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	9.2	5.2	-2.0	-0.5
Brasil	4.7	2.9	2.0	1.8
Chile	12.0	2.4	0.0	1.5
Colombia	9.5	7.5	1.5	2.0
México	5.3	3.1	2.0	2.0
Perú	12.9	2.7	1.5	2.5
Am. Latina	6.7	3.6	1.3	1.6

Los riesgos a la baja para este escenario podrían venir de un impulso externo más desfavorable. En este caso, el impacto en los precios de las materias primas a un shock del dólar global es mayor en metales versus las materias primas energéticas y alimentos. Con ello, ante un debilitamiento del apetito por riesgo los términos de intercambio de las economías exportadoras de metales se ven más afectados.



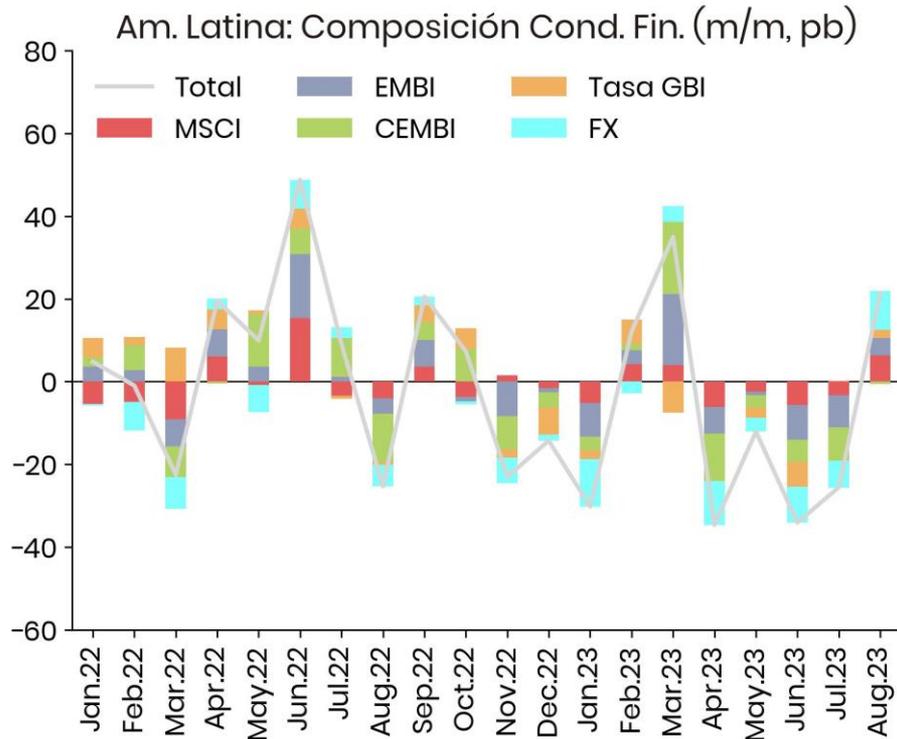
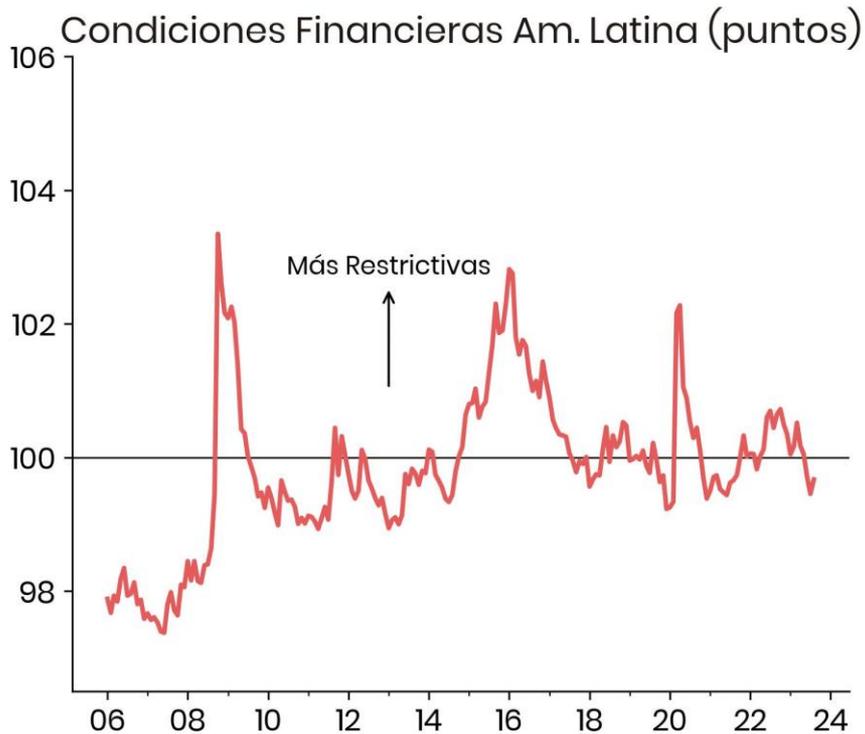
* El shock corresponde a un aumento de aproximadamente 1,5 pp en la variación anual del dólar.

En particular, para el caso de Chile se anticipa términos de intercambio que continuarían la tendencia a la baja en los próximos trimestres, cayendo versus niveles elevados. Para Perú se anticipa una dinámica más bien plana.

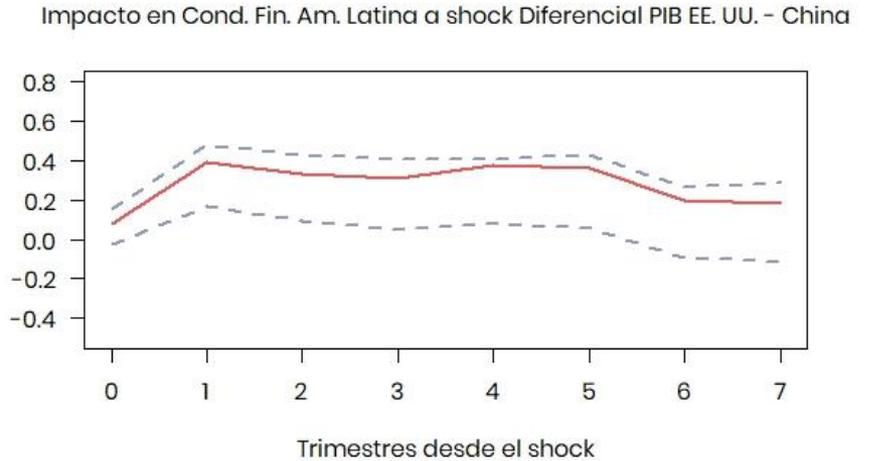
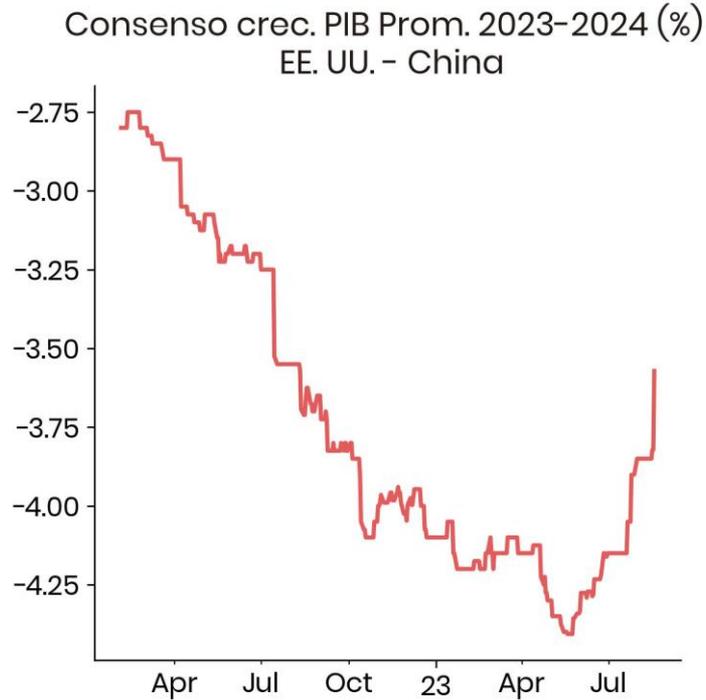


*Variación anual

Las condiciones financieras se han ajustado la mayor parte del año de manera favorable, con spreads que han caído, bolsas sostenidas y movimientos acotados de las monedas. No obstante, el ajuste que pueden enfrentar las condiciones financieras es rápido, como se evidenció en marzo.

