



# Latinoamérica: En medio de condiciones financieras altamente restrictivas crecimiento e inflación caerían en 2023

## Departamento de Estudios

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

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

**María José Castro D.**  
Economista  
*maria.castrod@security.cl*

Octubre, 2022

## Escenario global: La inflación sigue elevada y aumenta la incertidumbre respecto a como las economías responderían a las condiciones financieras globales más restrictivas

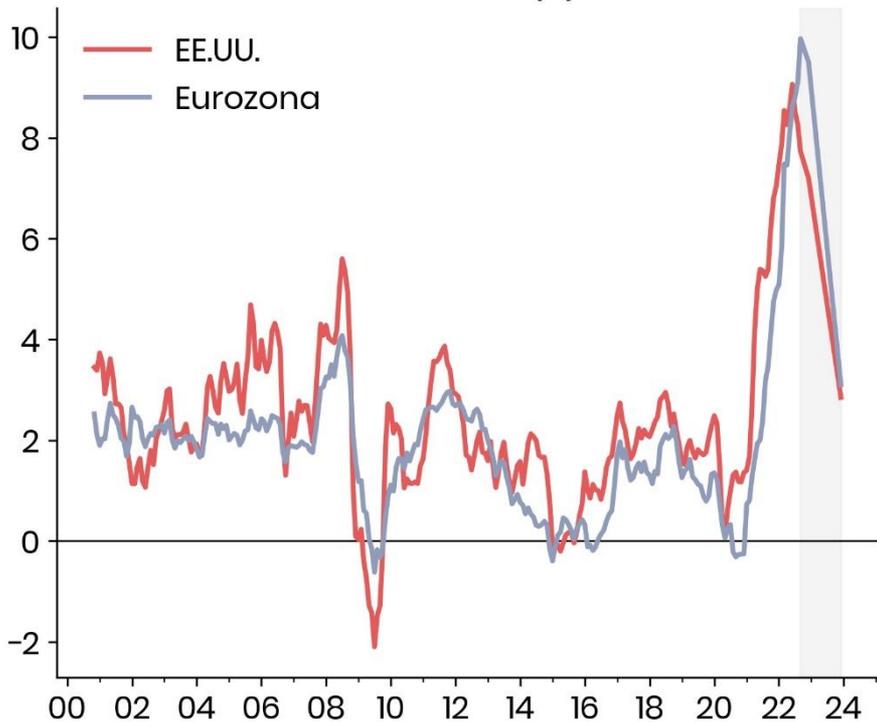
- **La inflación se mantiene elevada a nivel mundial y con mayor persistencia.** En EE. UU., si bien el IPC general se ha moderado levemente en las variaciones año contra año, el componente subyacente alcanzó nuevos máximos en septiembre y mantiene una tendencia al alza en las variaciones mes a mes, a pesar de las variaciones de precio negativas de la energía y la disipación de las variaciones de precio elevadas en bienes. **Esto se da en el contexto de un mercado laboral que sigue con señales de encontrarse muy ajustado y con presiones salariales elevadas.** En la Eurozona, la inflación ha continuado subiendo a merced en parte importante de la incertidumbre en torno a la oferta de gas natural. Con todo, lo positivo es que las presiones de oferta, ya superada la pandemia en gran parte del mundo y con una demanda de bienes más normalizada, parecen ir finalmente cediendo, lo que debería apoyar una mejora desde el cuarto trimestre de este año.
- **Este escenario inflacionario ha continuado propiciando una subida de tasas de interés por parte de los bancos centrales que ha sido acelerada y en una magnitud mucho mayor a lo anticipado hace unos meses atrás.** La Reserva Federal de EE. UU. ha llevado a cabo aumentos de 300 pb año a la fecha y se anticipa 150 pb adicionales antes del fin de año, ajuste que podría seguir durante el primer trimestre del próximo. El Banco Central Europeo también se encuentra en una trayectoria que debería llevar las tasas de interés hacia rangos consistentes con las estimaciones de tasas neutrales antes del fin de año.
- **Estos movimientos han ido acompañados de condiciones financieras globales que se han vuelto derechamente restrictivas en la mayoría del mundo,** reflejándose en mercados financieros con una elevada volatilidad, tasas que han subido de manera generalizada, retornos negativos de las bolsas que se han intensificado y mayores primas por riesgos en general, acompañado de un fortalecimiento del dólar global que ha continuado. **Esto ha llevado a un aumento en la incertidumbre respecto a cómo los mercados y las economías en general se adaptan a este nuevo escenario, después de mucho tiempo con condiciones financieras globales altamente expansivas.**
- Con esto, **las expectativas de crecimiento se han continuado ajustando a la baja** y la confianza de negocios y consumidores siguen debilitadas. **En la Eurozona la posibilidad de una recesión para el segundo semestre se encuentra elevada** ante el shock que significa la guerra en Ucrania, donde se han visto nuevos escalamientos, y se mantiene la tensión respecto a la provisión de gas natural. Los gobiernos de la zona han tomado algunas medidas que mitigarían parcialmente los efectos anticipados de los escenarios más adversos, pero el efecto final dependerá principalmente de factores externos.

