



América Latina: Aunque los riesgos se disipen, el 2025 será complejo

Departamento de Estudios

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

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

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@security.cl

Octubre, 2024

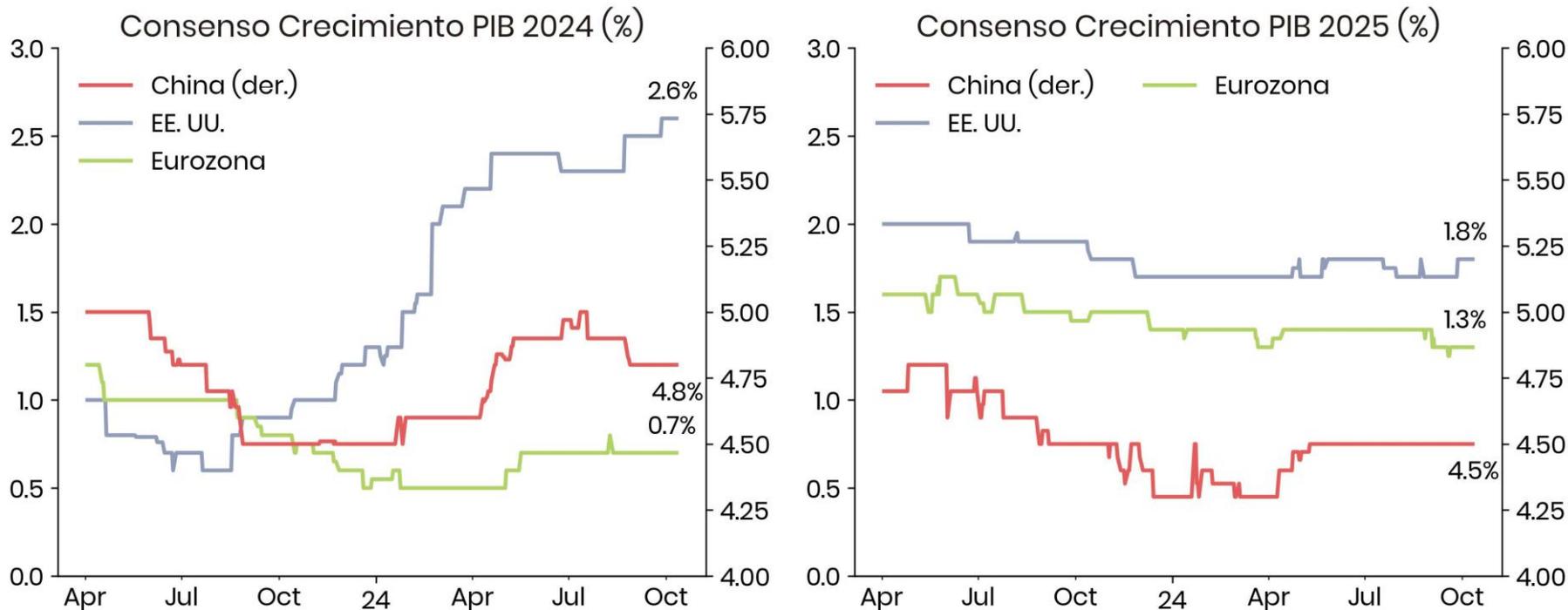
Perspectivas globales estables, pero con riesgos al alza: crecimiento resiliente en EE. UU. y debilidad estructural en China compensada con nuevos estímulos.

- **Las perspectivas de crecimiento global han mostrado estabilidad en el último trimestre**, con dinámicas divergentes entre las principales economías. **En Estados Unidos, la expectativa de un aterrizaje suave se ha afianzado, con un crecimiento proyectado por encima de su nivel potencial para este año.** Este escenario ha sido respaldado por un ajuste expansivo de las condiciones financieras, lo que refuerza la resiliencia de la economía estadounidense.
- Por otro lado, **en China, los datos recientes han evidenciado la debilidad estructural** en su actividad económica, reflejando los desafíos en sectores clave. Sin embargo, **las expectativas de recuperación se mantienen gracias a los recientes anuncios de estímulos monetarios por parte de las autoridades**, lo que ha ofrecido un impulso a la confianza de los inversores.
- Con todo, si bien los estímulos de la autoridad entusiasman a los mercados y el giro de política ayudaría a mitigar la falta de confianza de los agentes económicos, **un cambio sustancial en el impulso de la economía requeriría un estímulo fiscal aún más contundente**, ya que los últimos datos económicos no han reflejado un cambio significativo en el impulso de crecimiento, por lo que el mayor optimismo se ve vulnerable a reversiones.
- **El riesgo geopolítico continúa siendo un factor clave en la evaluación del entorno macroeconómico, impulsado principalmente por las tensiones persistentes en Medio Oriente.** La mayor amenaza en este contexto radica en la posible materialización de un shock de oferta en el mercado de materias primas energéticas, lo que podría desestabilizar los precios y generar presiones inflacionarias a escala global, así como llevar a ajustes en las expectativas de crecimiento económico, especialmente en economías dependientes de la energía importada.

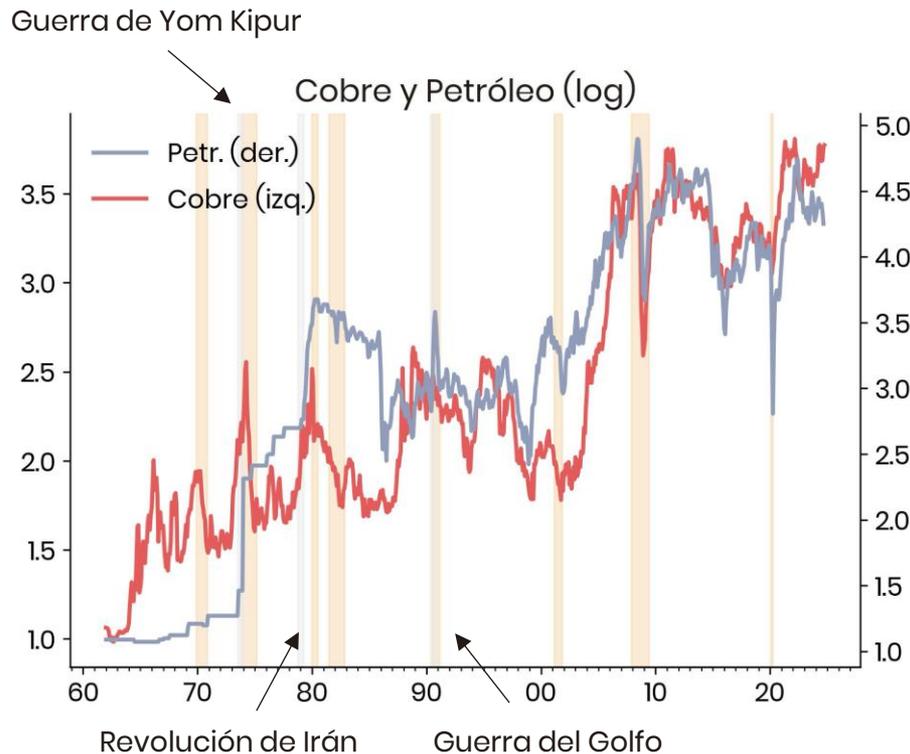
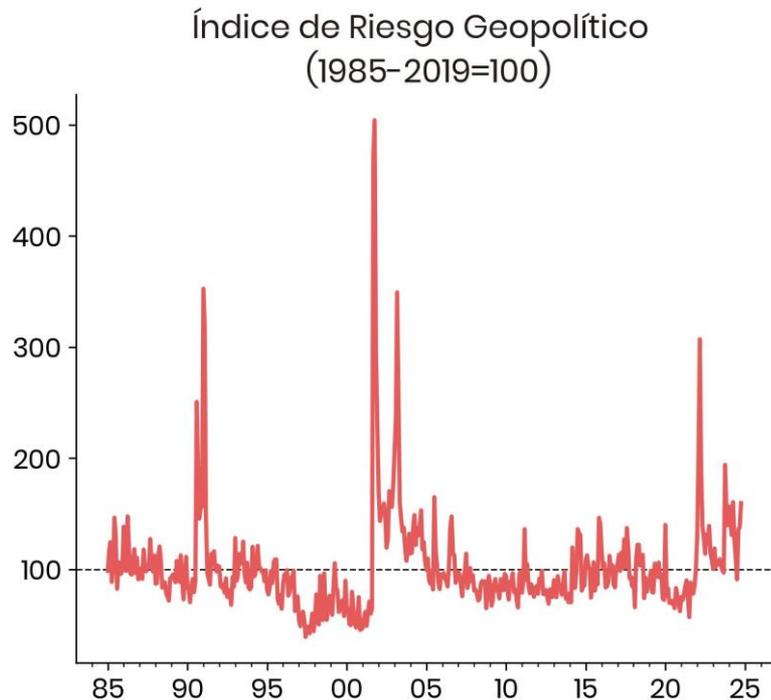
Elección presidencial en EE. UU. genera incertidumbre en torno a la posición fiscal y de política comercial. Dólar a nivel global se recuperaría de evitarse escenarios de riesgo extremos.

- **La elección presidencial de EE. UU. sigue abierta y domina buena parte de la atención de los mercados.** Como resultado, **la incertidumbre en torno a la política fiscal es alta**, ya que la factibilidad de llevar a cabo políticas como la extensión de los recortes de impuestos o modificaciones a la tasa de impuestos corporativa depende en buena parte de la configuración del congreso.
- **Otro riesgo son las tensiones comerciales**, que no sólo implicarían un aumento en la inflación producto del alza en las tarifas, sino que además significa un impacto en el nivel de actividad en China y otros países emergentes.
- En términos de la política monetaria en EE. UU., los análisis apuntan a que el nivel de la tasa debería estar entre 50 a 150 pb bajo los niveles actuales. Con todo, **el FOMC tiene una dispersión elevada respecto a la Fed Funds de largo plazo, lo que sugiere primas por plazo mayores.**
- El recrudescimiento de las tensiones en Medio Oriente deshizo buena parte de la caída del dólar que se dio en torno al inicio de los recortes en las tasas por parte de la FED. Si bien estos eventos de riesgo podrían generar repuntes temporales en la demanda de activos refugio, **de evitarse escenarios extremos, como un mayor deterioro de la situación geopolítica o incertidumbre electoral en EE.UU., es probable que el dólar mantenga su trayectoria a la baja.**
- **Este debilitamiento abriría espacio para la apreciación de otras divisas**, en particular aquellas de economías emergentes que se han visto presionadas por la fortaleza del dólar en los últimos meses.

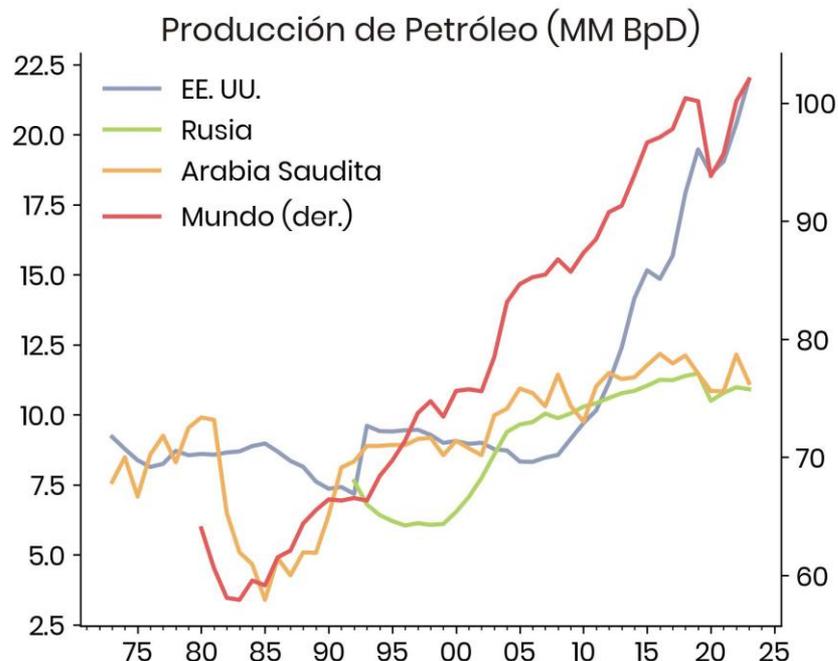
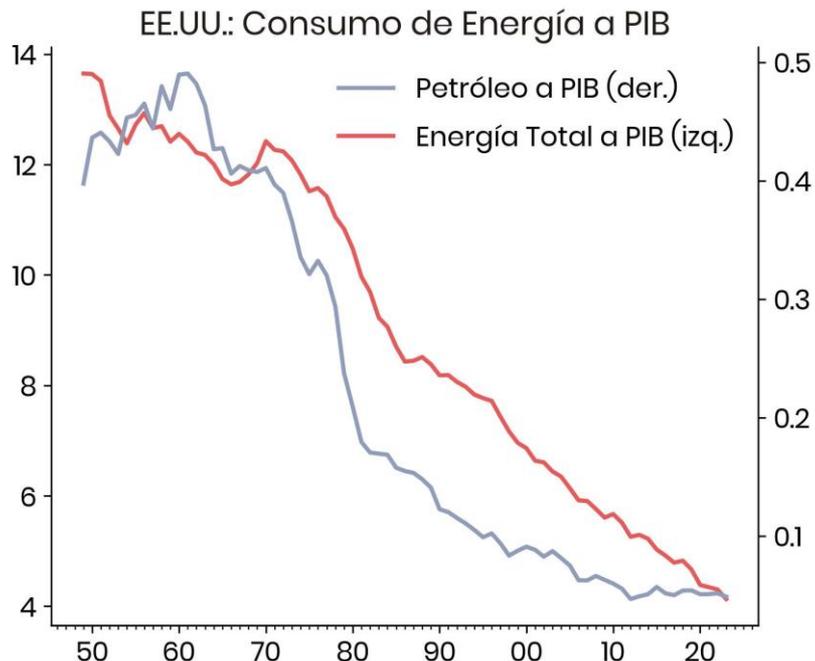
Las perspectivas de crecimiento se han mantenido relativamente estables en el último trimestre. En EE. UU. se ha consolidado la expectativa de un aterrizaje suave, con un crecimiento por sobre los potenciales este año, apoyada por el ajuste expansivo de las condiciones financieras. En China, los datos efectivos han dejado patente la debilidad de la economía, aunque las perspectivas se han mantenido sostenidas tras los anuncios de estímulos de la autoridad.



El riesgo geopolítico continúa siendo un factor clave en la evaluación del entorno macroeconómico, impulsado principalmente por las tensiones persistentes en Medio Oriente. La mayor amenaza en este contexto radica en la posible materialización de un shock de oferta en el mercado de materias primas energéticas, lo que podría desestabilizar los precios y generar presiones inflacionarias a escala global.

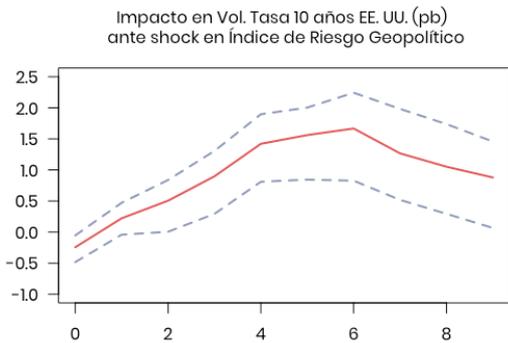
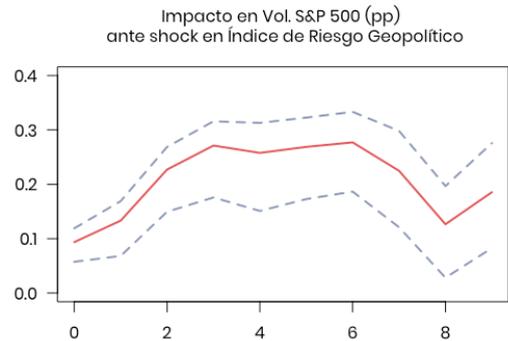


Un factor que podría mitigar los efectos adversos en un escenario de tensión geopolítica actual es la menor dependencia de las economías globales al consumo energético, particularmente del petróleo. Esta mayor eficiencia y el creciente papel de Estados Unidos como líder en la producción mundial ofrecen mayor resiliencia frente a shocks externos.



Consumo de Energía medido como: Miles de Btu por pib real (dólar encadenado - 2012). Consumo de petróleo medido como barriles promedios diarios por millón de dólares de pib real (dólar encadenado - 2012).

El incremento en la tensión geopolítica suele traducirse en una mayor volatilidad en los mercados financieros, un fenómeno que tiende a prolongarse por hasta seis meses después de que los riesgos comienzan a escalar. En los escenarios más extremos, la caída de las bolsas puede ser de 30%. Las tasas caen menos, no quedando ajenas al shock inflacionario.



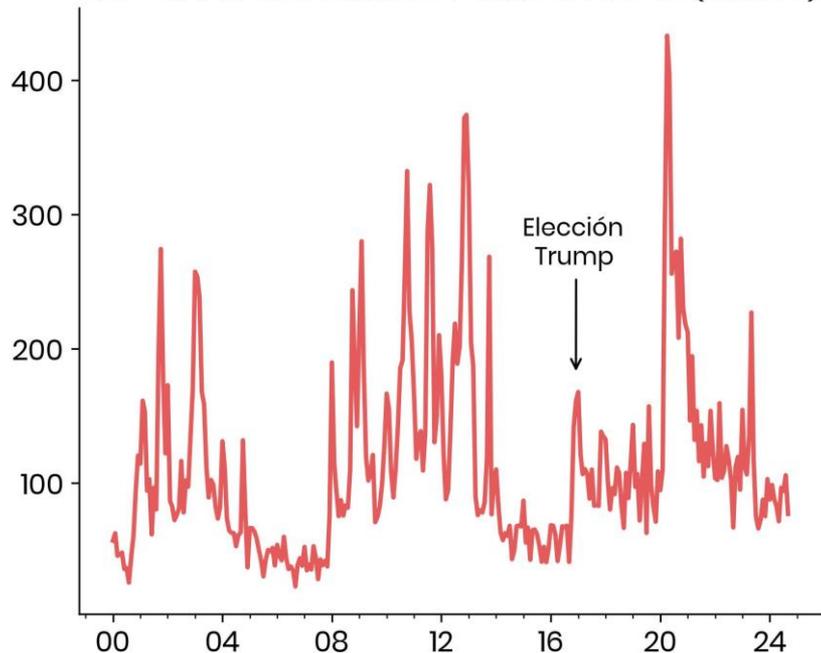
Meses desde el shock
Shock es de 20 puntos en el índice de incertidumbre.