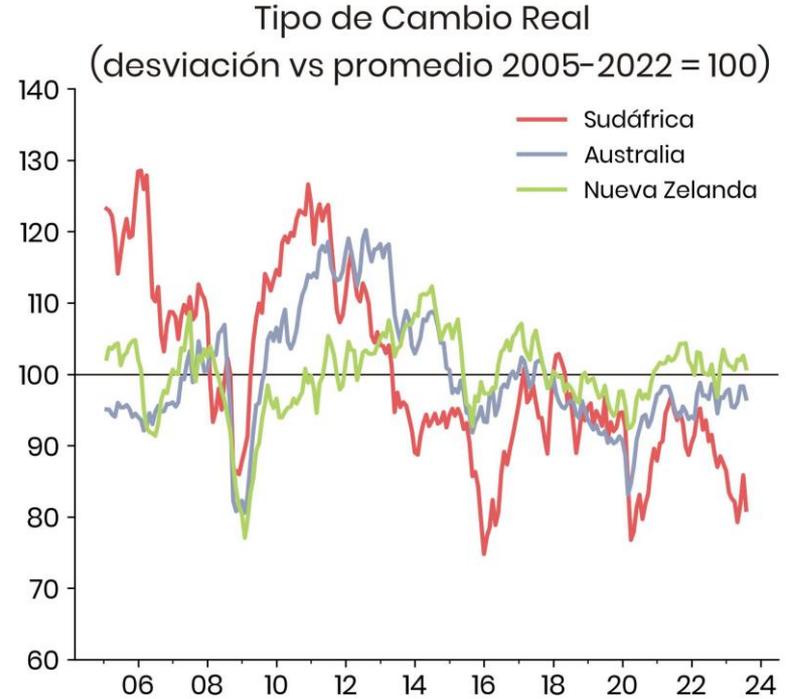
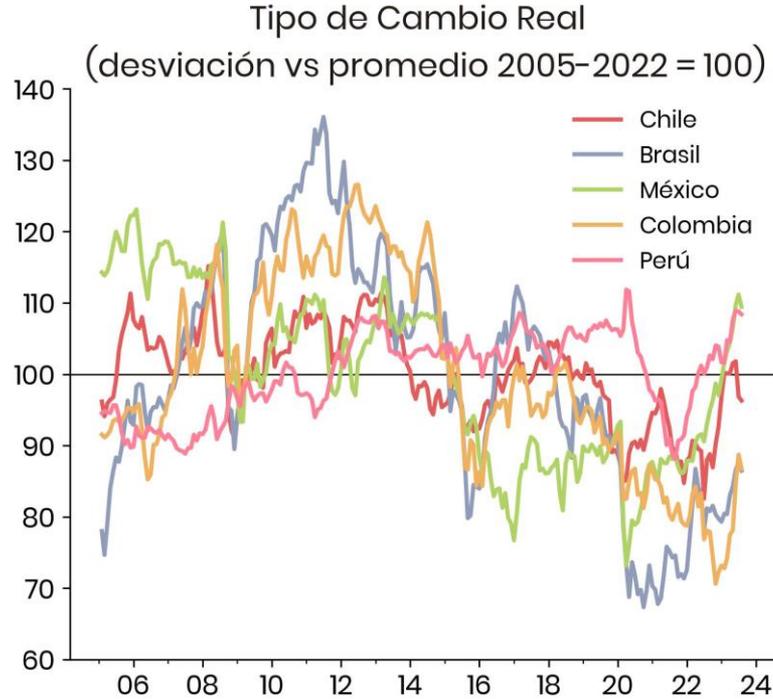


Asimismo, las condiciones financieras de la región se ven afectadas por el cambio en la composición del crecimiento mundial. Un crecimiento que se continúa moviendo a favor de EE. UU. podría seguir moviendo al alza el dólar y afectando el apetito por los activos emergentes.



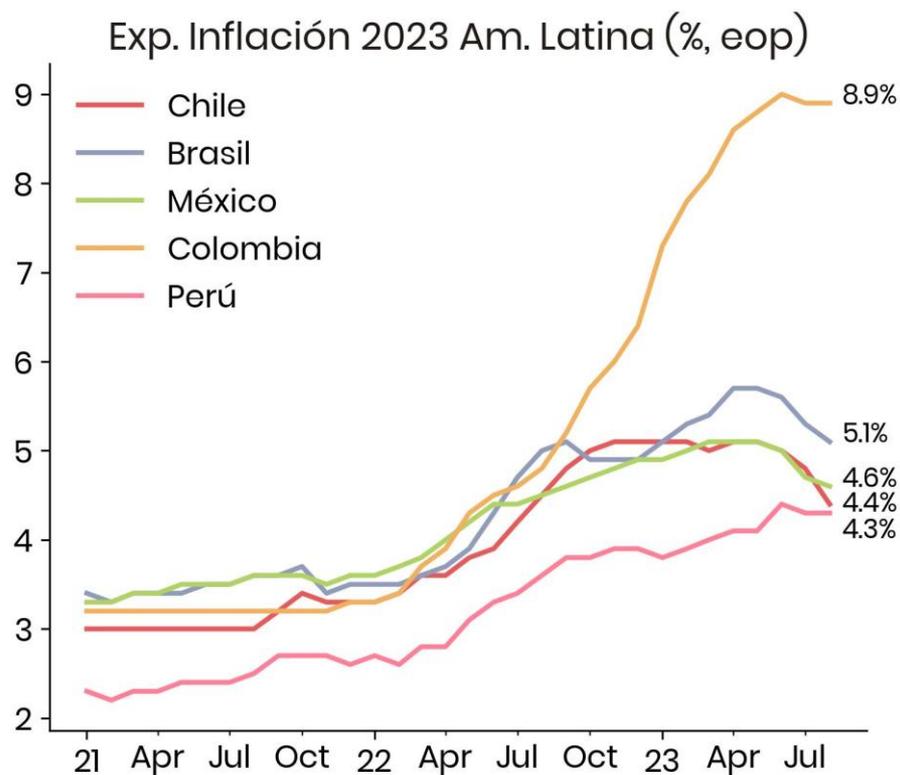
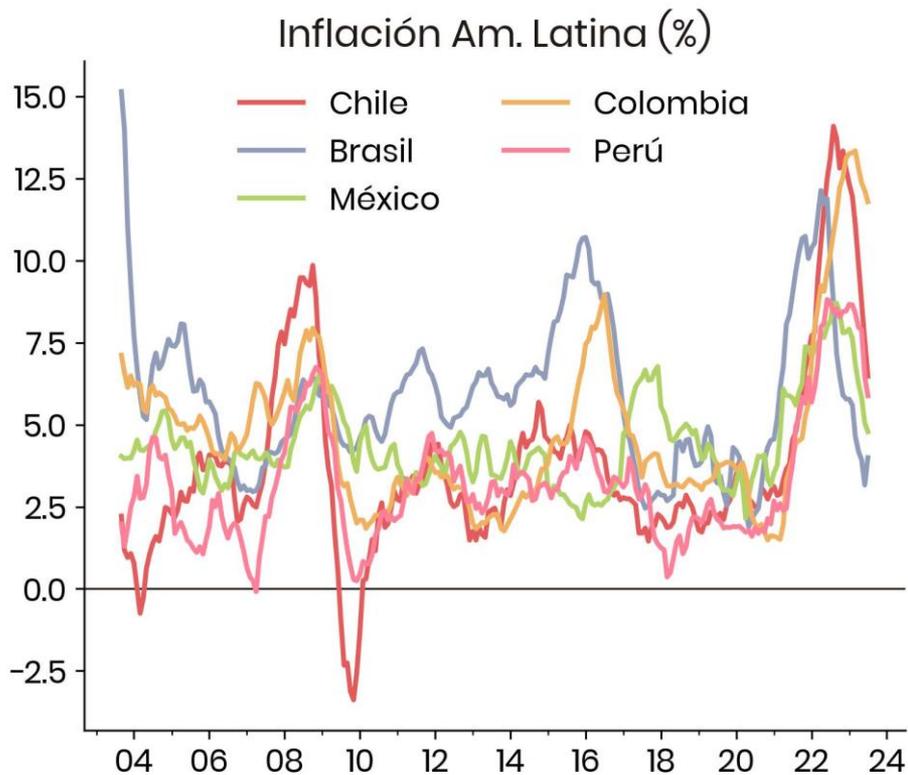
* El shock corresponde a un aumento de aproximadamente 3 pp en el diferencial de crecimiento