EE. UU. mantendría una posición relativa más favorable en el escenario mundial y el ansiado control de la inflación se daría apoyado por los shocks de oferta que siguen remitiendo y una demanda global que se ralentiza marcadamente

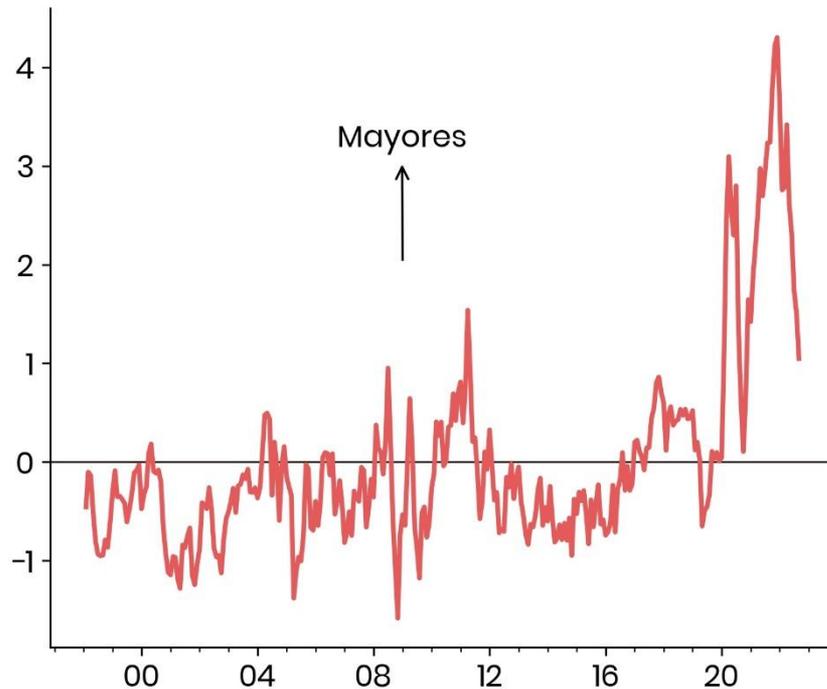
- **Por su parte, el panorama es menos negativo en EE. UU., donde la economía ha mostrado mayores señales de resiliencia.** Es cierto que se mantiene elevada la probabilidad de que la FED cometa un ajuste excesivo, el que llevaría a una contracción mayor de la actividad, sobre todo ante la ausencia por el momento de señales auspiciosas por el lado de la inflación. No obstante, también es cierto que **las condiciones para que se logre una desaceleración poco profunda siguen estando presentes.**
- **En China,** se vio un rebote importante en el tercer trimestre después del menor impulso de la actividad en la primera mitad del año. Con todo, la demanda interna seguiría más bien debilitada, ante el menor dinamismo del sector inmobiliario y la pandemia que sigue sin tener una solución definitiva. **Ante esto, la autoridad ha continuado entregando mayores estímulos, tanto fiscales como monetarios, que permitirían retomar niveles de crecimiento cercanos a la tendencia en los próximos trimestres.** Aunque el riesgo a la baja es elevado, con expectativas de crecimiento para 2023 que han disminuido levemente a la fecha.
- **Ante la menor demanda global esperada y el fortalecimiento del dólar, los precios de las materias primas han continuado más estables** (principalmente metales y alimentos) por debajo de los máximos alcanzados durante el segundo trimestre. En el caso del petróleo el precio se ha mantenido volátil, ante la incertidumbre en torno a la oferta mundial por el conflicto en Ucrania y las potenciales disminuciones de oferta por parte de la OPEC.
- Hacia adelante, **el panorama tiene varios frentes de incertidumbre, si bien es esperable que los menores shocks de oferta globales y la menor demanda anticipada, propicien una remisión de la inflación a nivel global, no es evidente que esto sea suficiente para los bancos centrales y en particular la FED, para justificar una moderación en el ajuste de las posturas monetarias en el corto plazo.** La FED ha indicado que no está dispuesta a correr el riesgo de afectar las expectativas de inflación de largo plazo, moderando su postura anticipadamente cuando no existe evidencia certera de una moderación en la inflación. Está por verse si esta posición se mantiene meses adelante cuando el escenario en el mercado laboral y la economía en general sea menos favorable.
- **Así, nuestro escenario base incorpora una economía en EE. UU. que evita una recesión severa y una tendencia más evidente de la inflación hacia niveles cercanos a la meta se logra con ajustes de tasas de interés que no van más allá de lo incorporado en los precios de mercado. En este contexto, el dólar global perdería fuerza (con más evidencia a partir del próximo año) y los precios de materias primas se mantendrían medianamente estables en los niveles actuales.**