Respuesta promedio activos en episodios históricos de tensión geopolítica	
Activo	Var.
S&P 500	-30%
Dólar	5%
Tasa EE. UU. 10 años	-40 pb.

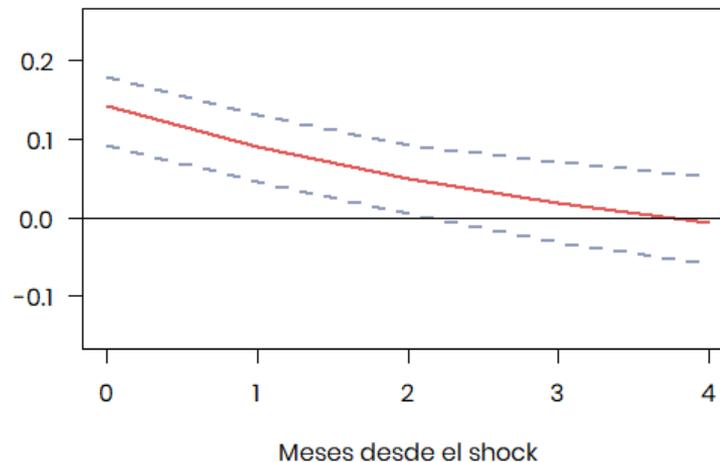
*Episodios corresponden a Guerra de Yom Kippur, Guerra de Irán y Guerra del Golfo Pérsico.

La elección presidencial de EE. UU. sigue abierta y domina buena parte de la atención de los mercados. Como resultado, la incertidumbre en torno a la política fiscal es alta, ya que la factibilidad de llevar a cabo políticas como la extensión de los recortes de impuestos o modificaciones a la tasa de impuestos corporativa depende en buena parte de la configuración del congreso. Con todo, en los escenarios donde los republicanos pueden recortar los impuestos, este se materializaría recién a finales del 2025.

EE. UU.: Incertidumbre Política Fiscal (Índice)

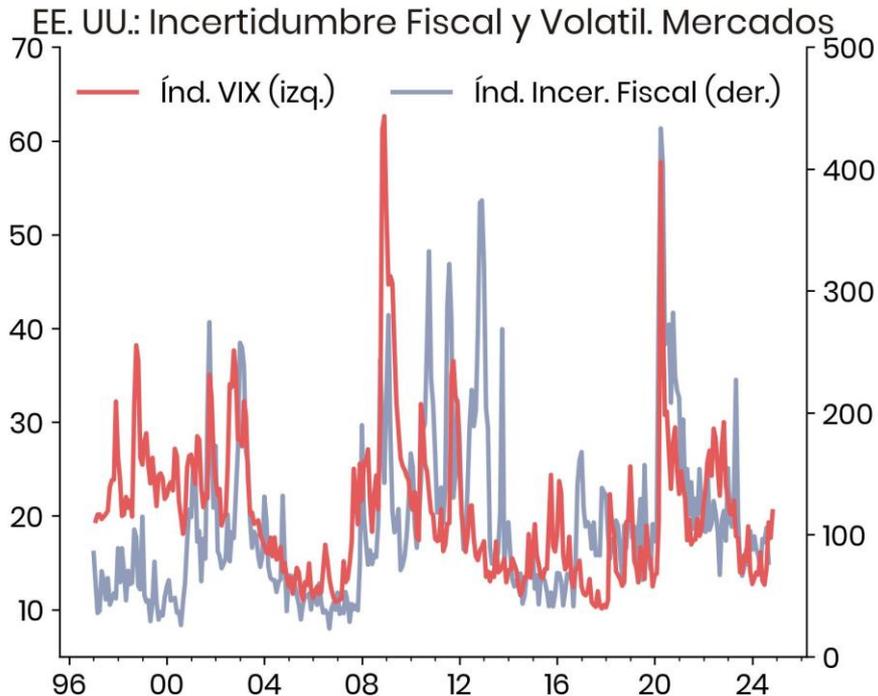


EE. UU.: Impacto en FCI (Índice) a shock Incertidumbre Fiscal (Índice)

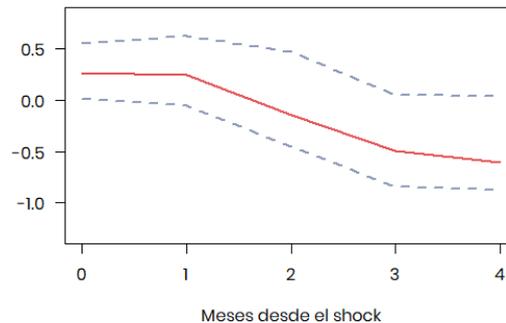


Shock es de 100 pp en el índice de incertidumbre.

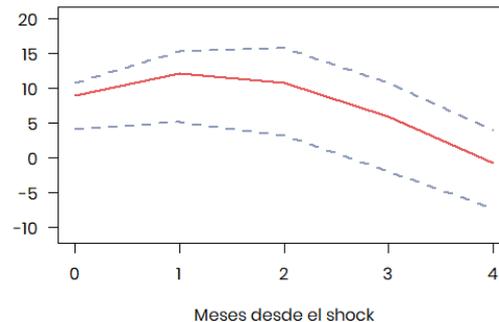
Un aumento de la incertidumbre fiscal en EE. UU. en general se ha asociado a aumentos en la volatilidad de los mercados. Los activos de América Latina también responden negativamente a este aumento de la incertidumbre. Las monedas se deprecian 3% y los spreads suben 100 pb ante aumentos en la incertidumbre de 150 puntos en el índice.



Impacto en Am. Latina FX (pb) ante Shock Incertidumbre Fiscal EE. UU. (puntos)



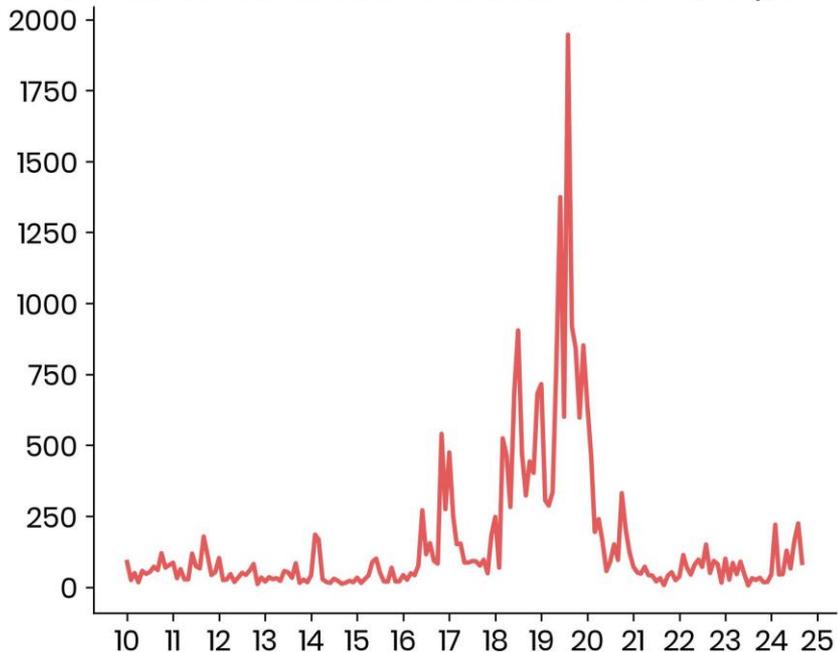
Impacto en Am. Latina CEMBI (pb) ante Shock Incertidumbre Fiscal EE. UU. (puntos)



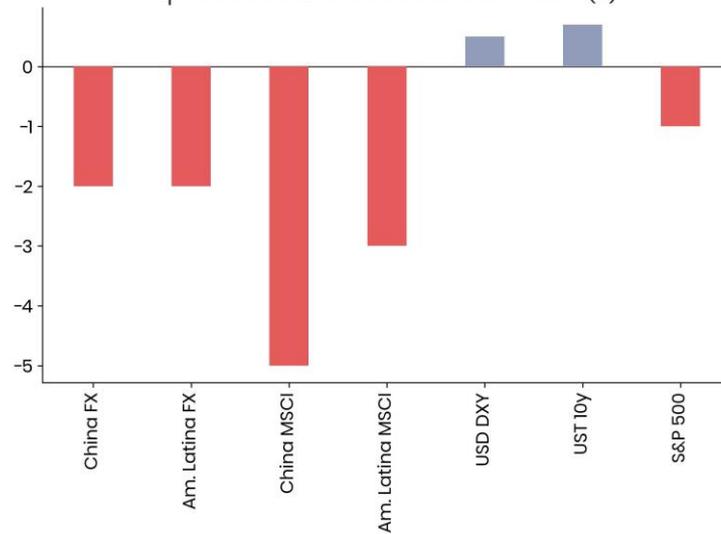
Shock es de 40 pp en el índice de incertidumbre.

Otro riesgo son las tensiones comerciales, que no sólo implicarían un aumento en la inflación producto del alza en las tarifas, sino que además significa un impacto en el nivel de actividad en China. Para el episodio anterior, la economía china habría caído 0,5-1%. Ante una guerra de este tipo, se podría gatillar un escenario típico de sell-off. El episodio de aumentos en las tarifas del 2018-2019 tuvo resultados más negativos en las bolsas de China y mercados emergentes. El dólar se apreció y las monedas emergentes se depreciaron.

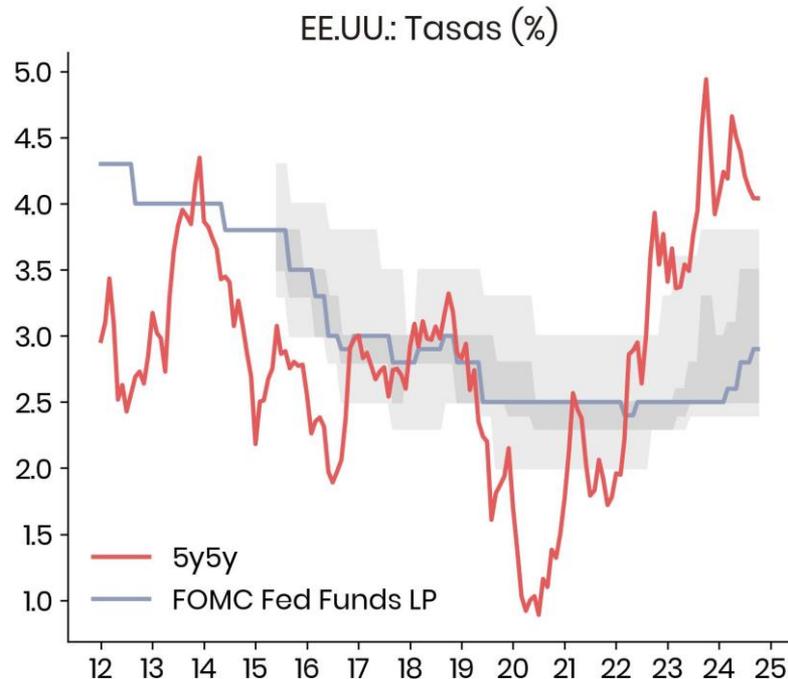
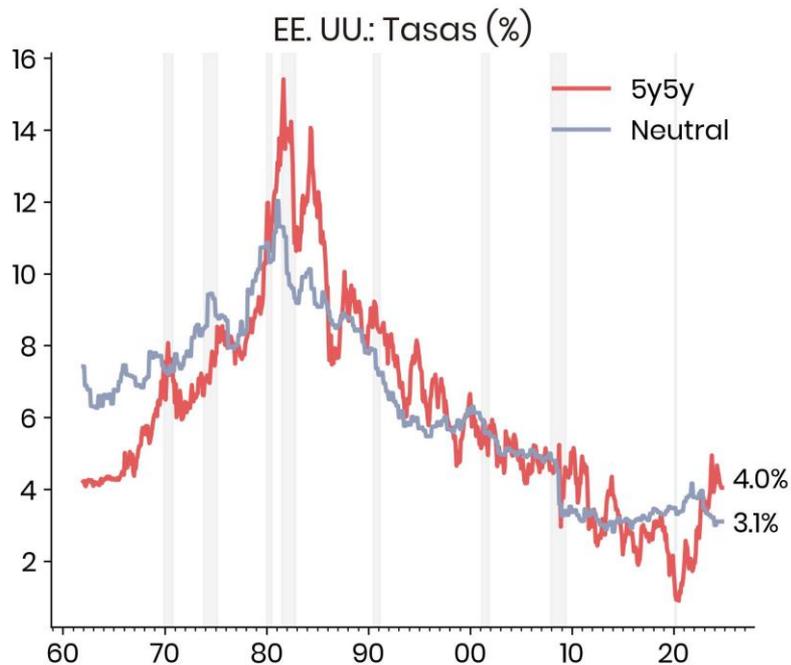
EE. UU.: Incertidumbre Política Comercial (Índice)



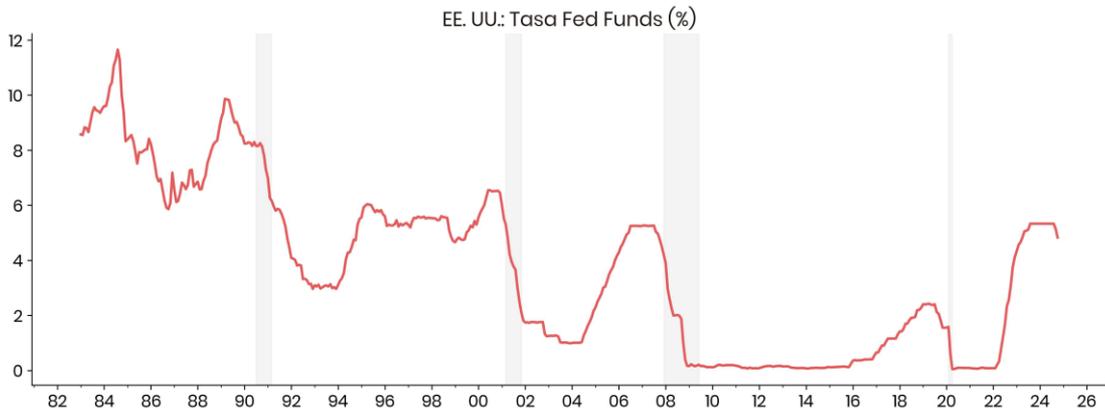
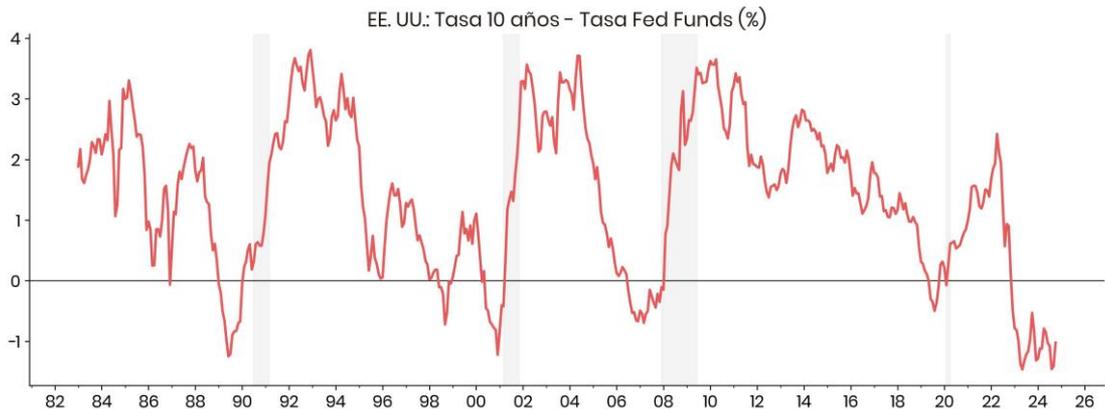
Episodios de anuncios de tarifas en 2019 (%)



En términos de la política monetaria en EE. UU., los análisis apuntan a que el nivel de la tasa debería estar entre 50 a 150 pb bajo los niveles actuales. Con todo, el FOMC tiene una dispersión elevada respecto a la Fed Funds de largo plazo. Esto iría de la mano con primas por plazo mayores.



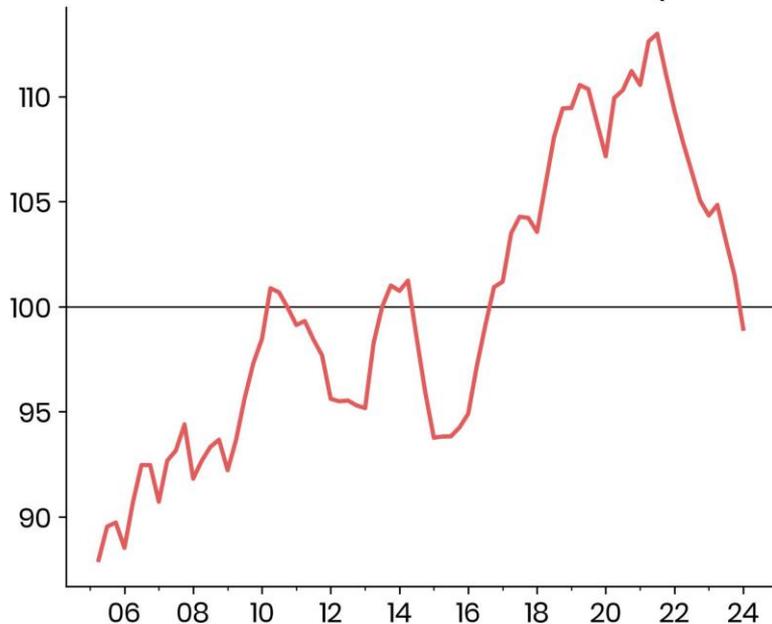
En los episodios anteriores de recortes de tasas por parte de la FED, que no generaron una recesión, la curva terminó con una pendiente de entre 100 y 200 pb. Así, con las estimaciones actuales de tasa de equilibrio, la parte larga de la curva se ve en su valor justo.