En el último par de meses los tipos de cambio reales de la región han vuelto a enfrentar mayores presiones, aunque estos movimientos son acotados versus la recuperación vista desde inicios de año. En Chile se han generado desvíos mayores. Con todo, Brasil y México mantienen las brechas versus su historia más considerables.



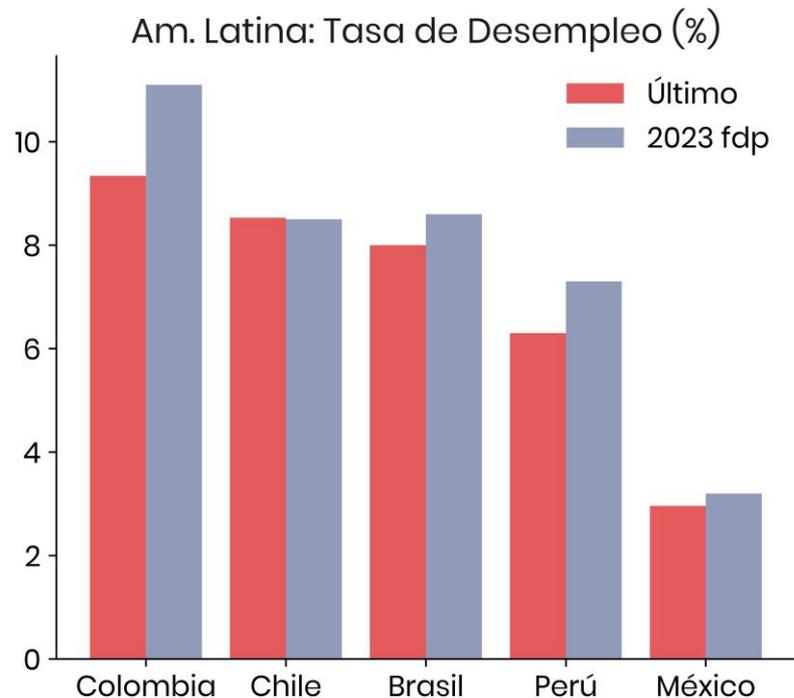
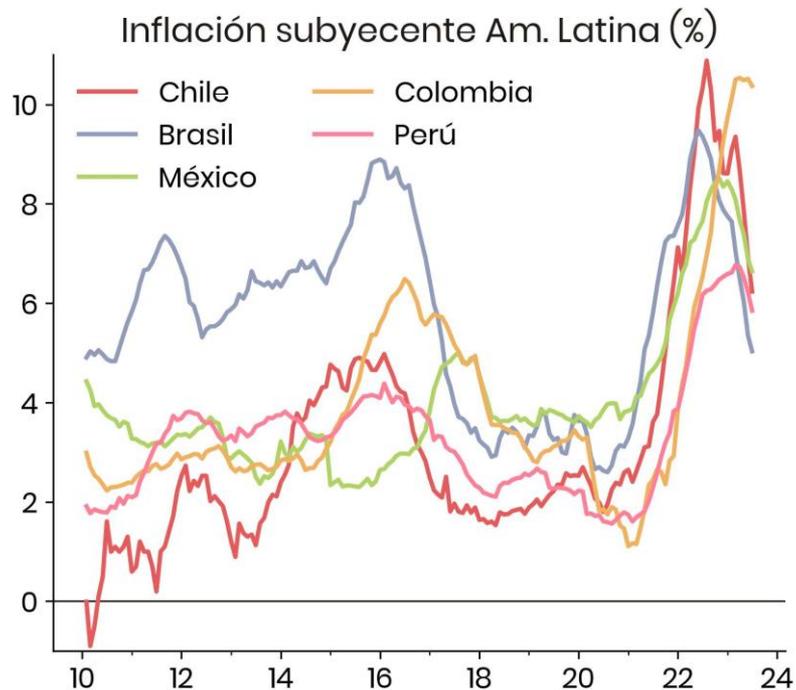
Fuente: BIS, Bloomberg y Estudios Security.

La inflación se ha moderado rápidamente en la mayoría de los países, de la mano de menores costos, menores presiones en las monedas versus el 2022 y mayores inventarios. Con esto, las expectativas de los economistas para el 2023 se han movido a la baja y las de 2024 están estables.



Fuente: Bloomberg, FocusEconomics y Estudios Security.

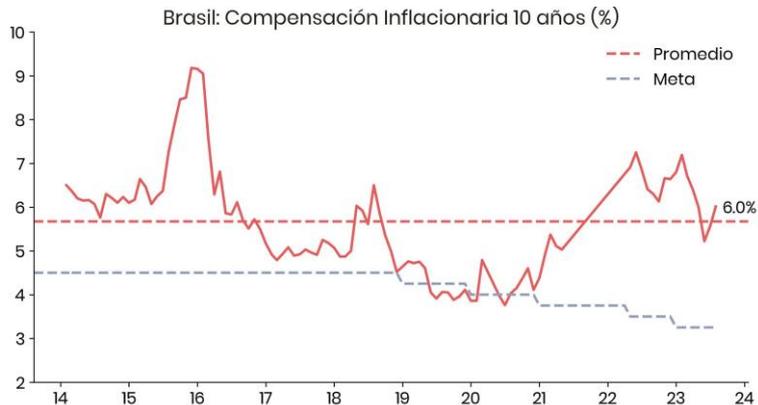
La moderación de las inflaciones subyacentes ha sido más gradual, ante mercados del trabajo que en general continúan ajustados. La expectativa apunta a un aumento gradual del desempleo en la última parte del año.