La inflación sigue elevada, aunque a nivel general el *peak* habría quedado atrás en EE. UU. y debería alcanzarse en los próximos meses en la Eurozona. Parte importante de las presiones asociadas al shock de oferta debiesen seguir cediendo. Con todo, el riesgo de que la inflación se estabilice en niveles todavía demasiado elevados sigue alto.

Inflación (%)

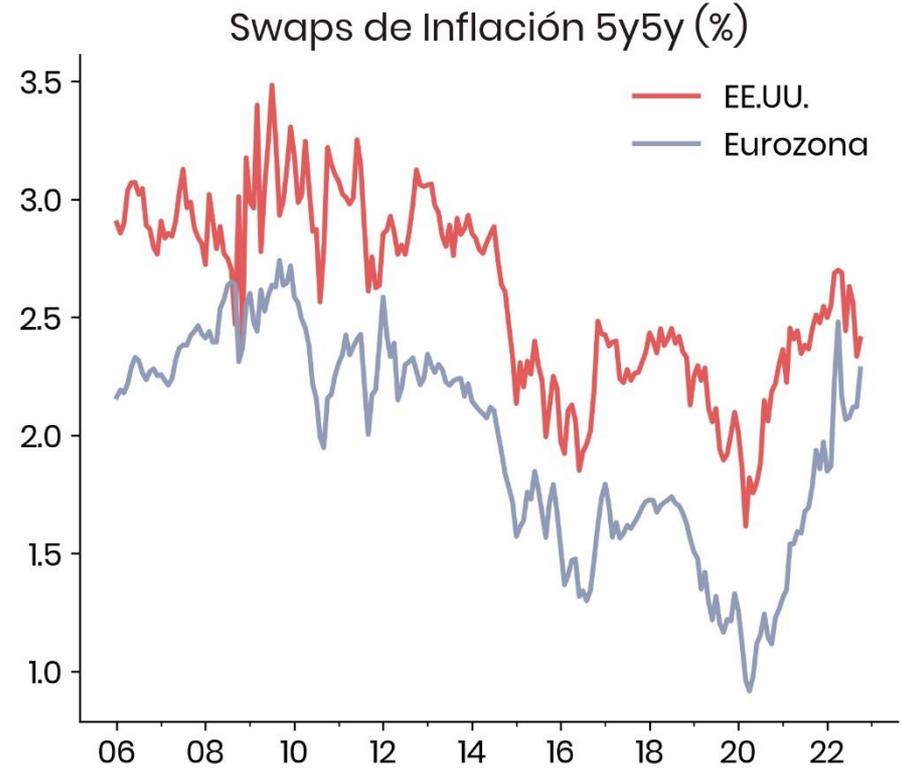
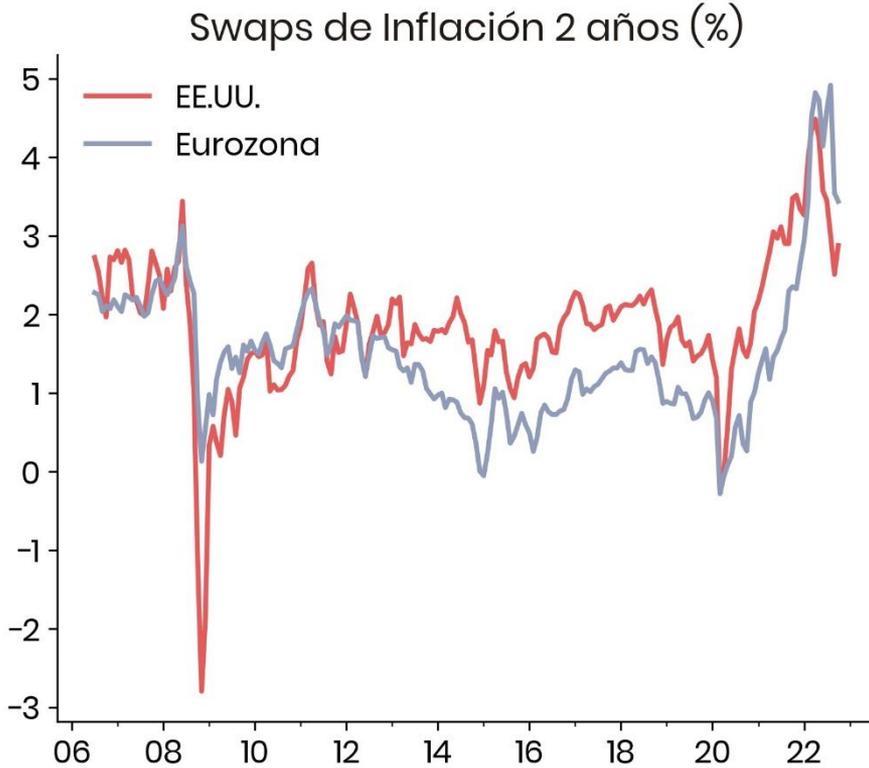