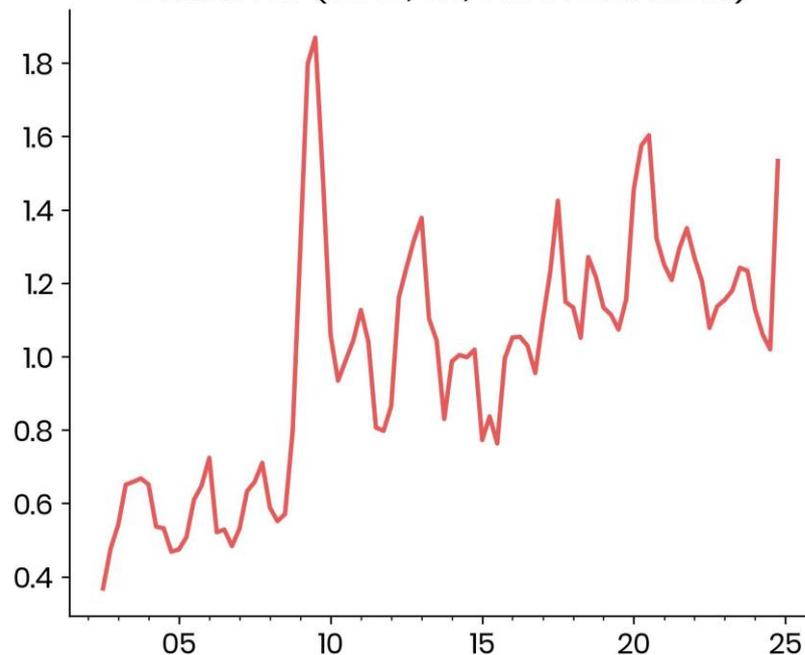
*Las flechas azules indican episodios de recortes de tasas que no se dieron previo o de manera concomitante a una recesión.

En China, los estímulos de la autoridad entusiasman a los mercados. El giro de política es bien recibido y ayudaría a mitigar la falta de confianza de los agentes económicos, no obstante, un cambio sustancial en el impulso de la economía requeriría un estímulo fiscal aún más contundente, ya que los últimos datos económicos no han reflejado un cambio significativo en el impulso de crecimiento, por lo que el mayor optimismo se ve vulnerable a reversiones.

China: Precio Viviendas Residenciales (2010=100)

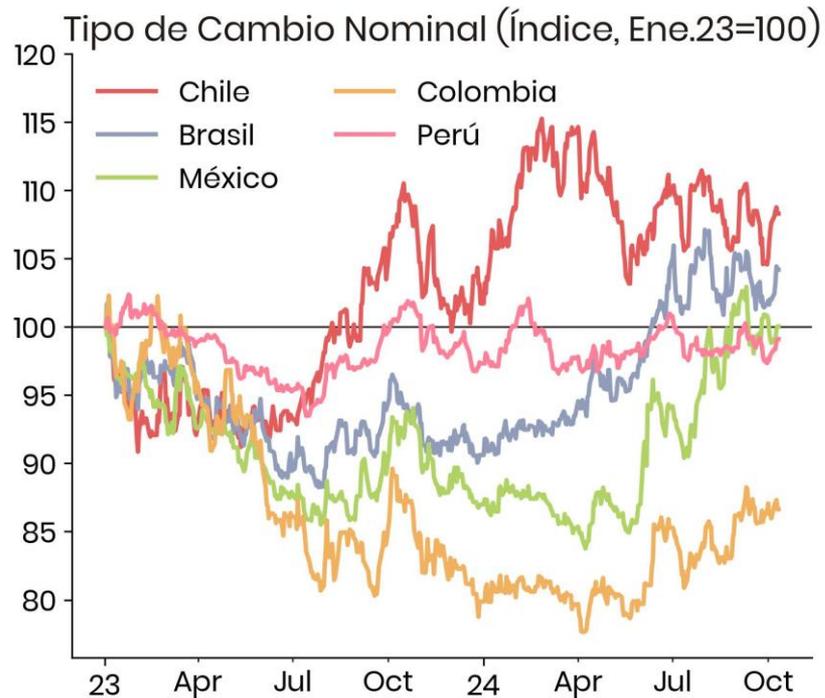
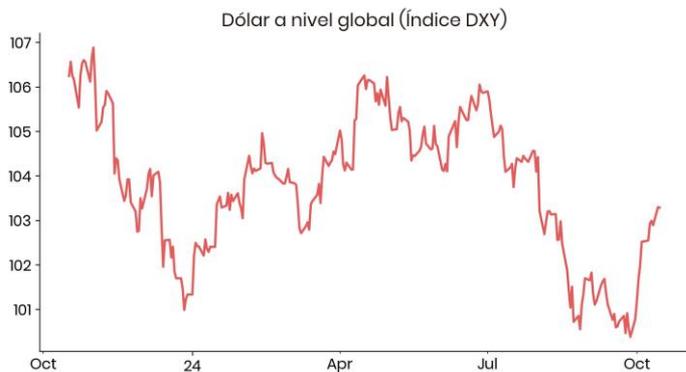
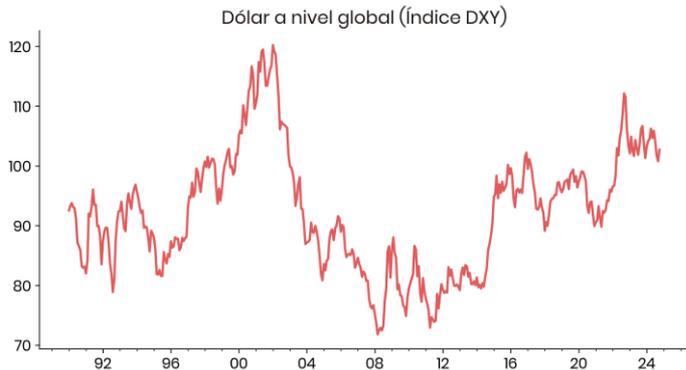


China: TSF (% PIB, SA, 3m Prom. Móvil)

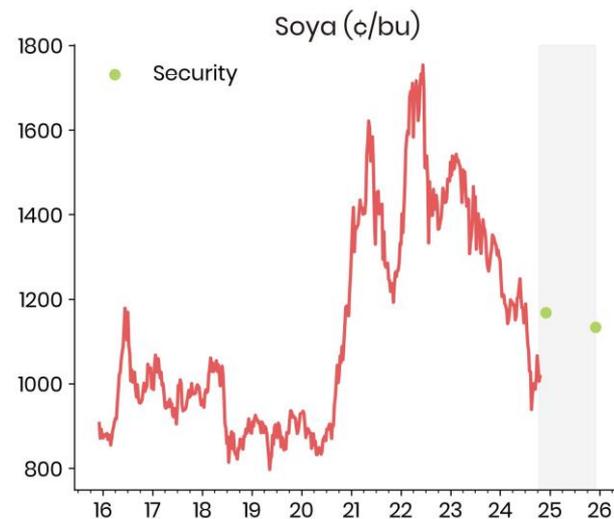
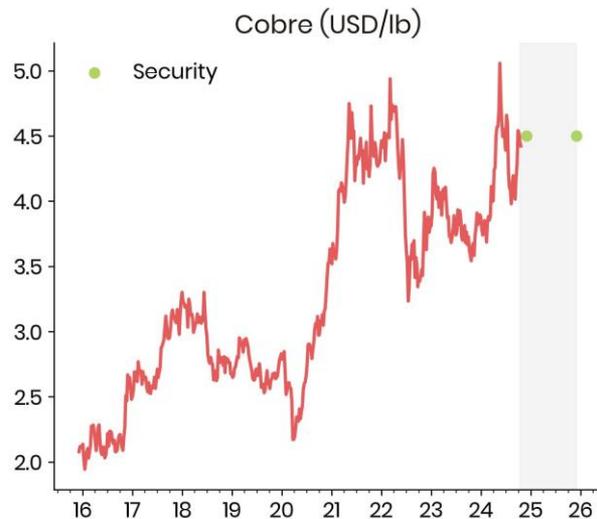
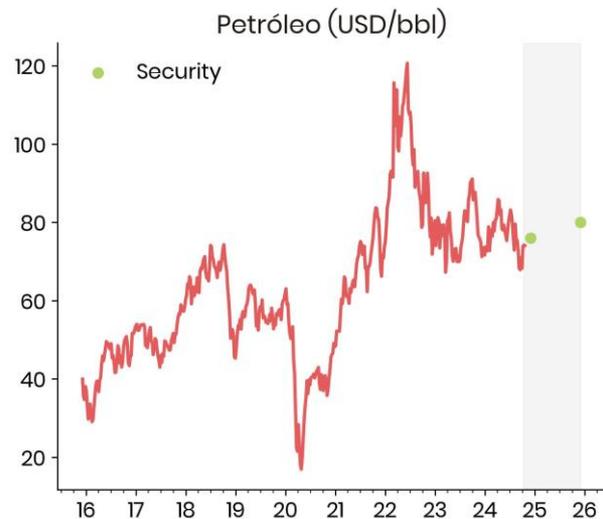


* Último punto assume un efecto de 1.5 pp del PIB de las últimas medidas en TSF.

El recrudecimiento de las tensiones en Medio Oriente deshizo buena parte de la caída del dólar que se dio en torno al inicio de los recortes en las tasas por parte de la FED. Si bien estos eventos de riesgo podrían generar repuntes temporales en la demanda de activos refugio, de evitarse escenarios extremos, como un mayor deterioro de la situación geopolítica o incertidumbre electoral en EE.UU, es probable que el dólar mantenga su trayectoria a la baja.



Mantenemos sin cambios significativos nuestras proyecciones de precios para las principales materias primas, reflejando la expectativa de un dólar más débil a nivel global y una moderación en las primas de riesgo actualmente incorporadas por el conflicto en Medio Oriente. En el caso del cobre, preveemos una relativa estabilidad en los precios, impulsada por cierta resiliencia de la demanda en China, aunque sin señales claras de un repunte significativo en su actividad económica.



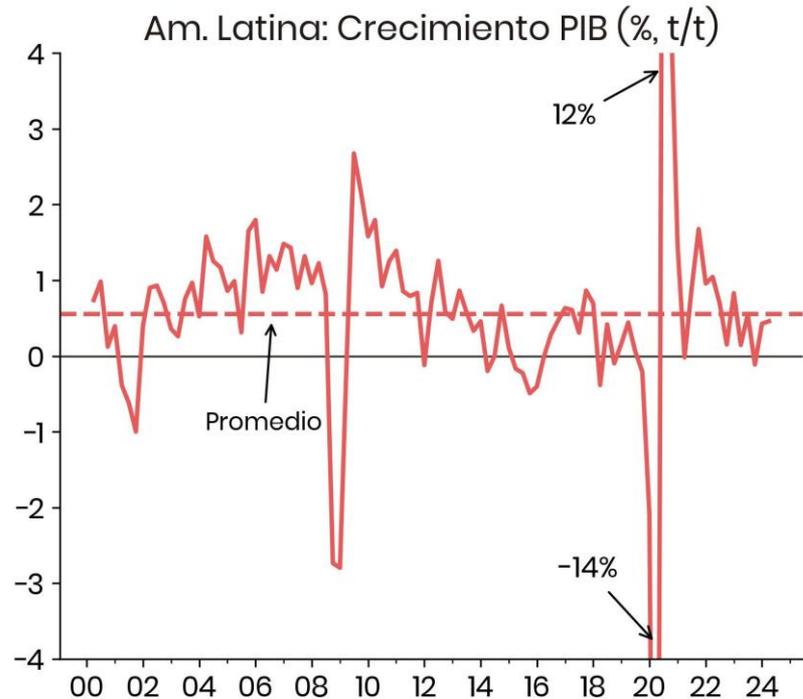
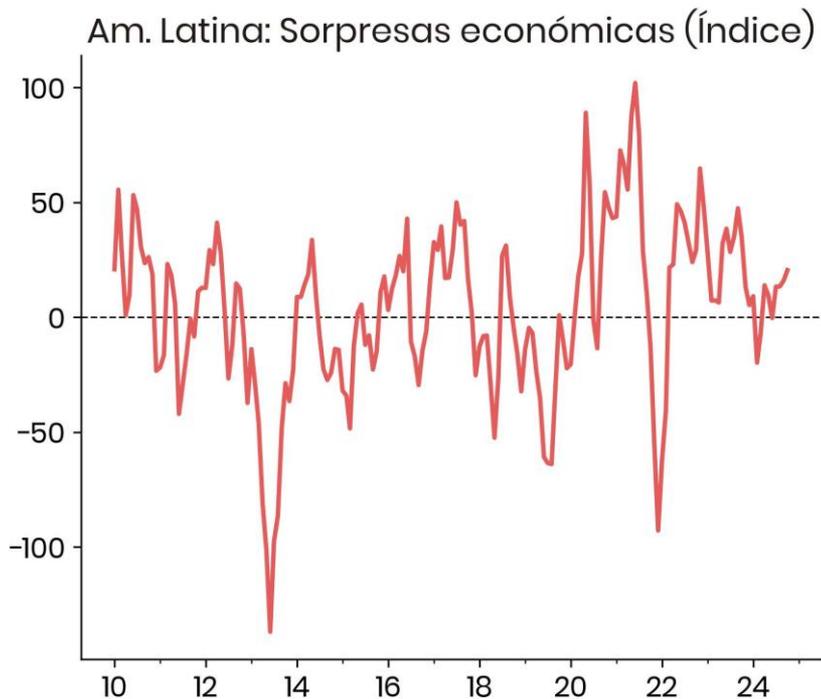
América Latina enfrenta un desempeño económico mixto, para 2025 los riesgos políticos se toman la agenda.

- **En la región, el desempeño económico en la primera mitad del año superó las expectativas, con un repunte significativo en Brasil**, a pesar del impacto adverso de inundaciones en uno de sus principales estados. Este impulso fue contrarrestado por un crecimiento más moderado en México, donde la inversión ha sido limitada por la persistente incertidumbre política, mientras que en este país el consumo doméstico se debilitó debido a la continua normalización del mercado laboral.
- **De cara al segundo semestre y 2025, se proyecta una desaceleración en la actividad económica regional En Brasil, se espera que el endurecimiento de la política monetaria continúe**, alcanzando niveles de restricción más elevados hacia finales de año, lo que ejercerá una presión significativa sobre el crecimiento. **Adicionalmente, la política fiscal, en comparación con el año anterior, de acuerdo con los objetivos, adoptaría un enfoque más contractivo.**
- **En el caso de México, la incertidumbre política sigue siendo el principal factor de riesgo**, afectando negativamente las perspectivas de crecimiento. Los recientes desarrollos legislativos, en particular la reforma judicial y otras propuestas en discusión, representan, según análisis, amenazas para el estado de derecho, lo que incrementaría los riesgos para los inversionistas.
- **En los países andinos, aunque con un entorno político algo más estable, estos temas también mantienen su relevancia.** En Colombia, por ejemplo, la discusión en torno al presupuesto ha exacerbado las tensiones políticas y generado presiones sobre la situación fiscal, lo que podría impactar la estabilidad financiera a mediano plazo.
- **Las condiciones financieras globales, si los escenarios de riesgo previamente mencionados no se materializan, podrían continuar mejorando, lo que respaldaría un ajuste favorable de las condiciones financieras locales, con excepción de Brasil.** Este escenario se reflejaría principalmente en una apreciación de los tipos de cambio, lo que favorecería las mejores condiciones financieras. Además, se espera que los términos de intercambio se mantengan en niveles elevados, proporcionando un impulso adicional al crecimiento económico de Chile, Perú y Brasil.

Con panoramas inflacionarios heterogéneos, la sincronización de las políticas monetarias queda atrás.