La inflación alcanzaría la meta en Chile en la primera mitad del próximo año y se estacionaría levemente por sobre los objetivos en Brasil y México. En Colombia el ajuste tomaría más tiempo de acuerdo con una brecha más grande que cerrar.

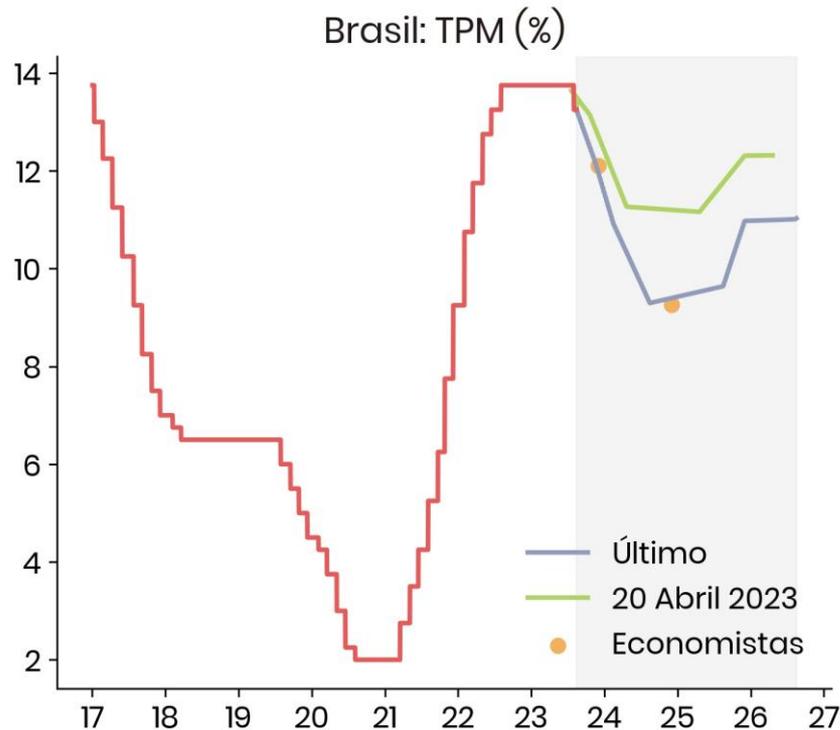
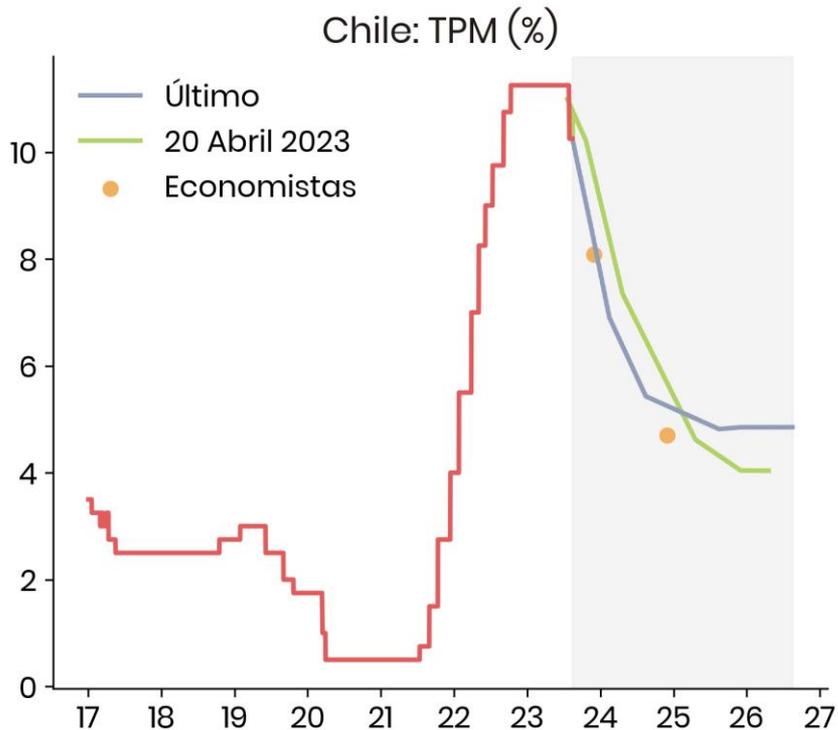
IPC (var %, fin de período)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	51	95	145	130
Brasil	10.1	5.8	5.0	4.0
Chile	7.2	12.8	3.7	3.0
Colombia	5.6	13.1	9.0	4.5
México	7.4	7.8	4.8	4.0
Perú	6.4	8.5	3.8	2.8

Consistentemente, las expectativas de inflación de más largo plazo se encuentran alineadas en Chile, así como en niveles promedios en Brasil y México. La brecha se mantiene más elevada en Colombia.

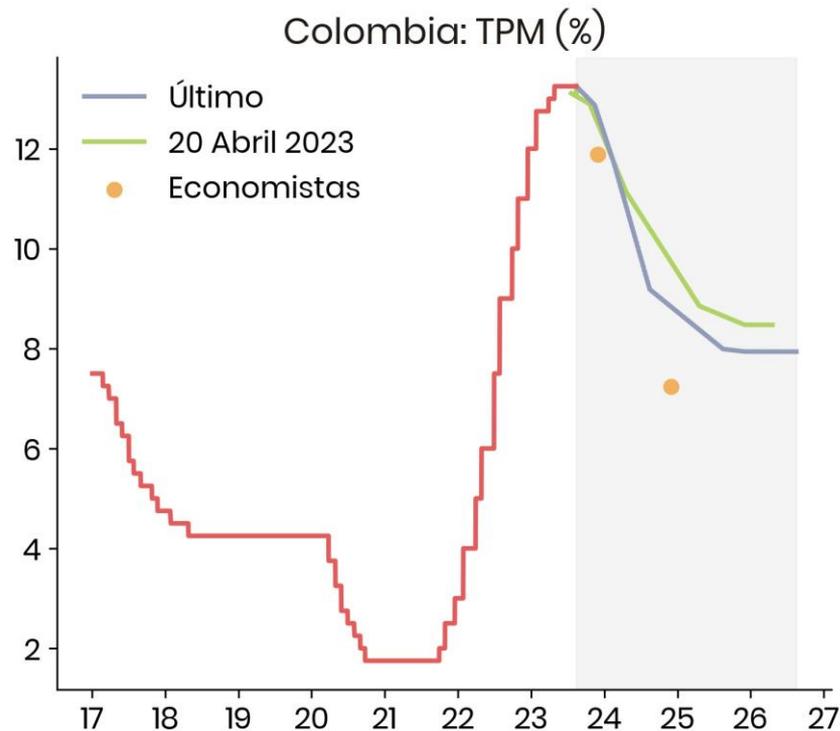
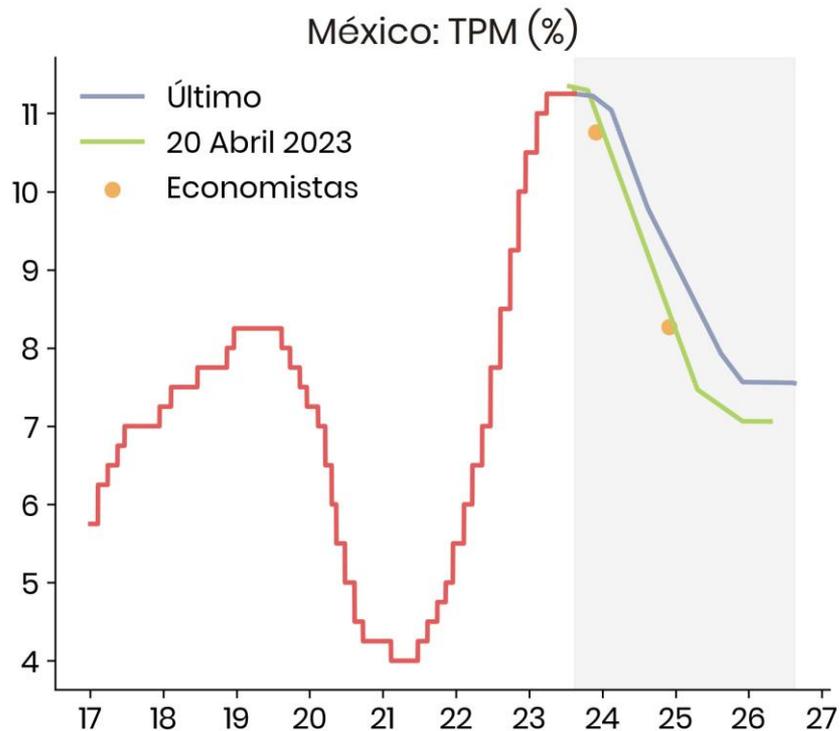