Índice de Presiones a las Cadenas de Suministro Globales



Fuente: FRED, Bloomberg, FRBNY y Estudios Security.

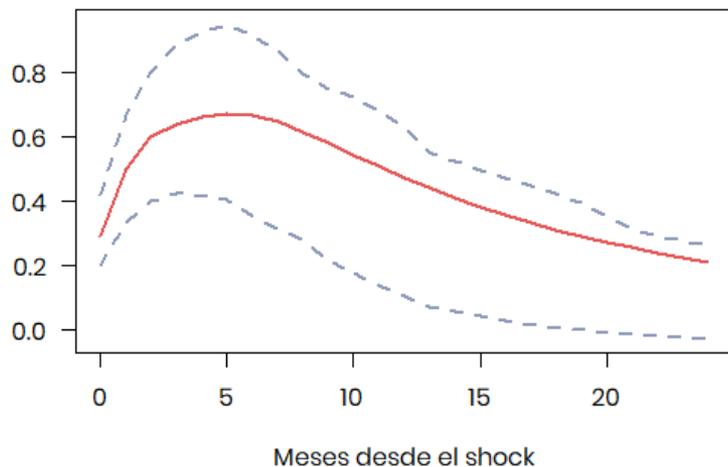
Algo positivo es que las expectativas inflacionarias han respondido al mensaje de los Bancos Centrales, en quienes el foco ha estado puesto en mantener las expectativas de inflación contenidas. Sin embargo, esto no ha sido sin sacrificio, dado el aumento en las tasas de mediano y largo plazo.