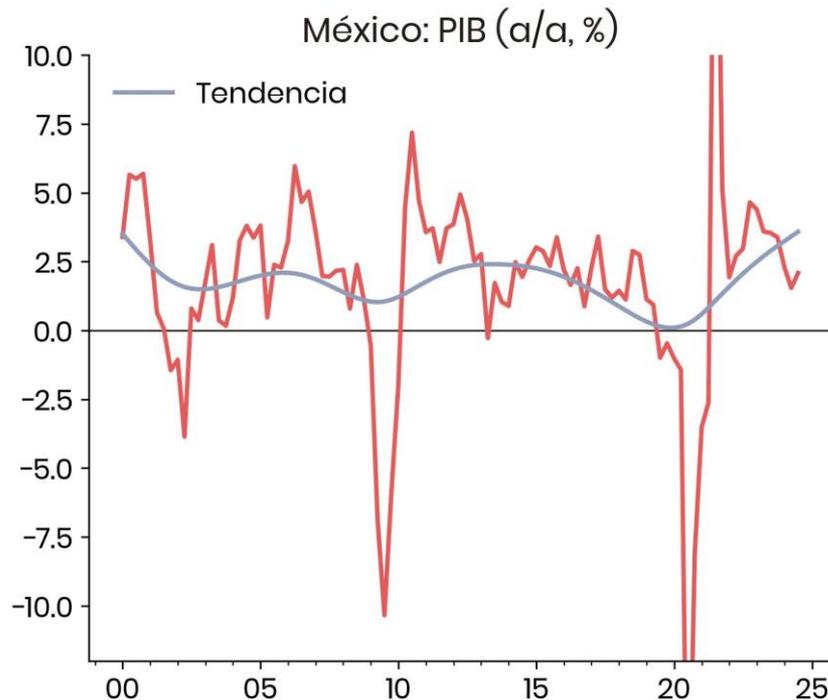
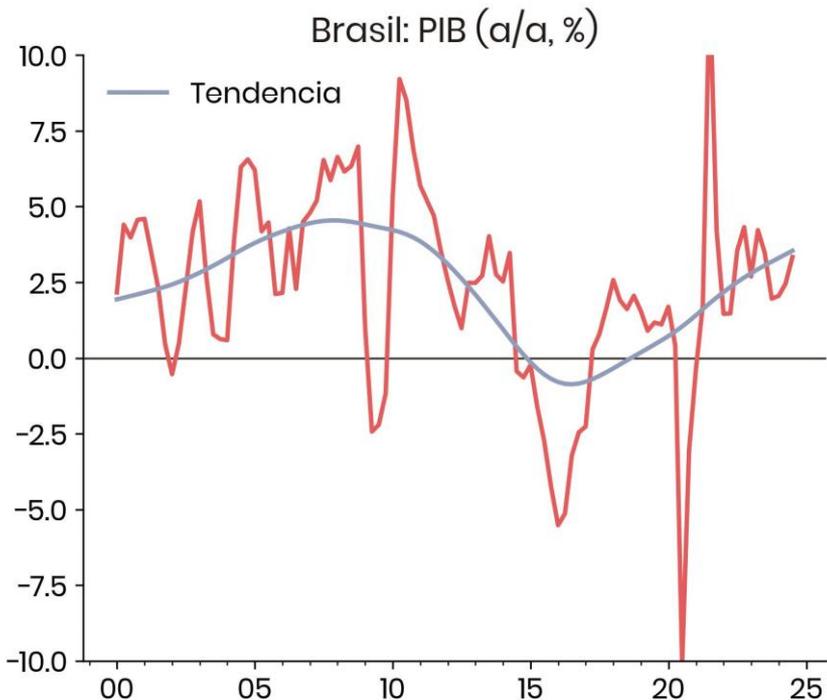
- **En términos de inflación y política monetaria, la región ha mostrado una clara divergencia en el último trimestre. En Brasil,** la persistencia de expectativas inflacionarias desancladas, las sorpresas positivas en el crecimiento económico y la reciente depreciación de la moneda han llevado al Banco Central a iniciar un nuevo ciclo de aumentos en la tasa de política monetaria, **el cual probablemente se extienda hasta inicios de 2025.** Adicionalmente, algunos analistas señalan que el Banco Central podría estar buscando reafirmar su independencia en medio de la presión ejercida por el ejecutivo, lo que añade un componente político al manejo de la política monetaria.
- En contraste, **en el resto de las economías, el inicio de los recortes de tasas por parte de los bancos centrales de economías desarrolladas brindaría mayor confianza para que los países de la región continúen con los recortes previamente anticipados.** Aquellos que han comenzado más tarde en este ciclo cuentan con un mayor margen de maniobra para flexibilizar su política monetaria.
- No obstante, persiste una heterogeneidad significativa. **En México,** el banco central enfrenta el desafío de equilibrar las sorpresas a la baja en la actividad económica con una inflación que sigue mostrando persistencia. A pesar de esto, **la postura reciente del banco ha enfatizado los riesgos a la baja para el crecimiento, lo que sugiere que los recortes continuarán de manera gradual.** Por su parte, **en Colombia, un posible cambio en la composición del consejo del banco central podría inclinar la balanza hacia recortes más agresivos en los próximos trimestres.**
- **En Chile y Perú, los ciclos de recortes se acercan a su fase final,** con aproximadamente 100 puntos básicos de ajustes pendientes. En Perú, la inflación ya está alineada con los objetivos del banco central, mientras que en Chile el mercado ya ha descontado una trayectoria de tasas que se aproxima a la neutralidad.

En la primera mitad del año destacó el crecimiento por sobre lo esperado de Brasil, a pesar de las inundaciones en uno de los principales estados. El mayor crecimiento vino apoyado tanto por el sector privado como por los estímulos fiscales.

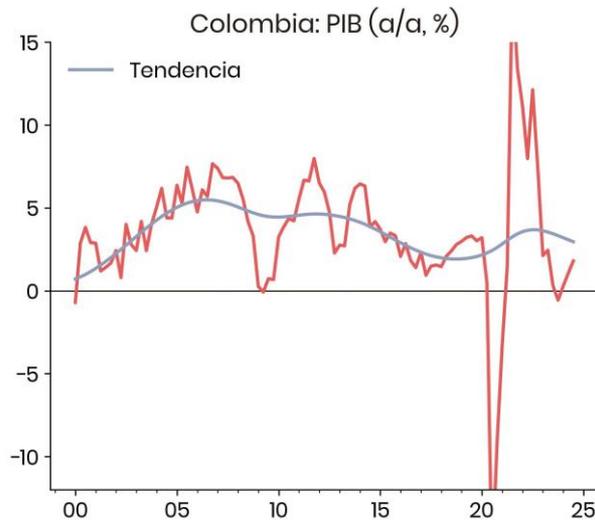
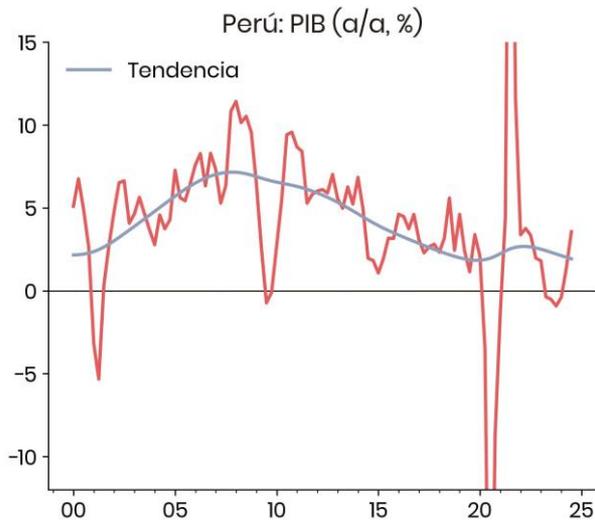
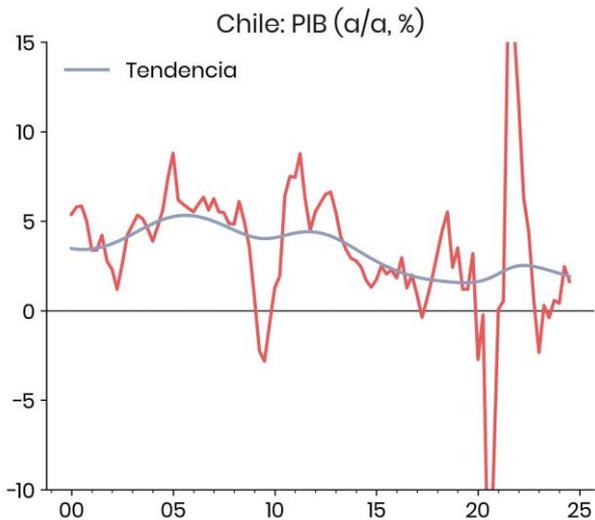


* Promedio ponderado por tamaño del PIB del crecimiento de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. 1T24 proyectado.

En Brasil, el crecimiento económico se moderaría debido al endurecimiento tanto de la política monetaria como fiscal, que se situarían en niveles más restrictivos. En México, el principal obstáculo para el dinamismo económico seguiría siendo la incertidumbre política, la cual limitaría significativamente las perspectivas de inversión.

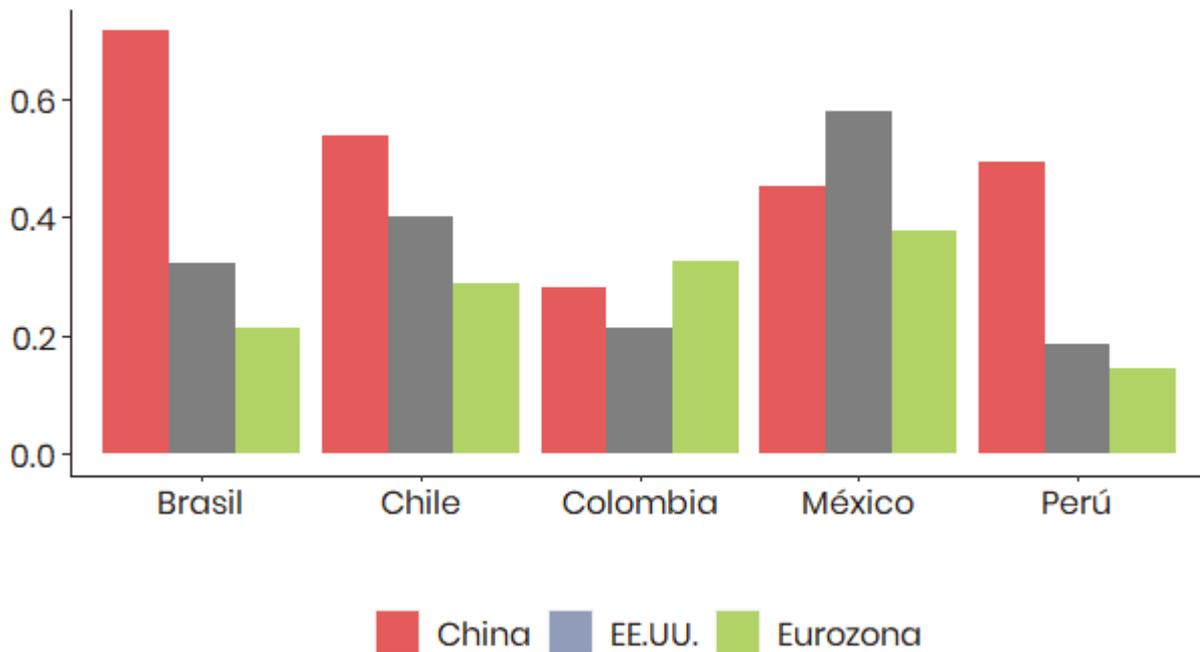


En los países andinos, el crecimiento de Chile se mantendría en niveles modestos, alineado con su tendencia de largo plazo. En Perú, se proyecta que el desempeño superior al resto de la región continúe en los próximos trimestres, impulsado por la moderación de la inflación y tasas de interés más bajas. En Colombia, el ajuste en la demanda ha sido desproporcionado, con una caída más acentuada en la inversión, dinámica que probablemente se extienda hasta 2025, exacerbada por una elevada incertidumbre política.



La resolución de la situación de crecimiento en China es de suma importancia, ya que podría abrir espacio para revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento regional. Las economías más susceptibles para beneficiarse de una recuperación más vigorosa de la economía china son Brasil, Chile y Perú.

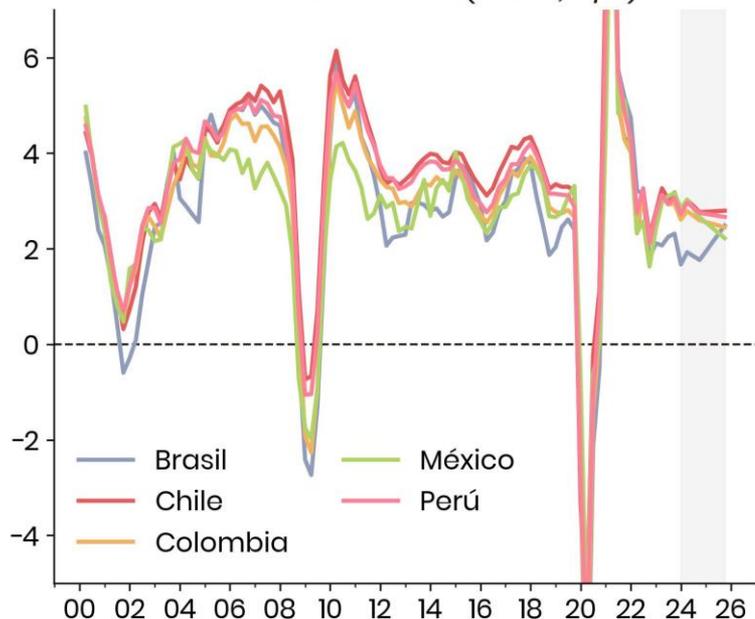
Respuesta promedio (4 trimestres) crecimiento países América Latina a shock crecimiento externo



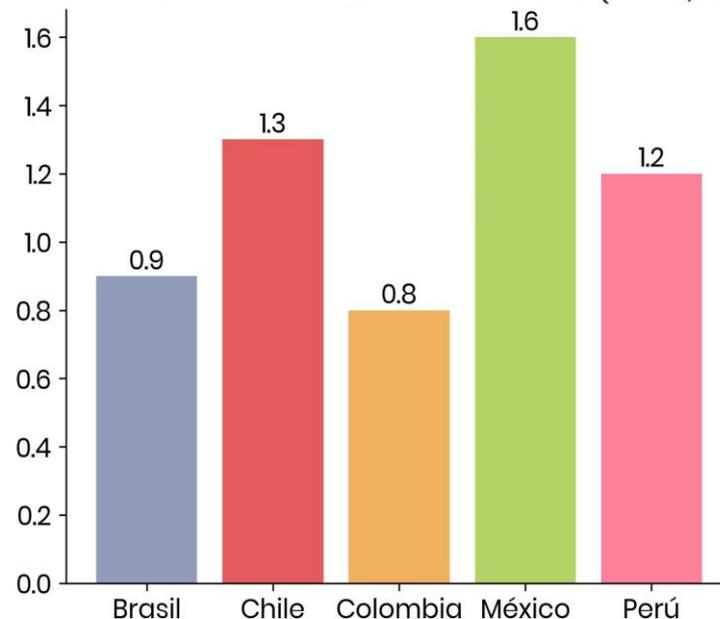
*Periodicidad trimestral.
*Shock corresponde a un aumento de 0.6, 0.6 y 0.5 puntos en crecimiento de China, EE.UU y Eurozona respectivamente.

México es la economía que exhibe una mayor sensibilidad al crecimiento de sus socios comerciales, lo que hace crucial el escenario de expansión económica que se materialice en EE. UU. La posibilidad de un aterrizaje suave, como se anticipa para EE. UU., es fundamental para evitar una contracción más pronunciada de la economía mexicana.

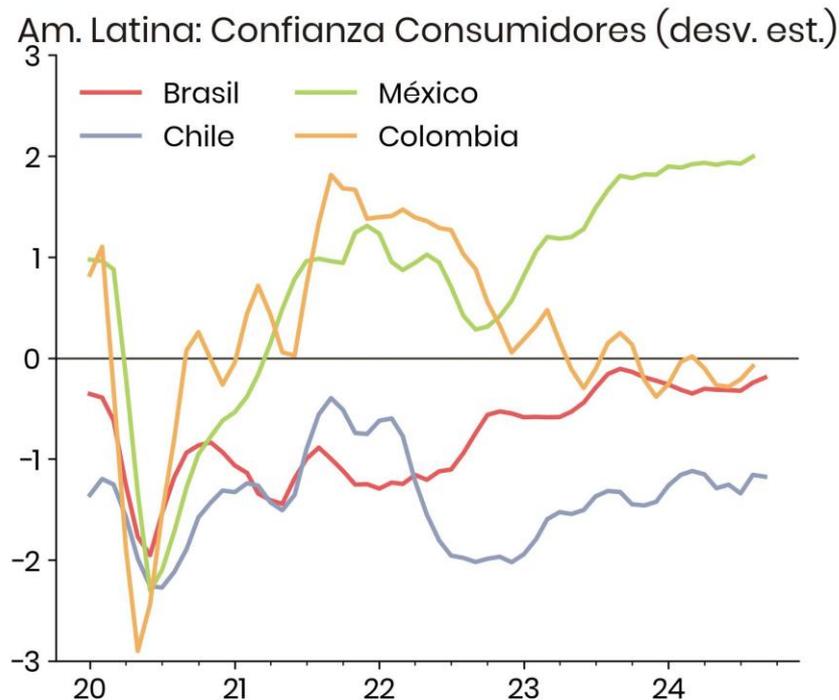
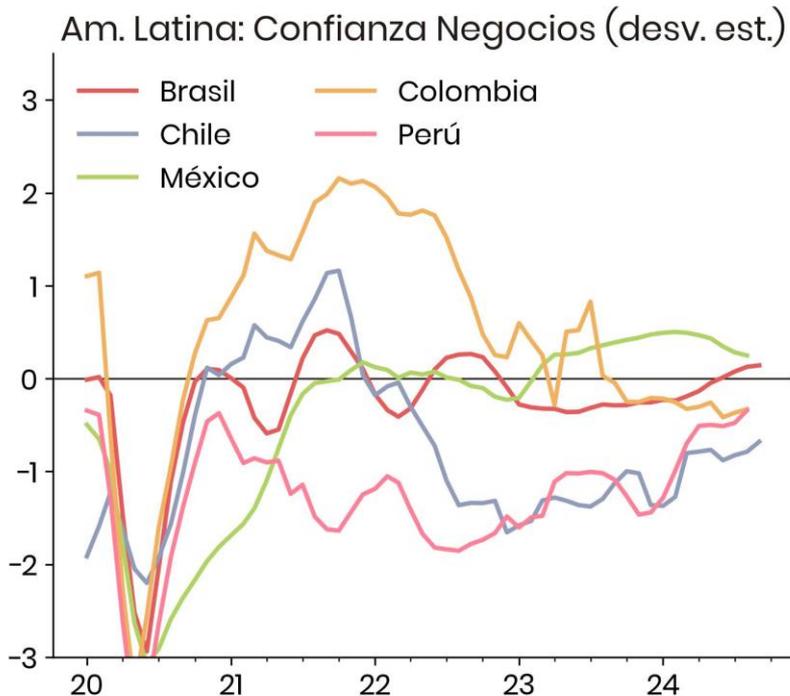
América Latina: Crecimiento PIB Trade Partner (var %, a/a)



América Latina: Elasticidad Crecimiento PIB vs Crecimiento PIB Socios Comerciales (var %, a/a)

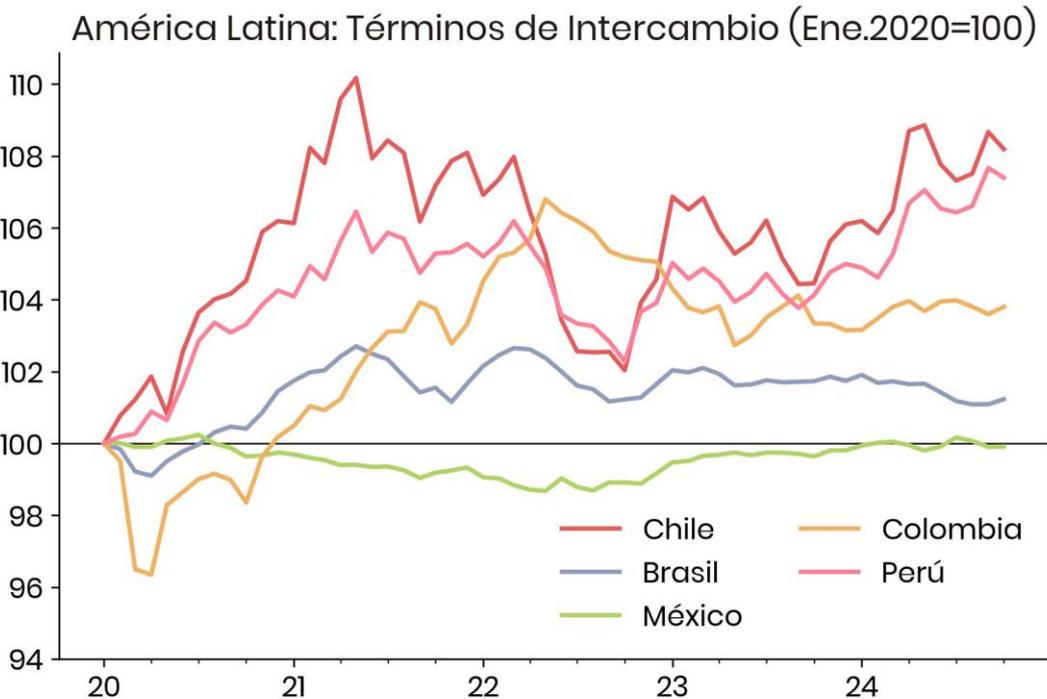


Las sorpresas positivas en el crecimiento económico de Brasil han contribuido a mejorar las perspectivas tanto para los negocios como para los consumidores. Por su parte, en México, los consumidores continúan mostrando un optimismo notable. En contraste, en términos relativos, la confianza permanece muy baja en Chile, afectando tanto a las expectativas empresariales como a las de los consumidores.