Fuente: Bloomberg, Risk America, Banxico, BanRep y Estudios Security.

En general las perspectivas de la política monetaria se han ajustado marginalmente en el último trimestre. En Chile y Brasil, quienes ya iniciaron el ciclo de recortes, el ajuste sería más agresivo que lo adelantado a mediados del 2T.



Colombia iniciaría los recortes en la última parte del año, mientras que México, influido por la política monetaria de la FED esperaría hasta el próximo año para llevar a cabo los primeros recortes.



Fuente: FocusEconomics, Bloomberg y Estudios Security.

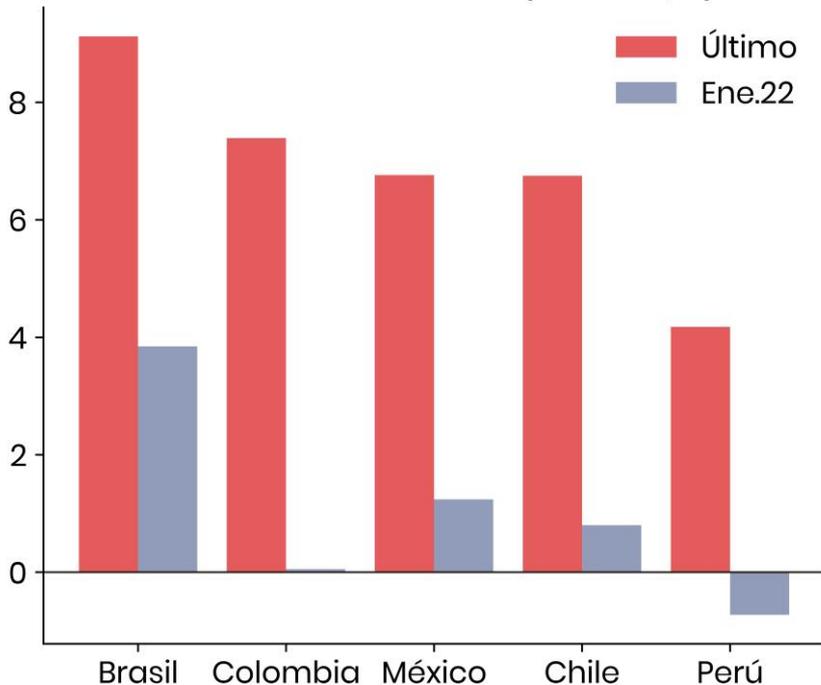
Los recortes habrían comenzado en la mayoría de los países antes de fin de año. Con todo, el ajuste hacia niveles neutrales se iría dando de manera gradual durante el próximo año.

TPM (% , cierre)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina*	38	75	120	90
Brasil	9.25	13.75	12.0	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	11.25	8.0
Perú	2.5	7.5	6.5	4.5

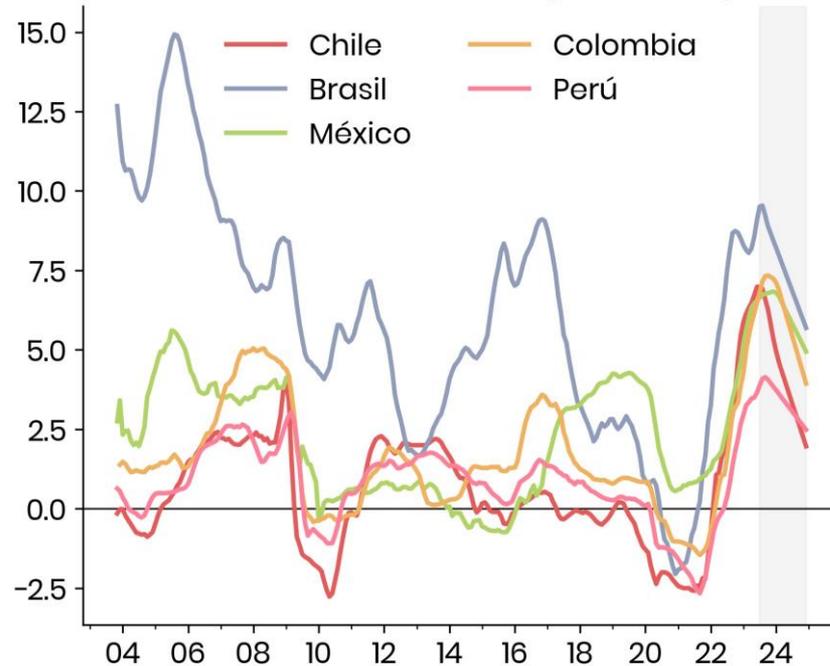
* El 26 de septiembre de 2018 el Banco Central argentino cambió su marco de política a uno que utiliza la base monetaria en lugar de las tasas como

Las tasas reales siguen muy altas en perspectiva histórica, y se anticipa que terminen el año en niveles que se mantienen restrictivos, 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, %)

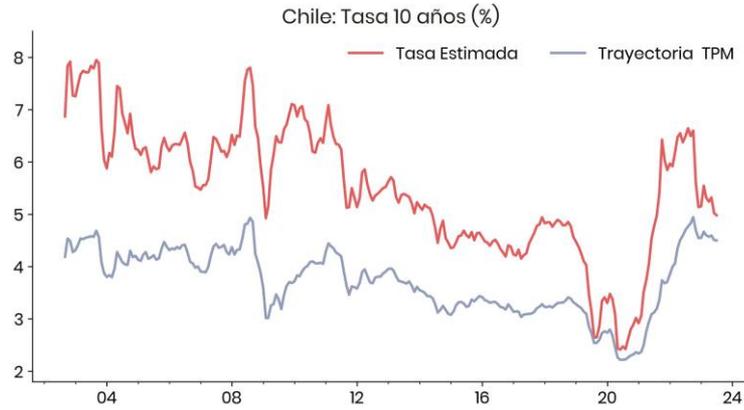


* Tasas de política graficadas como promedio móvil trimestral.