Fuente: FRED, Bloomberg, Universidad de Michigan y Estudios Security.

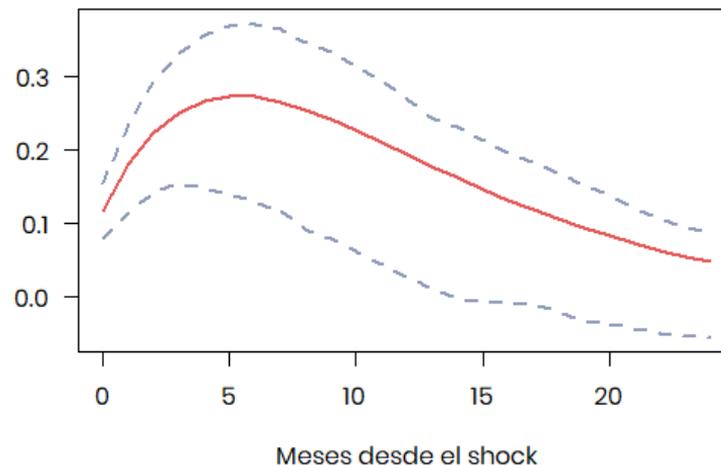
Las estimaciones muestran que las expectativas de inflación de corto plazo alimentan de manera significativa la inflación efectiva interanual en una ventana de tiempo acotada (en el corto plazo, no así en el largo), tanto en Estados Unidos como en la Eurozona. La FED ha indicado que moderar la postura anticipadamente, cuando no existe evidencia certera de un control en la inflación, arriesga desanclar las expectativas en un ciclo vicioso altamente negativo.

EE.UU.: Impacto en Inflación (var %, a/a)  
a shock Swap Inflación 2y



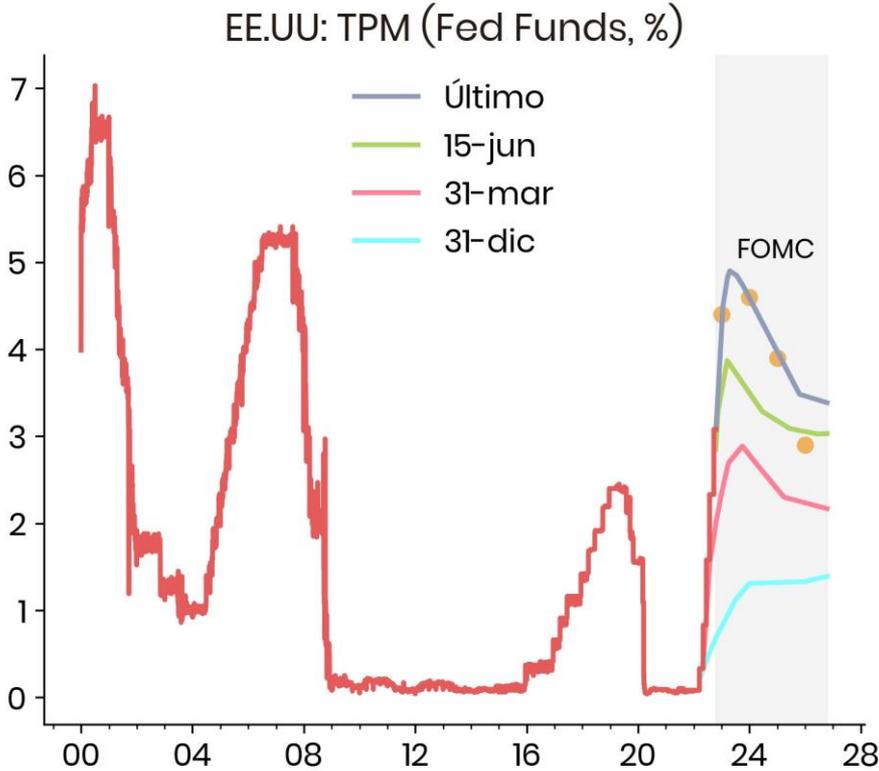
Un shock Swap Inflación 2y de 25 pb., impacta a la inflación anual a los 4 meses en aproximadamente 65 pb.