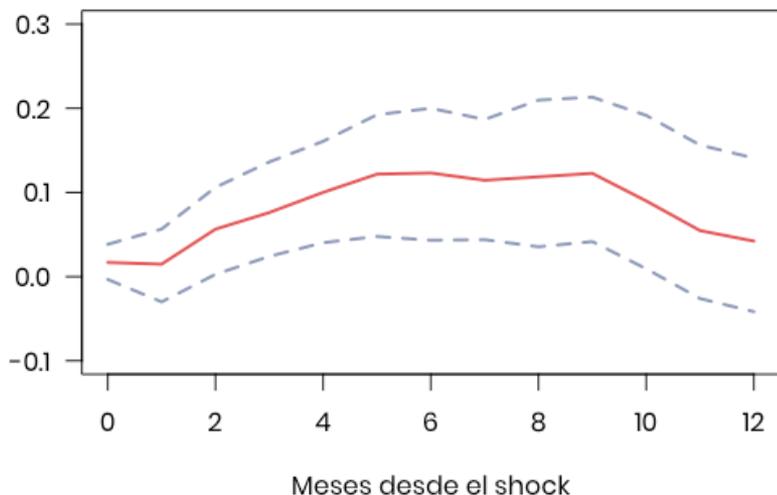
* Series graficadas como el promedio móvil trimestral, en términos de desviaciones estándar.

El impulso de los términos de intercambio ha permanecido favorable en Chile y Perú a lo largo de este año, mientras que en el resto de las economías ha mostrado un comportamiento más neutral. Aunque la evolución de los precios de las materias primas conlleva un alto grado de incertidumbre, si se materializan los escenarios base en los que el riesgo geopolítico se mantiene controlado y China experimenta un mayor impulso económico, se espera que estos términos de intercambio se mantengan sólidos.



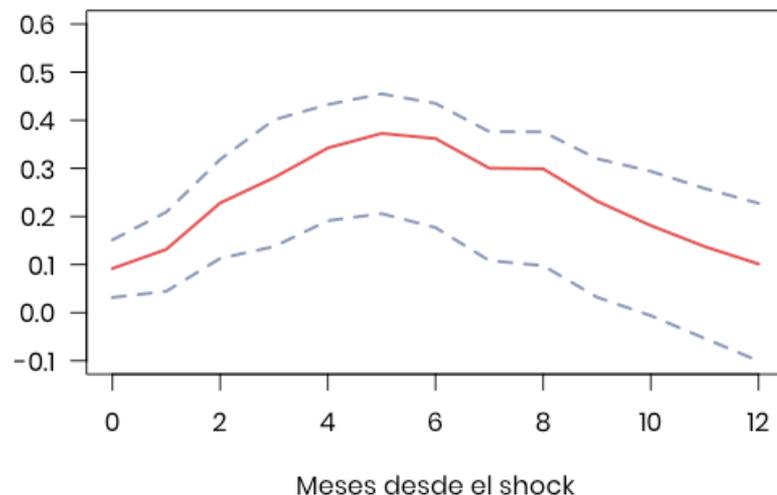
La implementación de los estímulos anunciados por China podría repercutir en un fortalecimiento adicional de los términos de intercambio para la región. Con todo, hay que tener presente que este estímulo se distingue por su enfoque en el consumo interno, en lugar de priorizar la inversión, lo que podría generar un efecto diferente en los precios de las materias primas en comparación con ciclos de estímulo anteriores.

Impacto en Am. Latina Term. Intercambio (a/a, %) ante shock en China MI (a/a, %)



* El shock corresponde a un aumento de aproximadamente 2.5 pp en el crecimiento anual del MI.

Impacto en Am. Latina Term. Intercambio (a/a, %) ante shock en China TSF (a/a, %)



* El shock corresponde a un aumento de aproximadamente 7 pp en el crecimiento anual del TSF.

Excluyendo escenarios en los que la crisis en Medio Oriente provoca un aumento significativo en los precios del petróleo o una desaceleración marcada de la economía global, se prevé que los términos de intercambio experimenten un crecimiento este año en Chile y Perú de 5 y 2%, respectivamente. Para el próximo año, anticipamos que estos niveles se mantendrán estables.

Chile: Términos de Intercambio
(Índice, 2018=100)

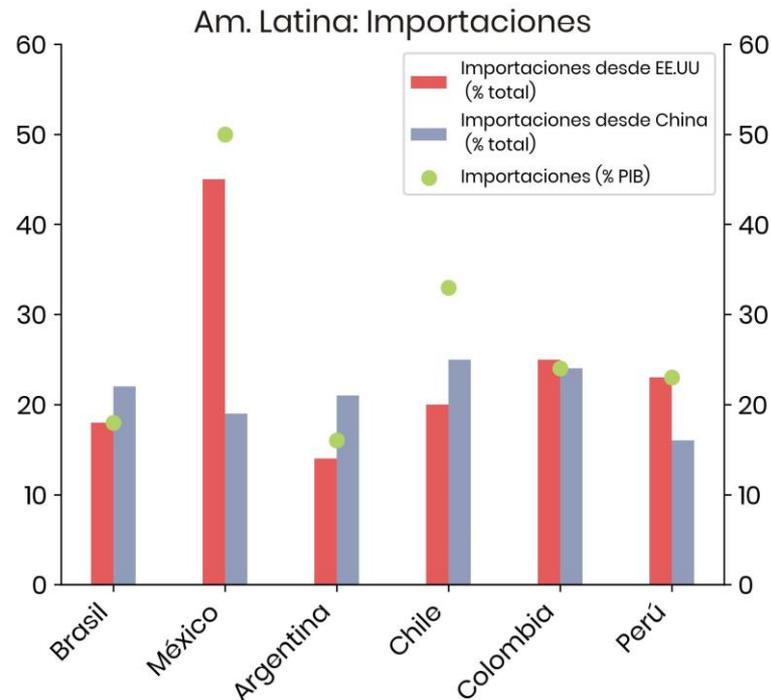
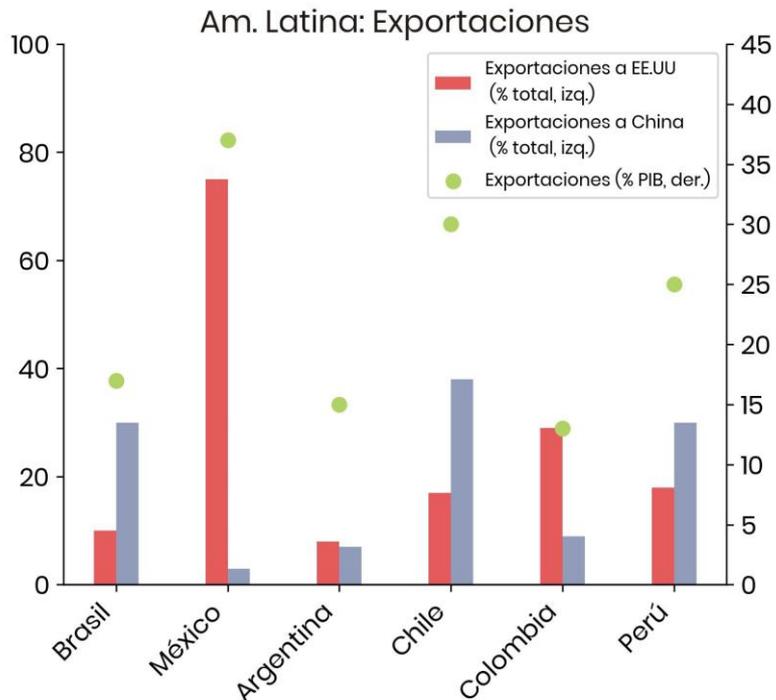


Perú: Términos de Intercambio
(Índice, 2018=100)

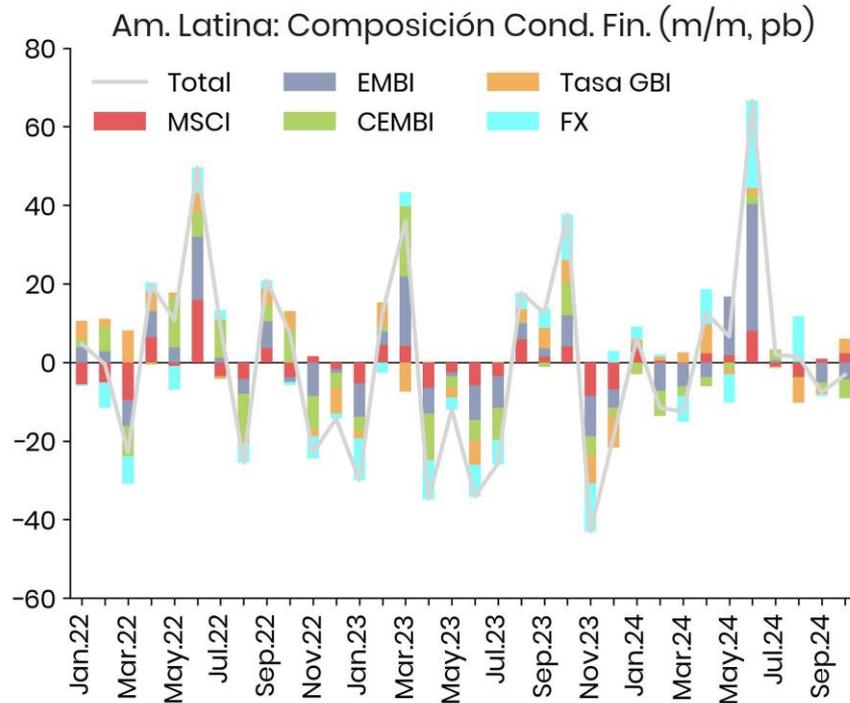
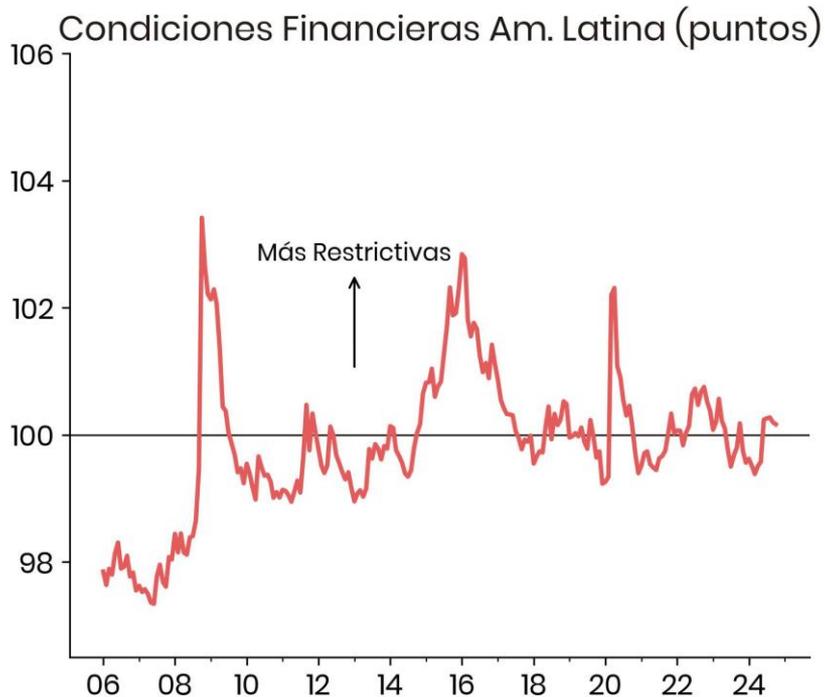


*Variación anual

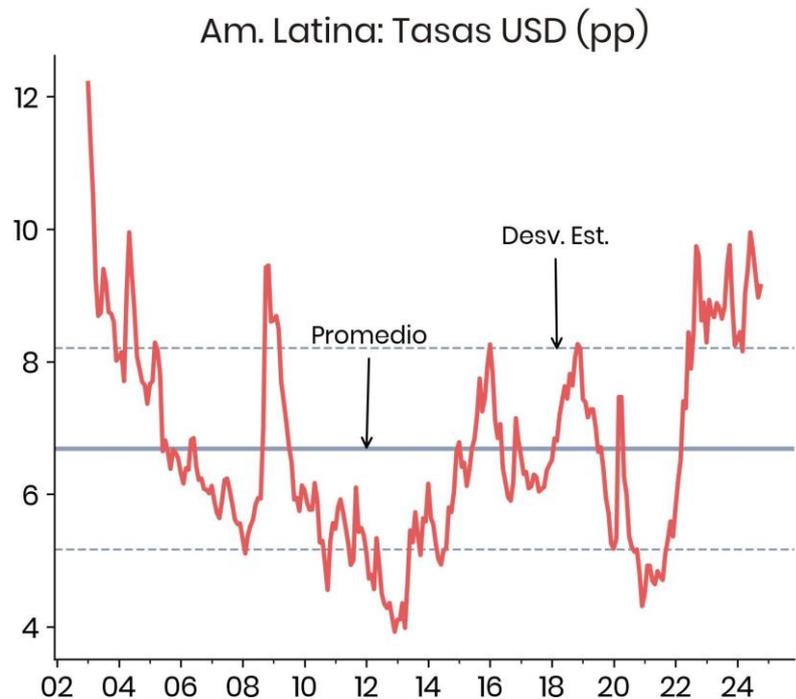
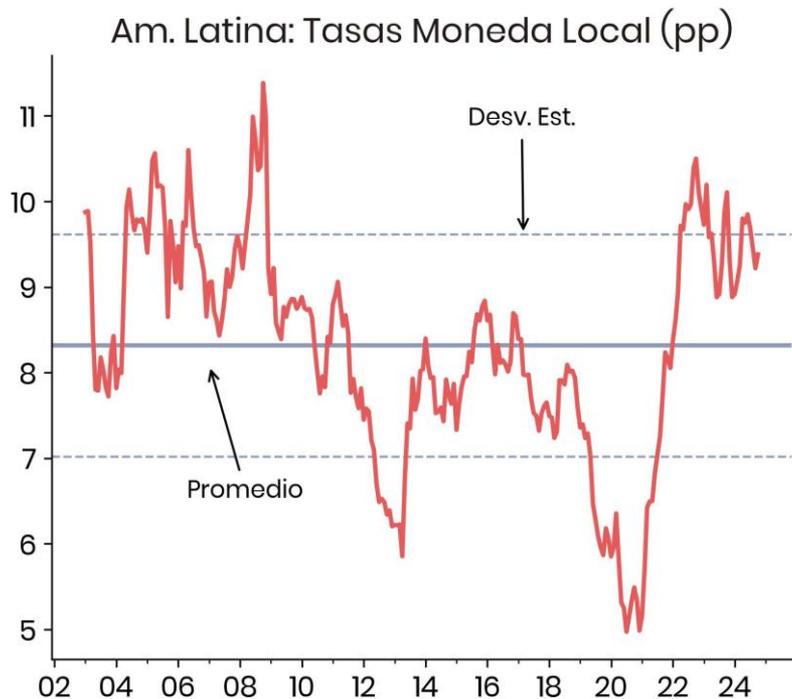
México, Chile y Perú son las economías más abiertas comercialmente, lo que las hace particularmente vulnerables al recrudecimiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China. En el caso de México, el 80% de sus exportaciones están dirigidas a EE. UU., lo que las convierte en focos susceptibles a la imposición de tarifas comerciales si se materializan los planes propuestos por Trump.



Desde septiembre, las condiciones financieras de la región han experimentado un relajamiento en línea con el ajuste observado en los mercados globales. Esto se ha reflejado notablemente en la reducción de los spreads de riesgo, tanto soberanos como corporativos. No obstante, un posible ajuste negativo en este ámbito representa el principal riesgo derivado de la mayor incertidumbre externa en la segunda mitad del año.