En las curvas locales se ven más oportunidades en Brasil que en Chile, donde en este último las primas por plazo se ven muy estrechas y deberían llevar a aumentos en las tasas de más largo plazo.

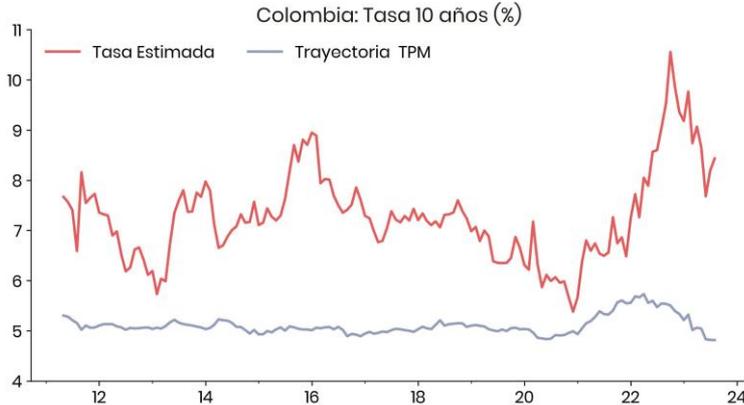
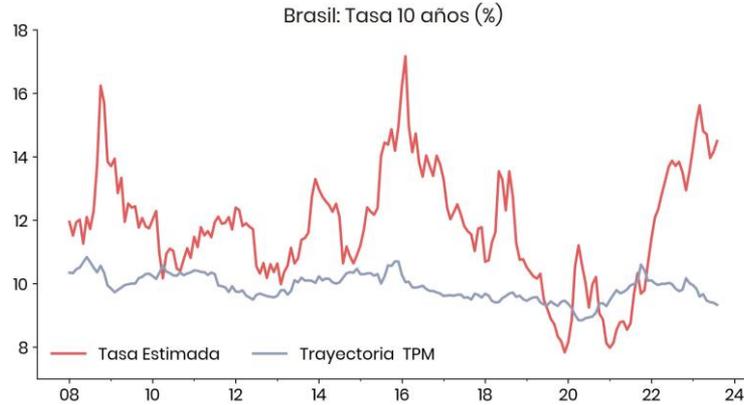
- **Las estimaciones de las curvas locales muestran que la curva chilena evidenció caídas marcadas en las primas por plazo de mayor duración, cayendo a niveles por debajo los promedios históricos de las últimas décadas.** Por su parte, México presenta primas por plazo normalizadas. Finalmente, Brasil y Colombia mantienen mayores primas.
- **Mayores primas por plazo son coherentes con niveles de endeudamiento mayores.** Los ejercicios, usando datos para una muestra de países emergentes, muestran que 2 pp adicionales de deuda impacta la pendiente de las curvas en ~ 15 pb, de los cuales ~ 10 pb vendrían de una mayor prima por plazo, controlando por factores macro estándar.
- **Así, se ven más riesgos en las duraciones más largas en la curva de Chile,** donde anticipamos una normalización de esta hacia niveles por sobre los promedios. **Por su parte, en Brasil si bien no anticipamos una normalización mayor de las primas, la normalización de la política monetaria podría venir acompañada de un desempeño favorable de los bonos, de darse una compresión de las primas por plazo estimadas.** Finalmente, las tasas de más largo plazo en Colombia y México son coherentes con los premios por plazo considerados justos.
- Por su parte, las bolsas locales se ven atractivas en términos de valorizaciones versus las bolsas de las otras regiones emergentes, con distintos múltiplos bajo los promedios históricos. Así, **de materializarse un entorno para la toma de riesgo más favorable esto podría funcionar como un impulso adicional para la performance de estos activos.**

A nivel de las tasas locales, las estimaciones de la curva chilena muestran una curva con un premio por plazo muy bajo en perspectiva histórica, después de la caída desde comienzos del año 2022. En México la prima por plazo se encuentra en línea con la historia.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En Brasil y Colombia las estimaciones de las primas por plazo a 10 años se encuentran bien por sobre los niveles promedios, aunque el espacio para caídas adicionales en el caso de Colombia es acotado. Brasil de acuerdo a estas estimaciones tendría más espacio para caídas.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Las primas por plazo debiesen estacionarse en niveles por sobre los promedios históricos, el aumento de la deuda explica en parte el nivel de la pendiente de las curvas, así como el nivel de prima por plazo exigido, al estimar usando una muestra de países emergentes.

Dependent Variable: **Pendiente (Tasa 10 años - TPM)**

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 08/19/23 Time: 15:24

Sample: 2005S2 2022S1

Periods included: 34

Cross-sections included: 17

Total panel (unbalanced) observations: 412

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Exp. Crec. CP	0.009855	0.061545	0.160130	0.8729
Exp. Crec. LP	0.112828	0.096462	1.169659	0.2428
Exp. Inf. CP	-0.416791	0.078798	-5.289380	0.0000
Exp. Inf. LP	-0.037916	0.136132	-0.278525	0.7808
TPM (Real)	-0.693023	0.027595	-25.11407	0.0000
UST 10 años	0.457682	0.059483	7.694286	0.0000
Deuda (Nivel)	0.016401	0.004752	3.451231	0.0006
Constante	0.219733	0.500496	0.439031	0.6609

Dependent Variable: **Prima Por Plazo**

Method: Panel Least Squares

Date: 08/19/23 Time: 14:53

Sample (adjusted): 2006S2 2022S1

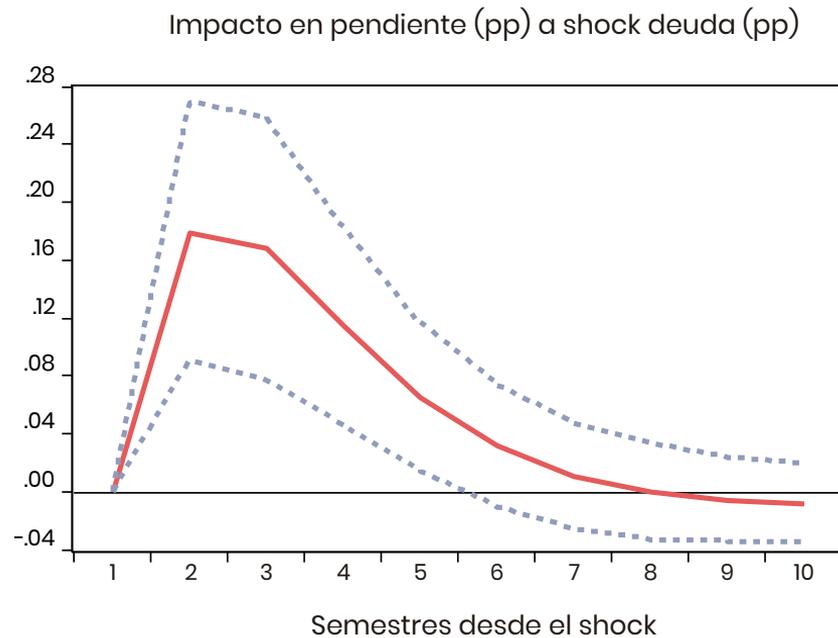
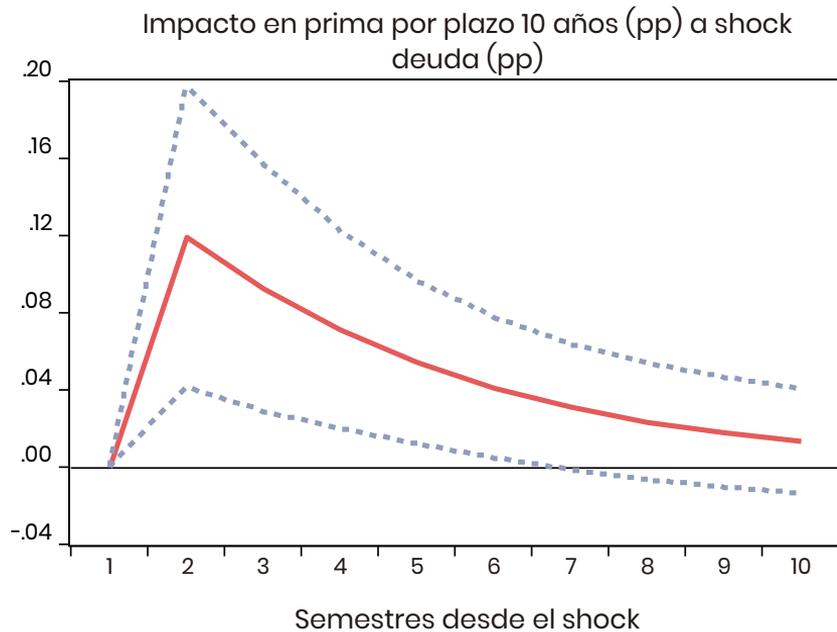
Periods included: 32