Eurozona: Impacto en Inflación (var %, a/a)  
a shock Swap Inflación 2y

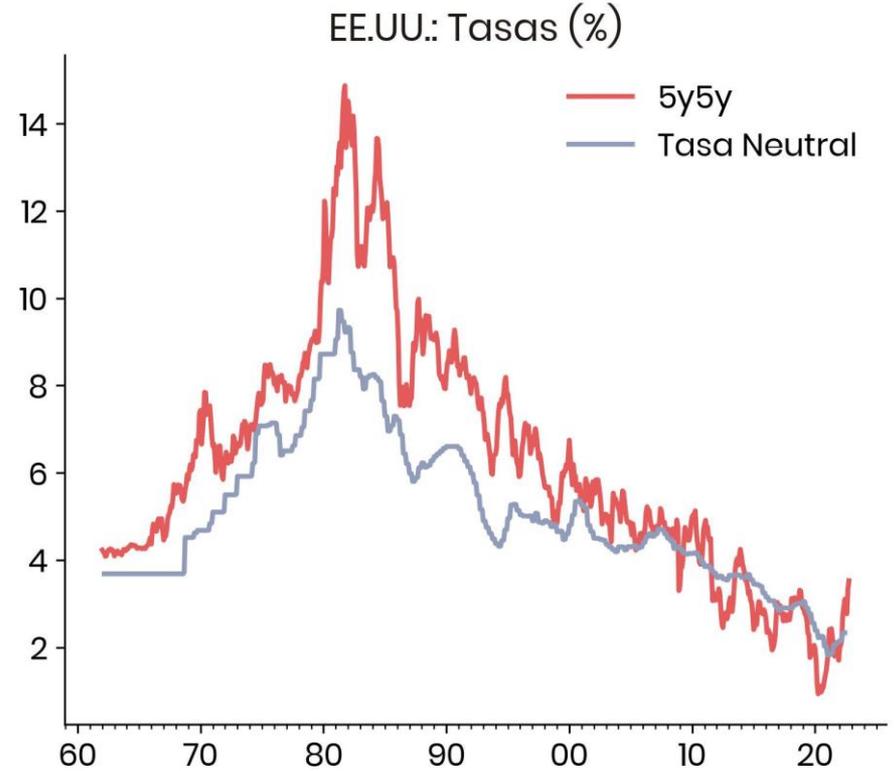


Un shock Swap Inflación 2y de 15 pb., impacta a la inflación anual a los 4 meses en aproximadamente 25 pb.

Consecuentemente se ha llevado a cabo aumentos de 300 pb año a la fecha y se anticipa 150 pb adicionales antes del fin de año, ajuste que podría seguir durante el primer trimestre del próximo. Esto ha significado un ajuste en las tasas bases importante, alcanzado niveles bien por sobre estimaciones de la tasa neutral.