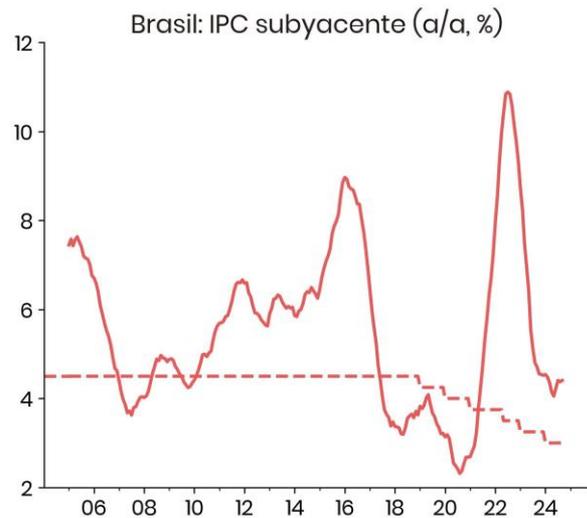
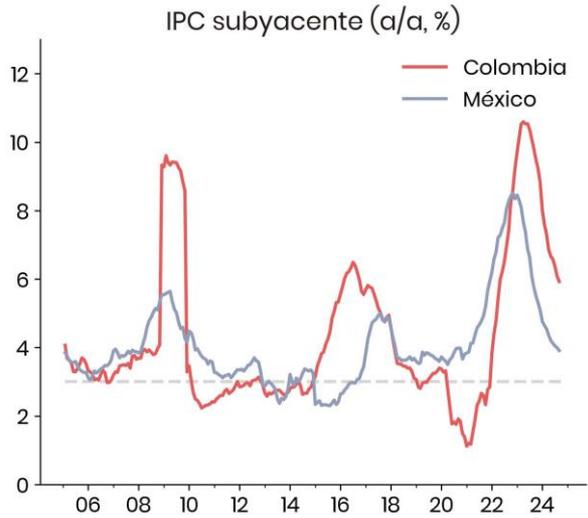
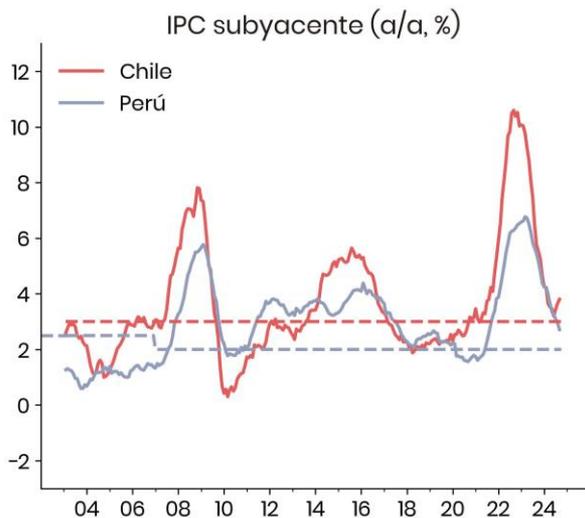
A pesar de la reducción en los spreads, las tasas de financiamiento en dólares permanecen cerca de sus máximos históricos. De cara al futuro, no se anticipan caídas significativas, dado que las tasas estadounidenses parecen estar cerca de su valor justo, siempre que no se produzca una contracción económica más pronunciada.



Los ajustes en las expectativas de crecimiento del PIB son menores, y responden principalmente a las sorpresas observadas en el primer semestre. En términos generales, el crecimiento proyectado para este y el próximo año refleja una desaceleración en comparación con los niveles del año pasado y la primera mitad del año, impulsada principalmente por una mayor incertidumbre en México y un entorno de políticas más restrictivas en Brasil.

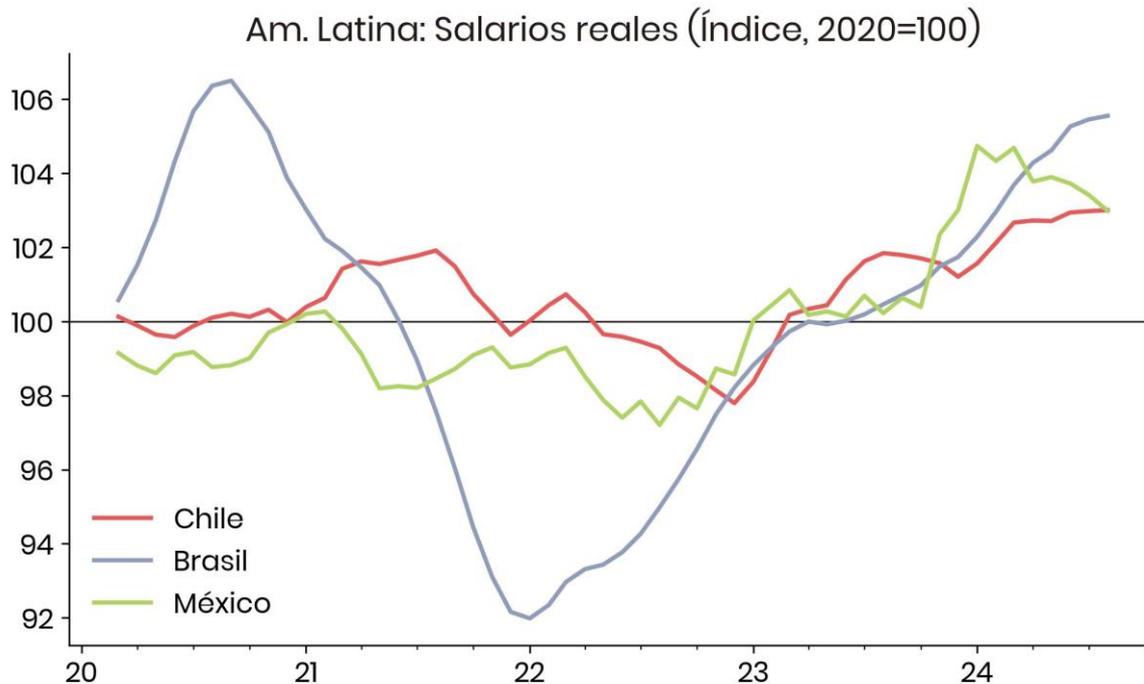
PIB (var % a/a)	2022	2023	2024 (e.)	2025 (e.)
Argentina	5.2	-1.6	-3.5	3.5
Brasil	2.9	2.9	2.5	2.0
Chile	2.1	0.2	2.5	2.0
Colombia	7.5	0.6	2.0	2.5
México	3.1	3.2	1.5	1.5
Perú	2.7	-0.6	2.8	2.8
Am. Latina	3.6	2.0	1.5	2.1

El panorama inflacionario comienza a mostrar una mayor heterogeneidad en la región. En Perú, la inflación ha alcanzado niveles dentro del rango meta. En Chile, factores transitorios han mantenido la inflación por encima del 4%, aunque se espera que converja hacia la meta a mediados del próximo año. En el resto de las economías, el ajuste hacia los objetivos inflacionarios ha sido más lento. Particularmente en Brasil, la inflación se ha mantenido estable, pero en niveles aún elevados.



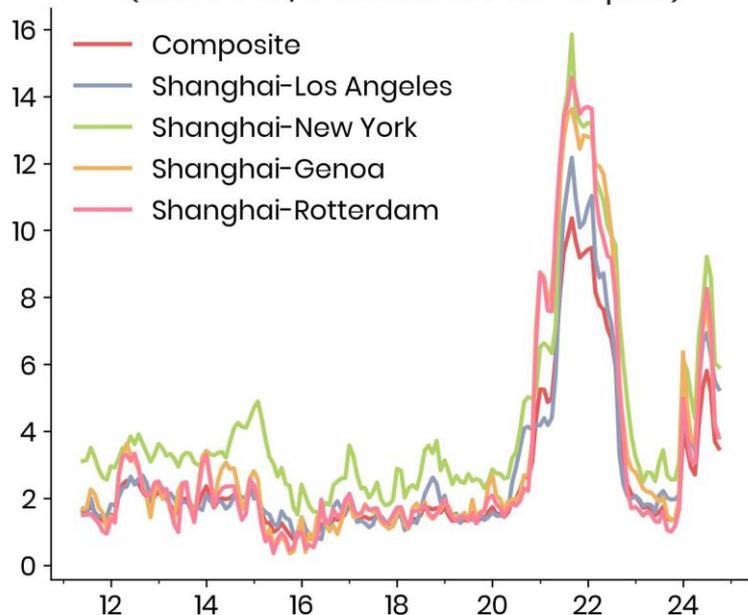
*Líneas punteadas indican meta de inflación.

Las lecturas de inflación todavía elevadas en Brasil resultan preocupantes a la luz de la evolución de los salarios reales del último tiempo, que sostuvieron buena parte del crecimiento de la economía por sobre lo esperado en los últimos trimestres.

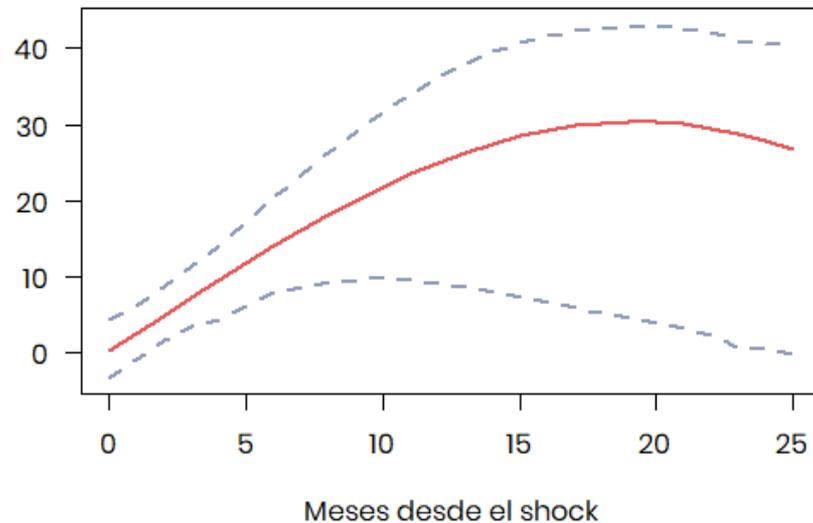


Hasta ahora, el impacto del conflicto en Medio Oriente sobre los precios de la energía ha sido moderado, tanto en el precio del petróleo como en los costos de transporte internacional. No obstante, este factor representa uno de los principales riesgos para el control de la inflación en la región.

Tasas de fletes
(Miles USD/Contenedor de 40 pies)



América Latina: Impacto en Inflación (pb., anual)
a shock Tasa Flete (Miles USD)



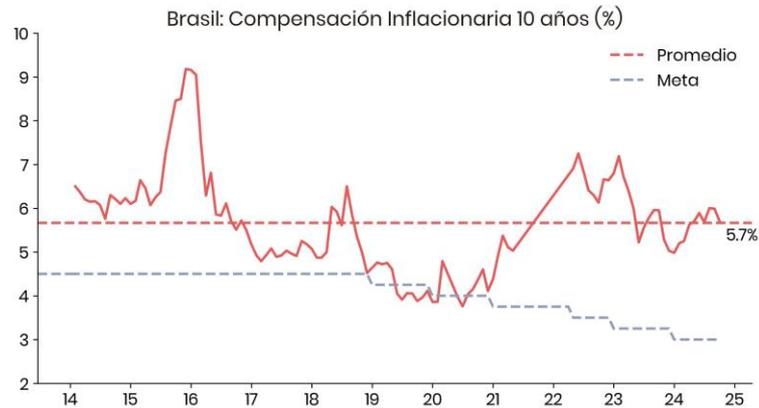
* El shock corresponde a un aumento de aproximadamente 1000 USD en la tasa de fletes.

Las expectativas de inflación representan un desafío particularmente en Brasil, donde han aumentado debido a las sorpresas en el crecimiento económico y la depreciación cambiaria. Esto ha llevado al Banco Central a adoptar una postura más agresiva en su política monetaria. En Chile, las expectativas de inflación también han mostrado un ligero repunte, aunque principalmente en el corto plazo.



*Líneas punteadas indican meta de inflación.

Al contrario, las expectativas de largo plazo en Chile se mantienen alineadas con la meta, único país en la región, lo que reflejaría el carácter transitorio del aumento inflacionario de los últimos meses.

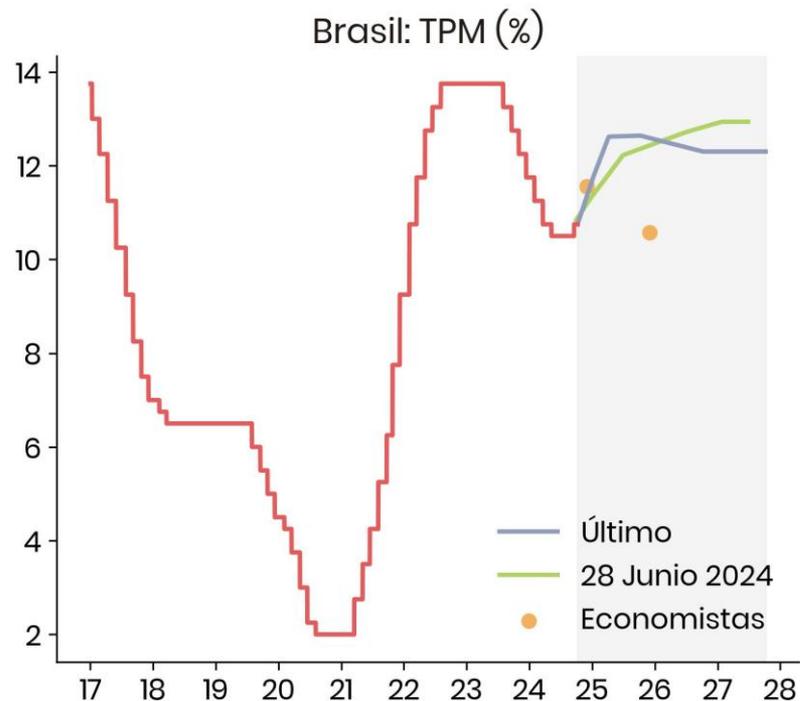
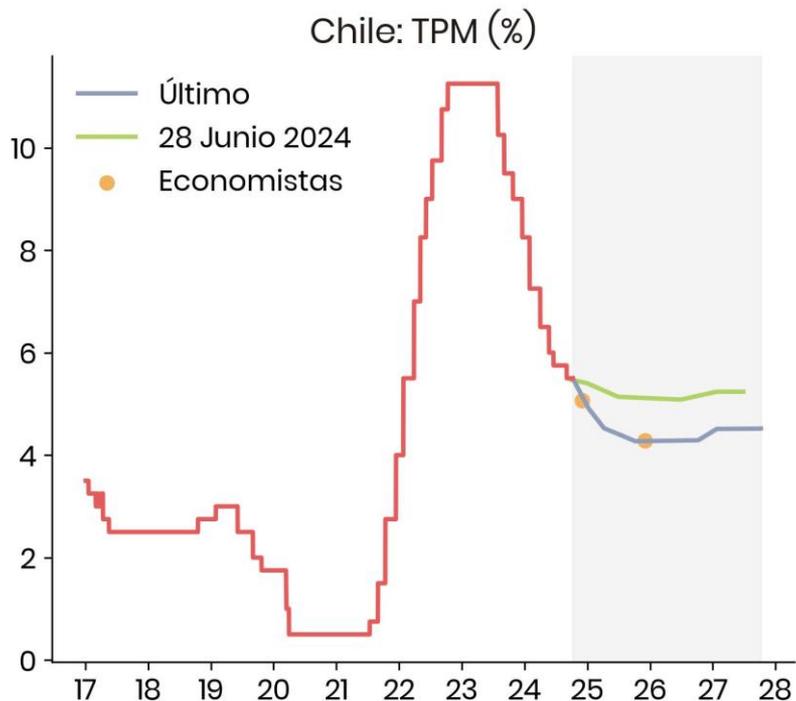


Fuente: Bloomberg, RiskAmerica, Bancos Centrales y Estudios Security.

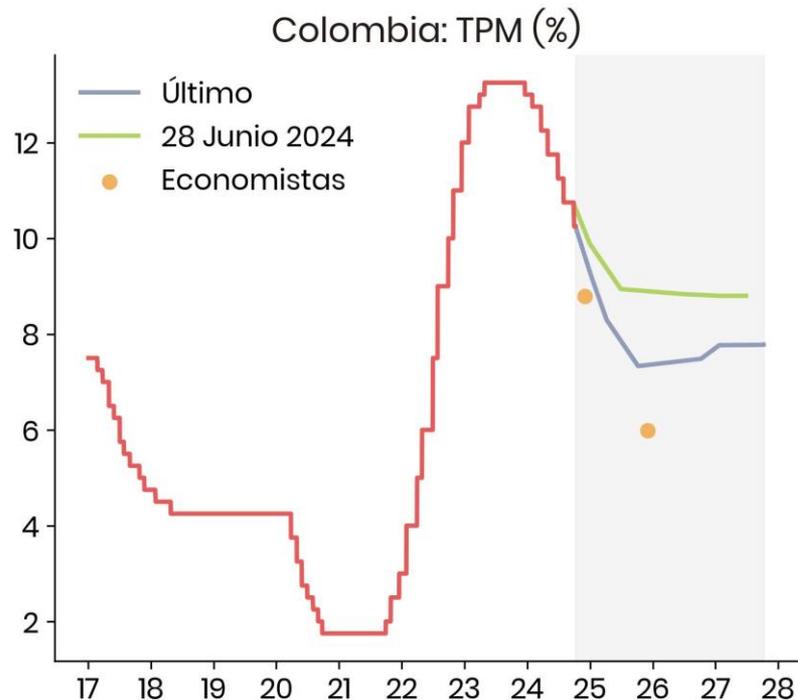
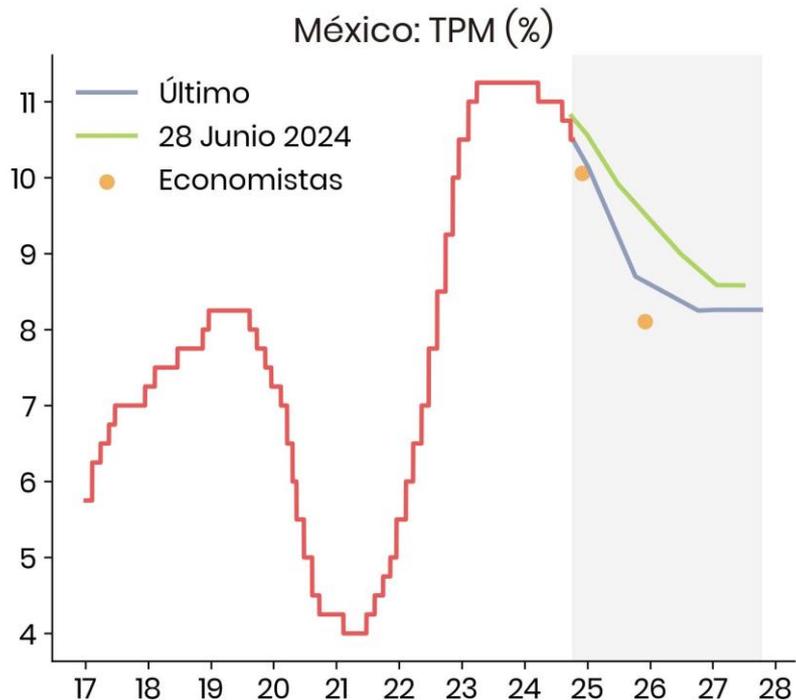
Ajustamos levemente al alza las expectativas de inflación para este año en la mayoría de los países, para reflejar las sorpresas al alza de los primeros trimestres.