Cross-sections included: 18

Total panel (unbalanced) observations: 399

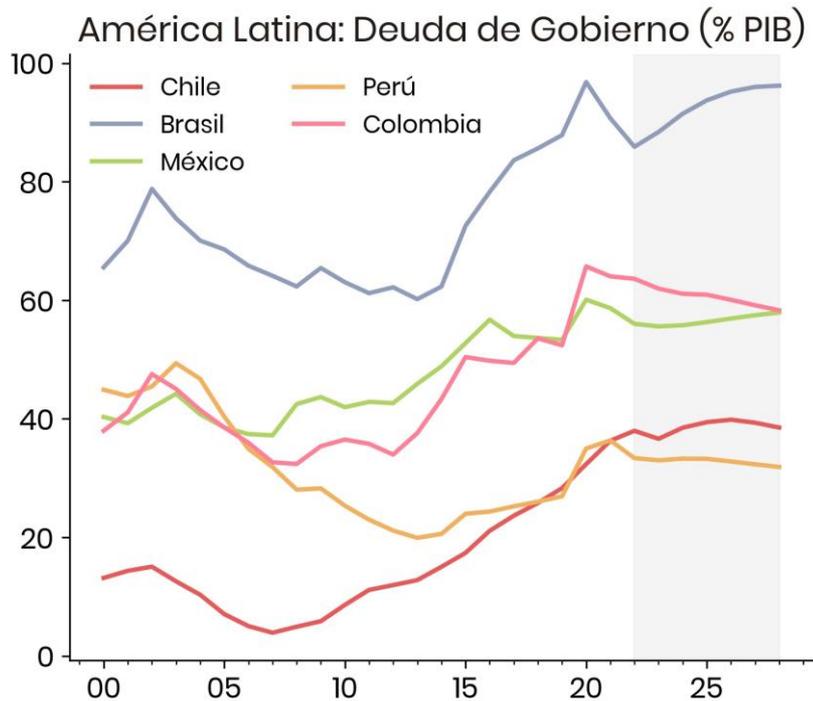
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Exp. Inf. CP	-0.095909	0.096612	-0.992717	0.3215
Exp. Inf. LP	0.318288	0.131680	2.417133	0.0161
Exp. Crec. CP	-0.130893	0.076054	-1.721061	0.0860
Exp. Crec. LP	-0.039063	0.087447	-0.446709	0.6553
Deuda (Cambio)	0.027137	0.012918	2.100755	0.0363
TPM (Real)	0.115442	0.026237	4.400032	0.0000
UST 10 años	0.345625	0.084015	4.113855	0.0000
Constante	0.416393	0.259381	1.605332	0.1092

Usando una muestra de mercados emergentes, el impacto de 2 pp adicionales de deuda impacta la pendiente de las curvas en ~ 15 pb, de los cuales ~ 10 pb vendrían de una mayor prima por plazo, controlando por factores macro estándar.

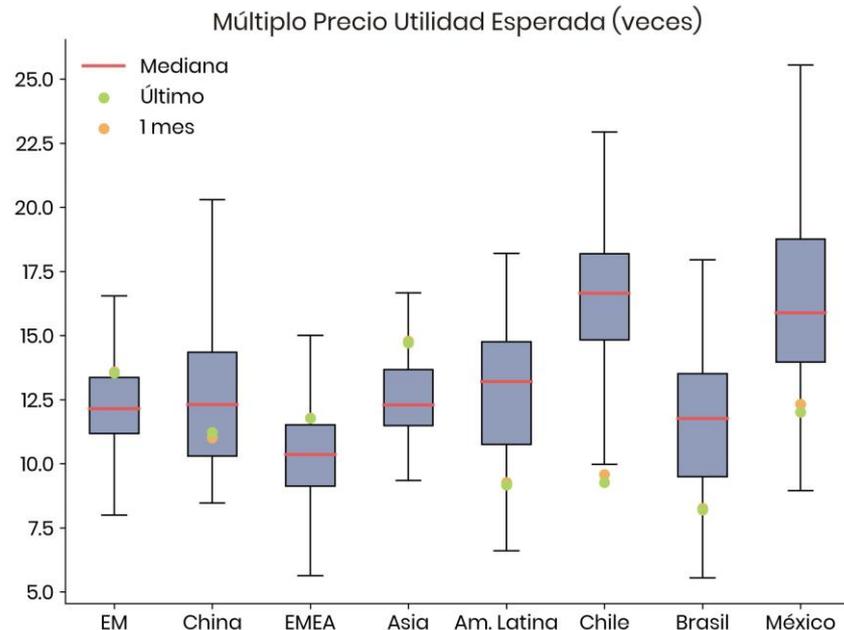
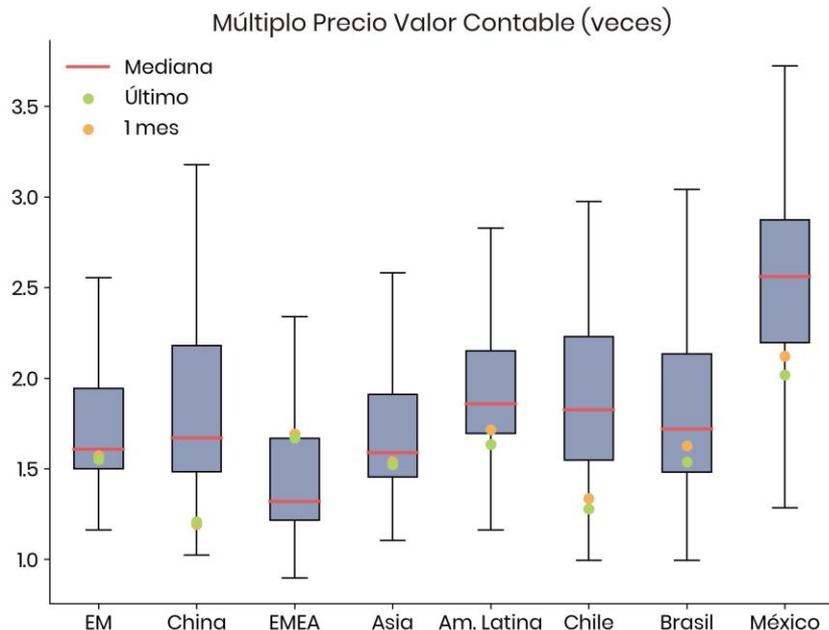


* El shock corresponde a un aumento de aproximadamente 2 pp en la deuda.

En todas las economías posterior a la pandemia el nivel de endeudamiento de los gobiernos ha aumentado y estas se estabilizarían en niveles por sobre los promedios de las últimas décadas.

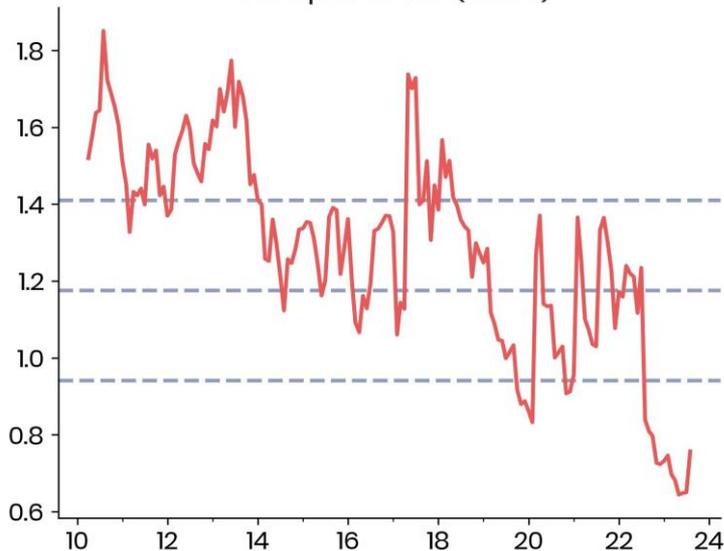


Por el lado de las bolsas, la región se encuentra más castigada versus su historia que el resto de las bolsas emergentes. Dentro de la región, la bolsa de Chile, que históricamente ha presentado múltiplos mayores al de sus pares de la región, presenta un castigo mayor que estos.



Vemos atenuantes considerables que limitan el atractivo de la bolsa chilena ante los descuentos que aún se mantienen. En primer lugar, el panorama de crecimiento de las utilidades se ha ido ajustando a la baja en los de la mano del menor crecimiento potencial de la economía. Adicionalmente, los márgenes no se recuperarían del todo (mayor carga tributaria, mayores costos salariales, entre otros).

Chile: Multiplo PU vs Comparables (Ratio)

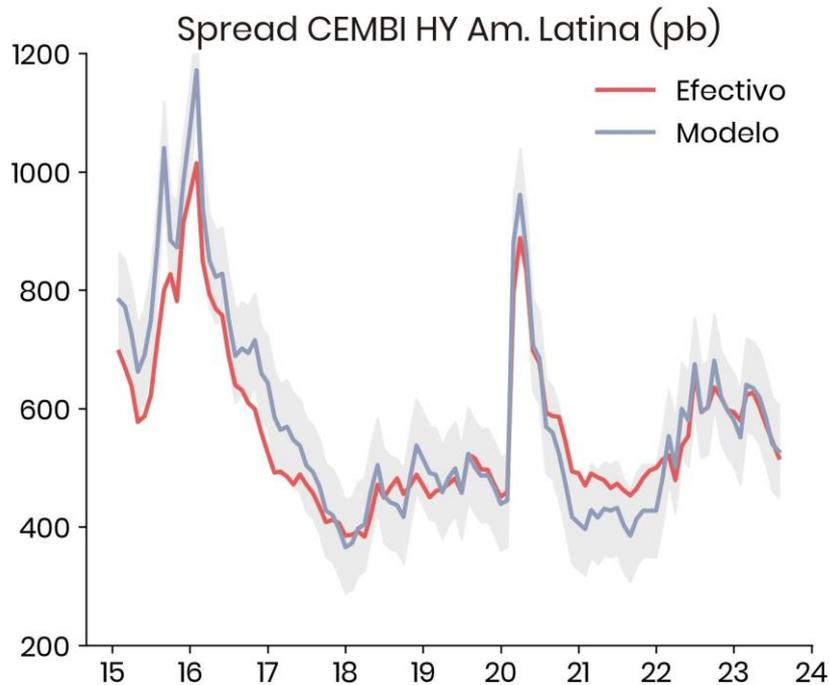
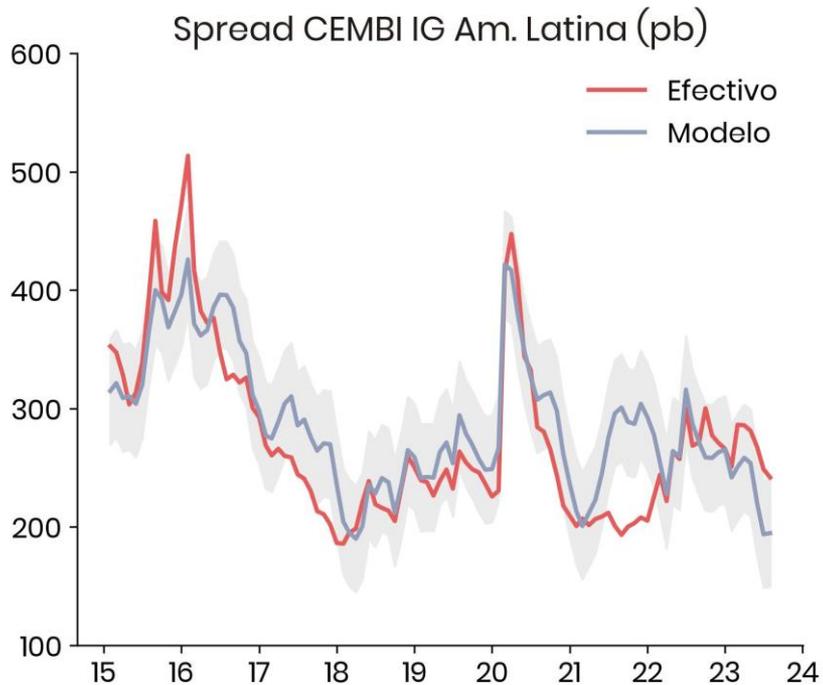


Chile: Multiplo Precio V. Libro vs Comparables (Ratio)



Líneas punteadas representan media y desviaciones estándar.

Los spreads corporativos se moverían hacia niveles mayores en línea con un apetito por riesgo global menos favorable en la segunda parte del año. Con todo, no se encuentran divergencias significativas versus los fundamentales en los actuales niveles.



El peso chileno se apreciaría levemente hacia el final del año, posterior a la fuerte depreciación tras el primer recorte de la TPM algo más agresivo que lo anticipado por el consenso, una caída mayor del precio del cobre y el resurgimiento del dólar global. El resto de las monedas de la región se moverían hacia niveles levemente más depreciados.

Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	103	177	500	1000
Brasil	5.6	5.3	5.00	5.15
Chile	850	852	825	825
Colombia	4,070	4,100	4,500	4,500
México	20.5	19.5	18.5	20.0
Perú	4.00	3.81	3.80	3.80



Latinoamérica: Un balance de riesgos incómodo

Departamento de Estudios

Agosto, 2023

INVERSIONES security