IPC (var %, fin de período)	2022	2023	2024 (e.)	2025 (e.)
Argentina	95	211	150	50
Brasil	5.8	4.6	4.8	4.0
Chile	12.8	3.9	4.5	3.0
Colombia	13.1	9.3	6.2	4.0
México	7.8	4.7	4.8	4.0
Perú	8.5	3.2	2.5	2.5

En Brasil, se prevé que el Banco Central continúe con su mini ciclo de alzas de tasas hasta el primer trimestre del próximo año, con el objetivo de re anclar las expectativas de inflación y reforzar su credibilidad frente a las presiones del ejecutivo. En Chile, el mercado ya descuenta una tasa de política que alcanzaría niveles neutrales el próximo año.



El inicio de los recortes de tasas por parte de la Reserva Federal abre espacio para que los bancos centrales locales aceleren sus propios recortes. En México, el Banco Central ha señalado que le preocupan los riesgos a la baja en la actividad. Por su parte, en Colombia, se anticipan recortes más agresivos para el próximo año, de la mano de un cambio en el equilibrio del consejo.



El mayor crecimiento e inflación algo más alta justificaría niveles de tasa de política monetaria que aterrizan a niveles más altos este año.

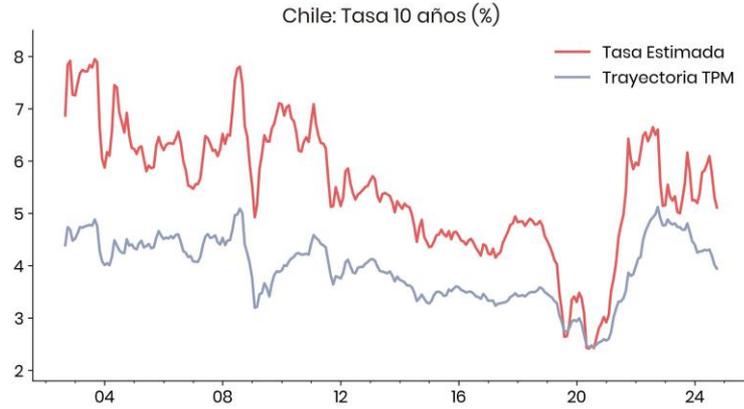
TPM (% cierre)	2022	2023	2024 (e.)	2025 (e.)
Argentina*	75	100	40	30
Brasil	13.75	11.75	11.75	10.5
Chile	11.25	8.3	5.0	4.5
Colombia	12.0	13.00	9.25	6.0
México	10.5	11.25	10.0	8.0
Perú	7.5	6.75	5.0	4.3

* El 18 de diciembre de 2023 el Banco Central argentino cambió su tasa de referencia a la Tasa de los pagarés repo a 1 día.

Persisten riesgos para los activos locales, especialmente en las tasas de interés de largo plazo, que podrían incorporar mayores primas por riesgo.

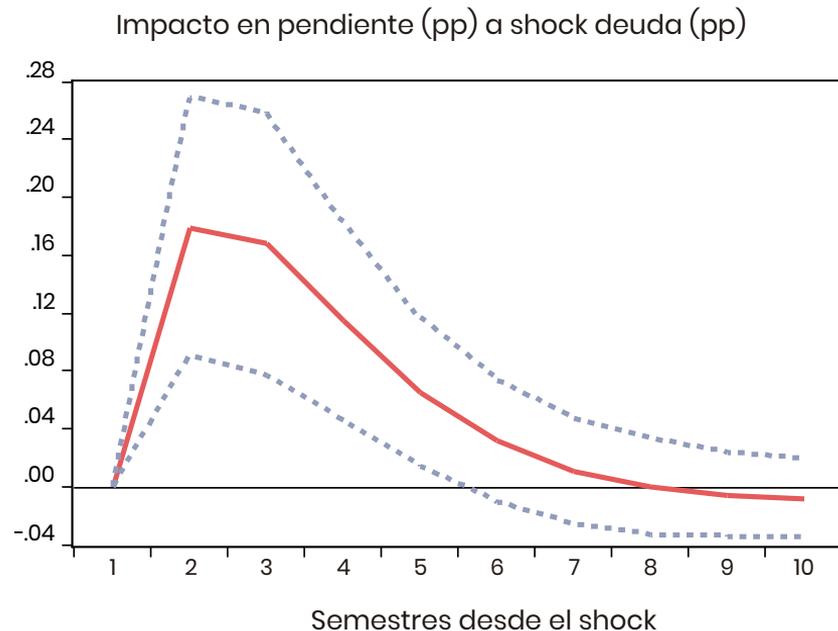
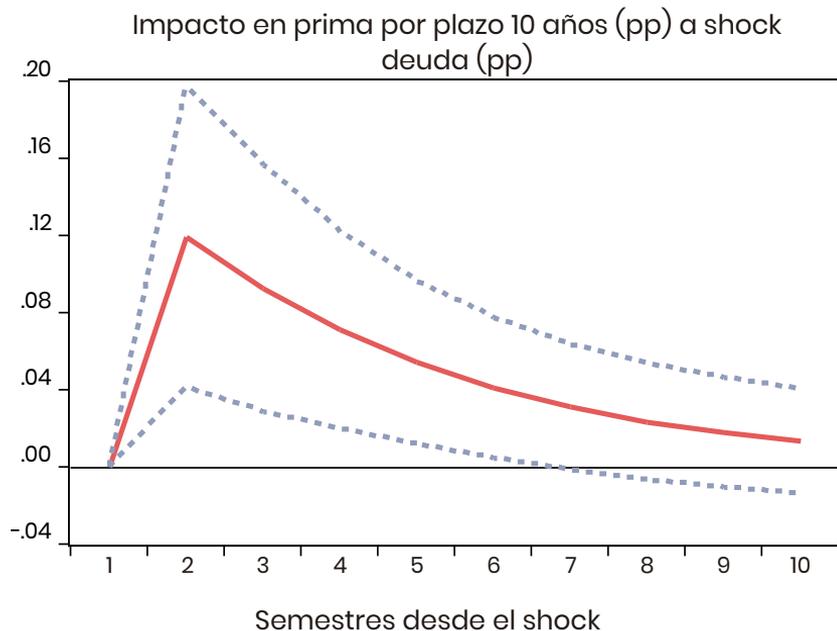
- **En el caso de México, el complejo entorno legislativo**, con propuestas que incluyen incrementos constitucionales del salario mínimo por encima de la inflación, la eliminación de instituciones autónomas, la conversión de empresas estatales en entidades estratégicas y la subordinación de la Guardia Nacional al mando militar, **eleva la incertidumbre y debería traducirse en primas de riesgo más elevadas en los activos locales, particularmente en las primas por plazo que se mantienen bajas en perspectivas históricas.**
- **De igual manera, identificamos riesgos latentes en las curvas de Chile, donde las primas por plazo no han aumentado lo suficiente para reflejar de manera adecuada el nuevo equilibrio de riesgos.**
- **En Colombia**, si los recortes de tasas de interés monetarias superan las expectativas del mercado, como se podría anticipar, dado el potencial cambio del consejo, y una desaceleración algo mayor, **es probable que las curvas de rendimiento se empenen aún más.**
- **En cuanto a los tipos de cambio, las monedas locales presentan un margen de apreciación en línea con una eventual depreciación del dólar estadounidense**, a medida que disminuyan los riesgos geopolíticos y se atenúe la incertidumbre vinculada a las elecciones en EE.UU.
- **En el corto plazo, el real brasileño se perfila como la moneda con mayor potencial de apreciación**, beneficiándose de la divergencia en la política monetaria frente a EE. UU., lo que movería a su favor los diferenciales de tasas de interés de corto plazo. A su vez, es la moneda de la región que mayor brecha mantiene en términos de tipo de cambio real.

En México, aunque las primas por plazo han aumentado, es probable que continúen en ascenso debido a un escenario de mayor incertidumbre derivado de las recientes discusiones sobre reformas constitucionales. Por su parte, las primas en Chile se mantienen por debajo de los promedios históricos, lo que sugiere de igual manera la posibilidad de riesgos al alza para las tasas de interés a largo plazo.



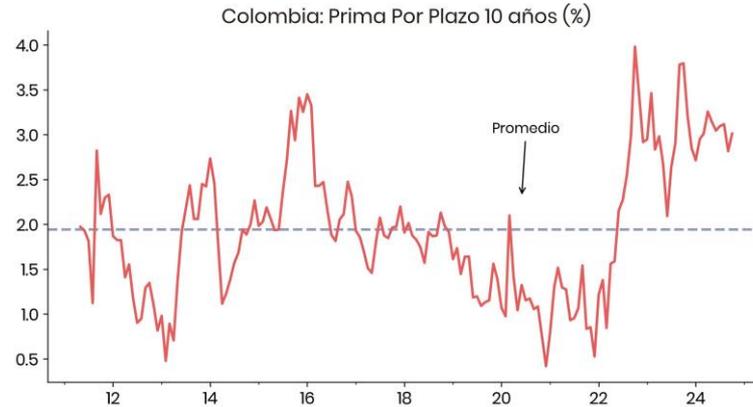
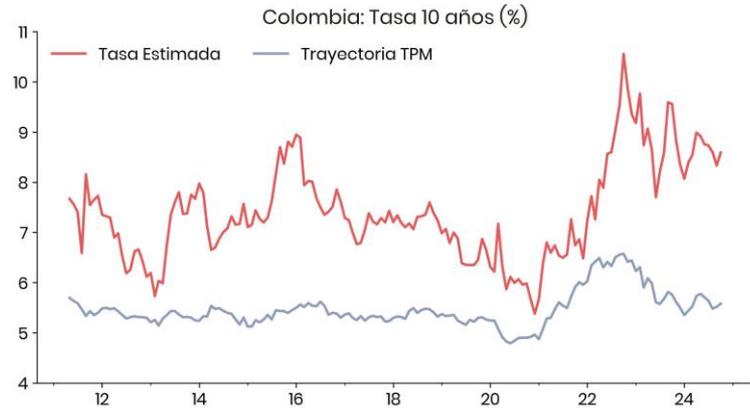
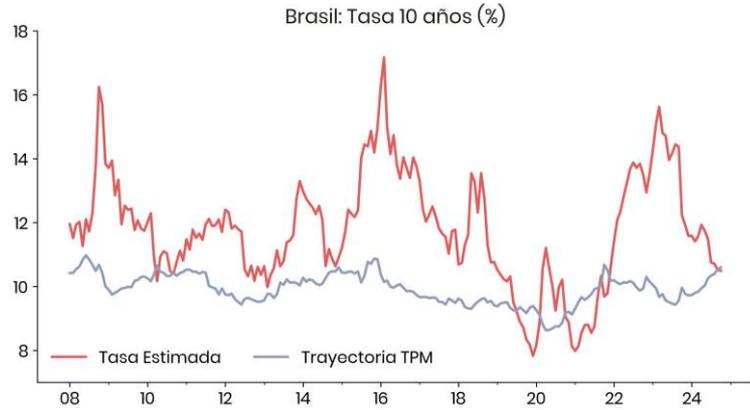
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

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.

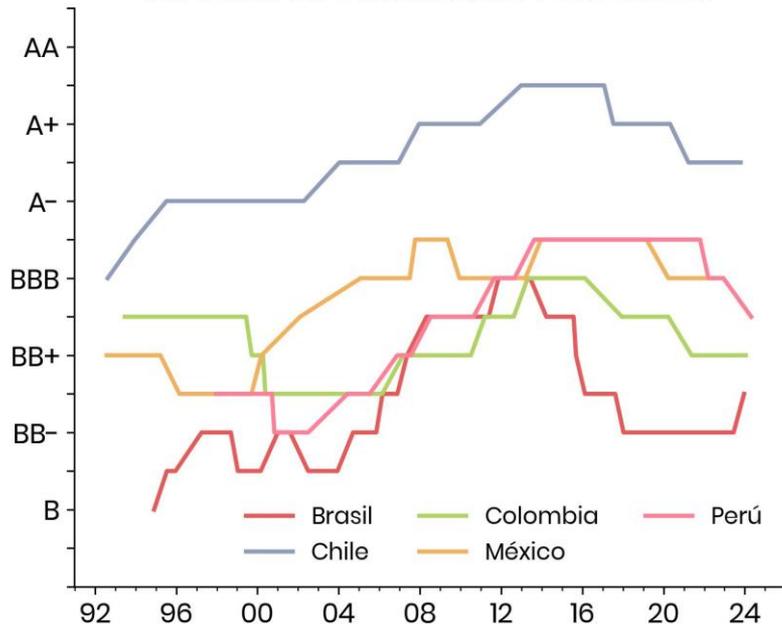
En Colombia las estimaciones de las primas por plazo a 10 años se encuentran bien por sobre los niveles promedios, aunque no se estima un espacio grande para caídas. Por su parte, en Brasil caen importantemente.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

El entorno soberano más desafiante en la región se refleja en las perspectivas de las agencias de calificación crediticia. Solo Brasil mantiene perspectivas estables o positivas, mientras que las demás economías enfrentan un riesgo significativo de recortes en sus clasificaciones.

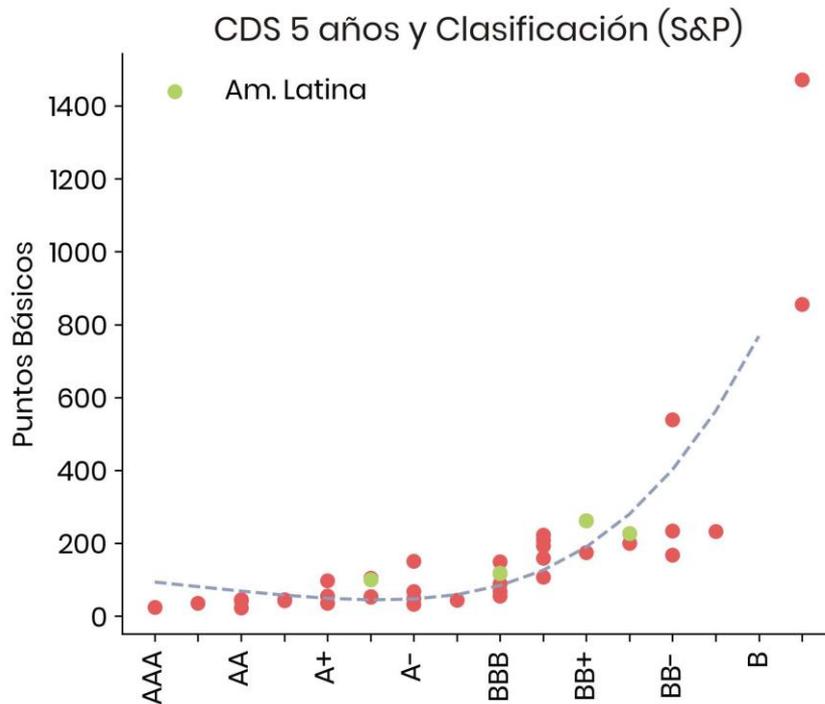
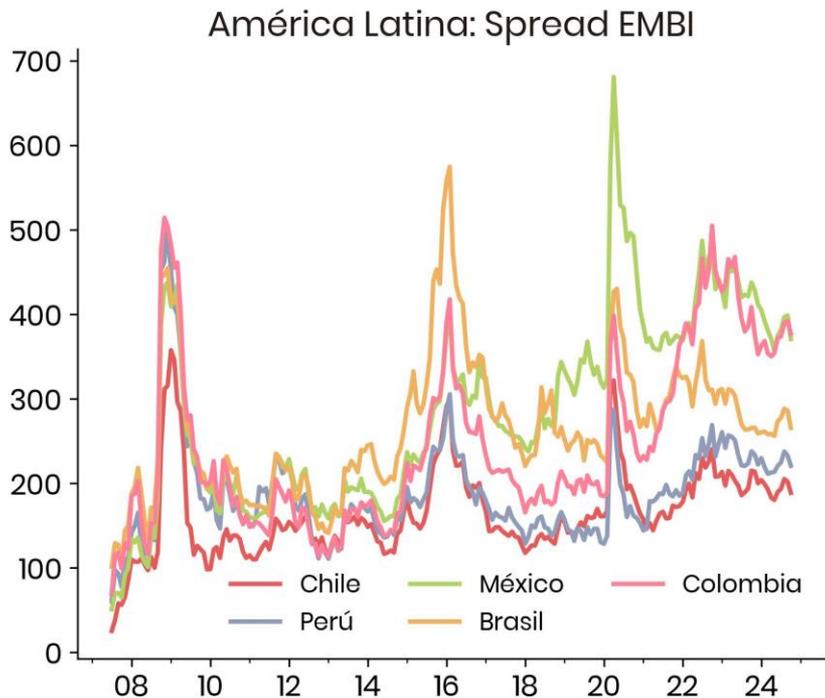
Am. Latina: Clasificación Crediticia



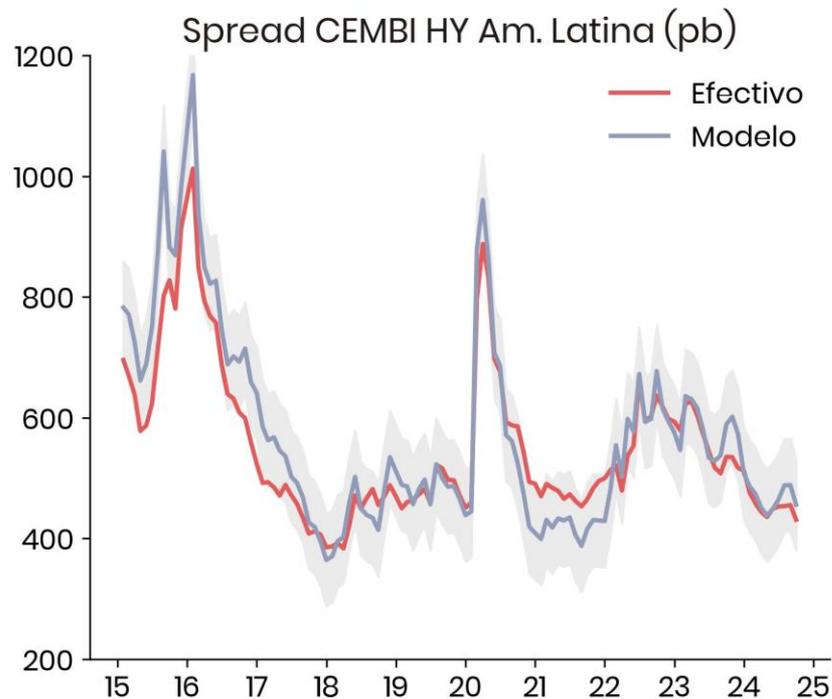
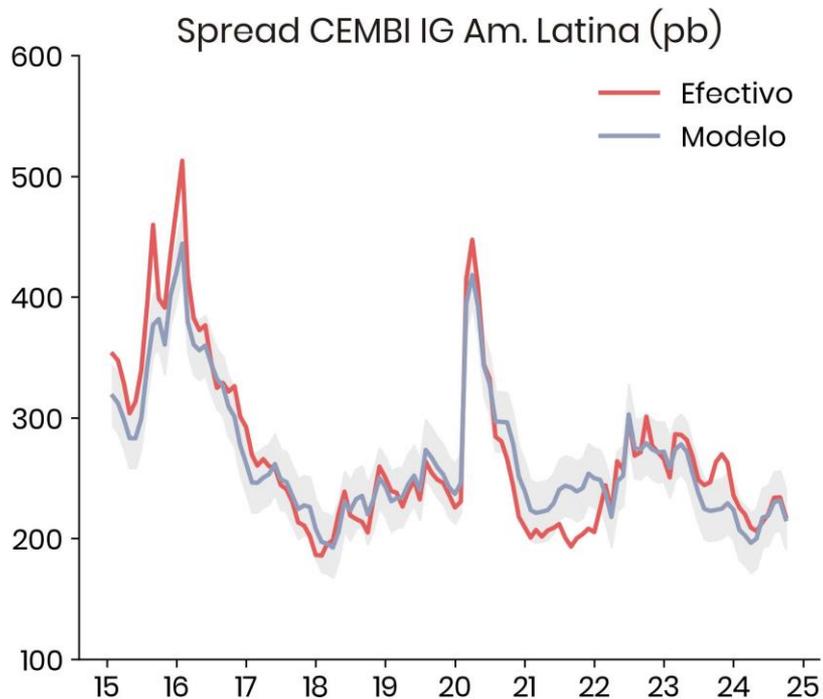
País	S&P		Fitch		Moody's	
	Rating	Perspectiva	Rating	Perspectiva	Rating	Perspectiva
Brasil	BB	Estable	BB	Estable	Ba2	Positiva
Chile	A	Negativa	A-	Estable	A2	Estable
Colombia	BB+	Negativa	BB+	Estable	Baa2	Negativa
México	BBB	Estable	BBB-	Estable	Baa2	Estable
Perú	BBB-	Estable	BBB	Negativa	Baa1	Negativa

Fuente: S&P, Fitch, Moody's y Estudios Security.

Los spreads se han normalizado prácticamente a niveles promedio previos a la pandemia, lo que no sugiere oportunidades significativas en este frente. En términos relativos, los spreads de las economías de América Latina se encuentran alineados con su valor justo.

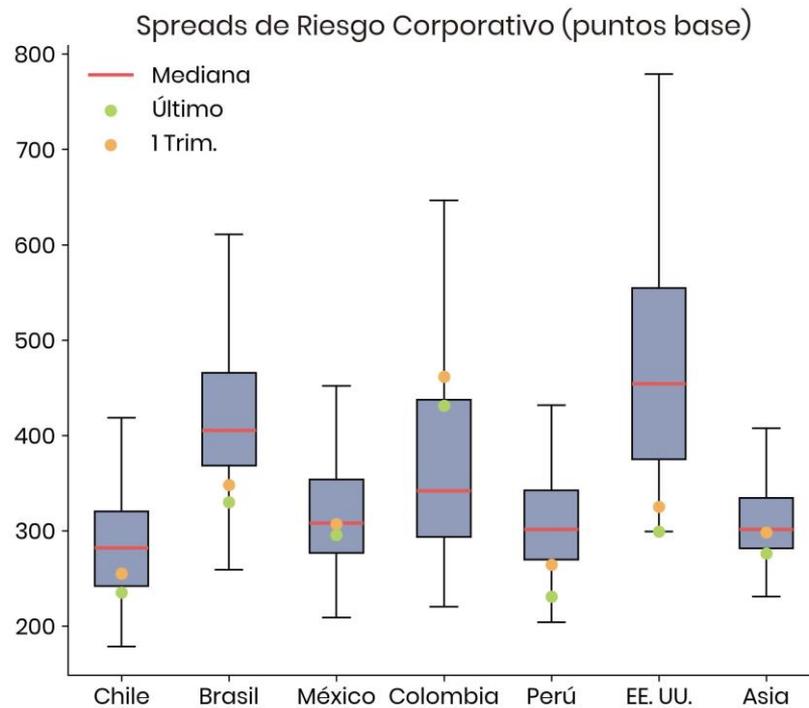
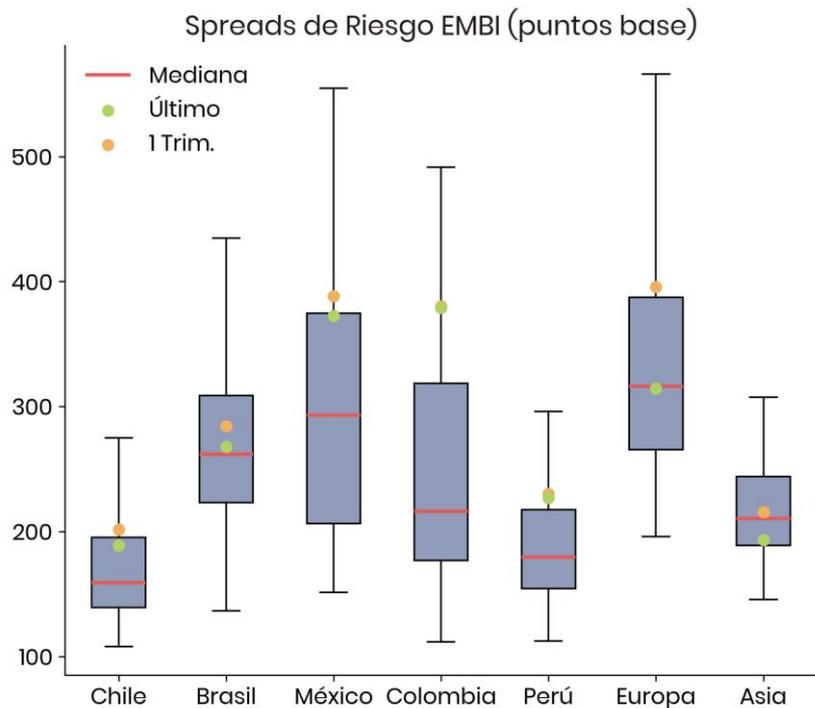


Los modelos de arbitraje para los spreads corporativos muestran que en general no hay grandes desvíos.

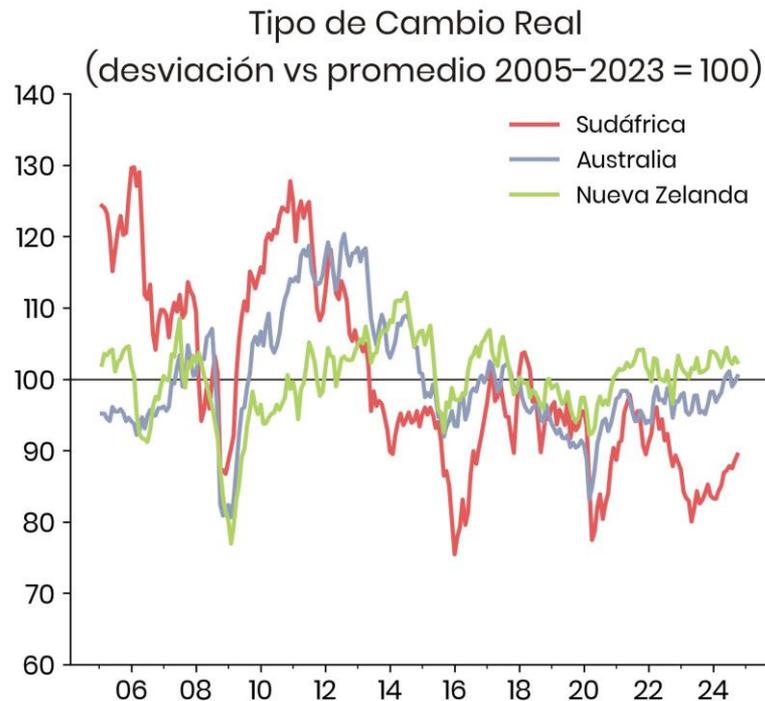
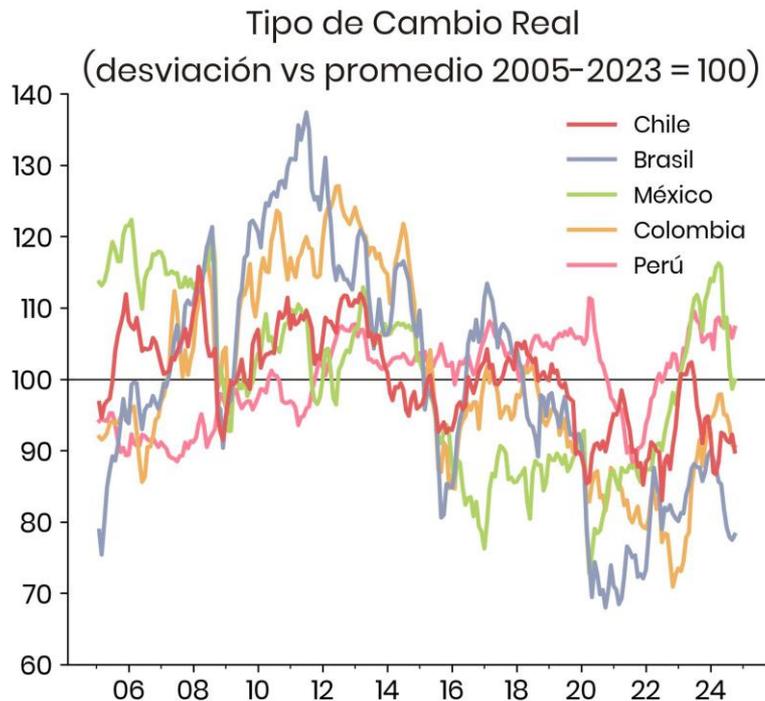


Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En el último trimestre, los spreads corporativos continuaron ubicándose en la parte baja de la distribución histórica. Aunque en términos absolutos el espacio para una mayor compresión es limitado, la región se muestra atractiva en comparación con los spreads de compañías de alto riesgo en EE. UU.

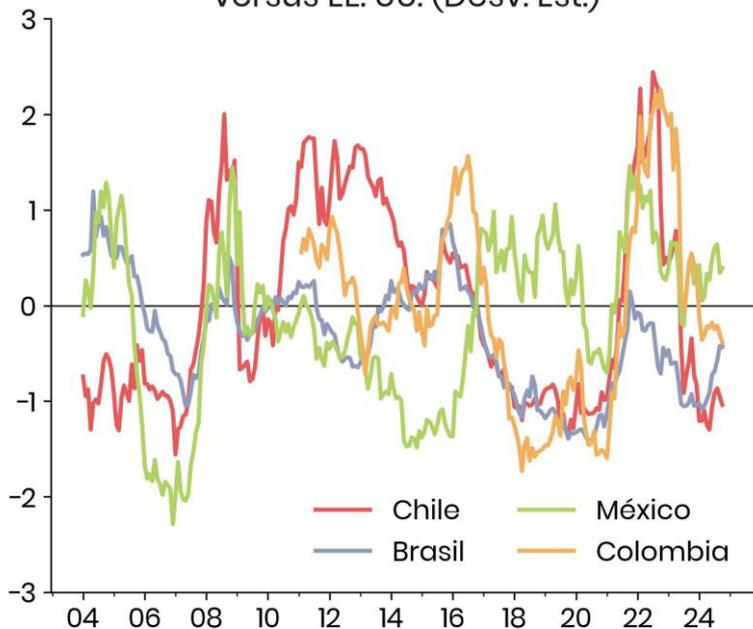


Con una elevada volatilidad, las monedas de la región exhiben desvíos significativos en los tipos de cambio reales. En el último trimestre, el real brasileño y el peso mexicano fueron los que más se depreciaron. En comparación con otras economías similares, la región se mantiene en un estado de depreciación más acentuado.

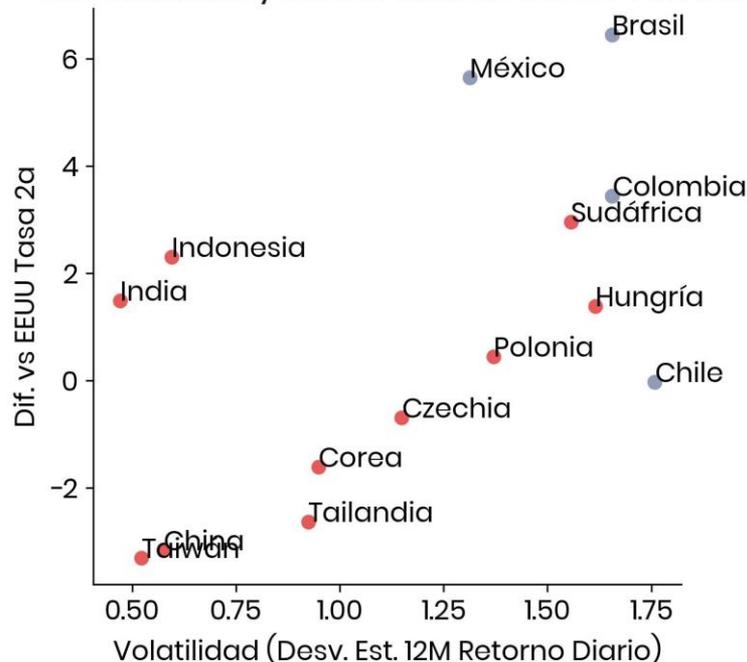


Los diferenciales de tasas de interés seguirían jugando un rol relevante. Para Brasil, la divergencia a su favor que se anticipa para los próximos trimestres podría apoyar un repunte mayor de su moneda.

Am. Latina: Tasas Nom. 2 años versus EE. UU. (Desv. Est.)



Volatilidad FX y Diferencial de Tasa vs EE. UU.



Las monedas locales presentan un margen de apreciación en línea con una eventual depreciación del dólar estadounidense, a medida que disminuyan los riesgos geopolíticos y se atenúe la incertidumbre vinculada a las elecciones en EE.UU.

Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	2022	2023	2024 (e.)	2025 (e.)
Argentina	177	809	1,200	1,500
Brasil	5.3	4.86	5.40	5.30
Chile	852	873	880	830
Colombia	4,810	3,822	4,100	4,100
México	19.5	16.9	19.25	19.5
Perú	3.81	3.70	3.80	3.80

Anexo

Indicadores CHILE	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024^e	2025^e
PIB (Var %)	4.0	0.6	-6.1	11.3	2.1	0.2	2.5	2.0
Tasa de Desempleo (prom %)	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	8.7	9.0	9.3
IPC dic-dic (%)	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	3.9	4.3	3.0
IPC Sin Volátiles dic-dic (%)	2.3	2.5	3.1	5.3	10.0	4.7	3.8	2.7
TPM (fdp,%, en \$)	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	8.3	5.0	4.5
BTP-2 base 365d (fdp, % en \$)	3.7	2.0	0.5	5.7	7.0	6.2	4.9	4.7
BTU-2 base 365d (fdp, % en UF)	1.2	-0.5	-2.3	0.7	3.2	3.1	1.8	1.6
BTP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	5.5	5.7	6.0
BTU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.4	2.3	2.6
Tipo de Cambio (fdp, \$/US\$)	696	745	711	850	860	885	880	830
Indicadores GLOBALES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024^e	2025^e
Crecimiento Mundial (PPP, %)	3.6	2.8	-2.8	6.3	3.4	3.4	3.2	2.9
Cobre (US\$/Libra, fdp)	296	272	280	423	380	381	450	450
Precio Petróleo WTI (US\$ p/b, prom)	65	57	39	68	94	78	76	80
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	4.5	3.5
Bono del Tesoro EEUU-10 (fdp, %)	2.8	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0	3.9	4.0
Euro (fdp, US\$)	1.14	1.11	1.22	1.13	1.06	1.09	1.10	1.14
Yen (fdp, ¥/US\$)	112	109	104	114	135	144	143	140

Fuente: Estudios Security.

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviere actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [reglamento](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.



América Latina: Aunque los riesgos se disipen, el 2025 será complejo

Departamento de Estudios

Octubre, 2024