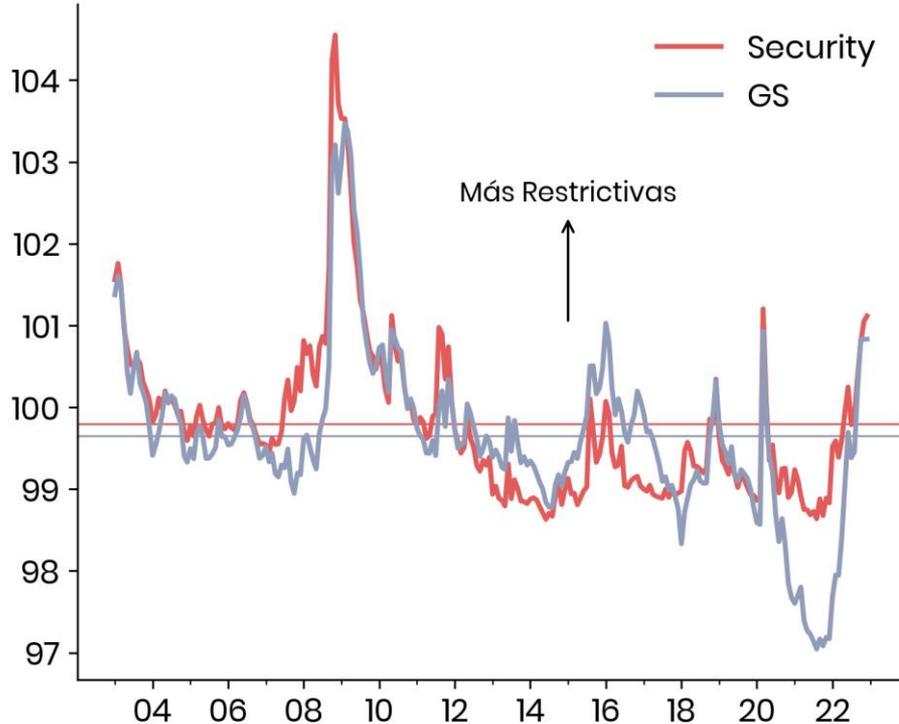
Fuente: FRED, Bloomberg y Estudios Security.



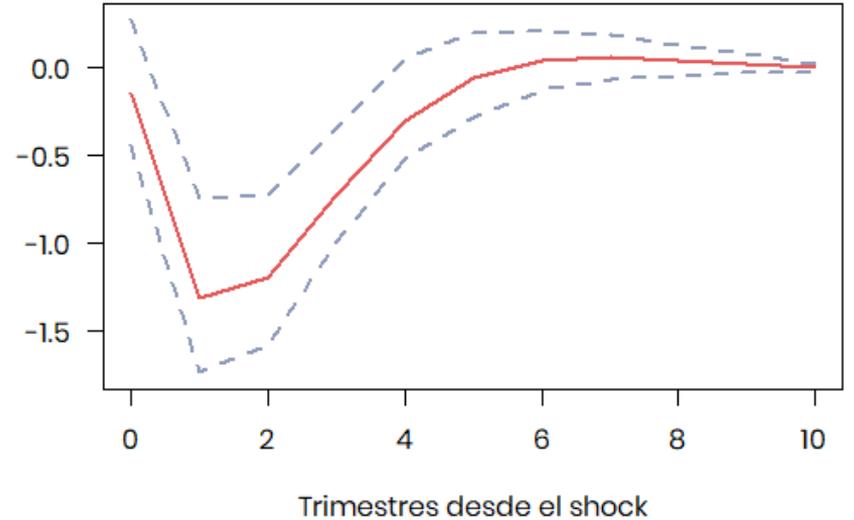
\*Tasa Neutral corresponde a la expectativa de tasa Fed Funds de largo plazo.

Las condiciones financieras en EE. UU. se han acercado a los niveles de restricción observados en el punto más crítico de la crisis de la pandemia. El impacto en el crecimiento como consecuencia de esto es del orden de ~200 pb en los próximos trimestres.

### EE. UU.: Condiciones Financieras



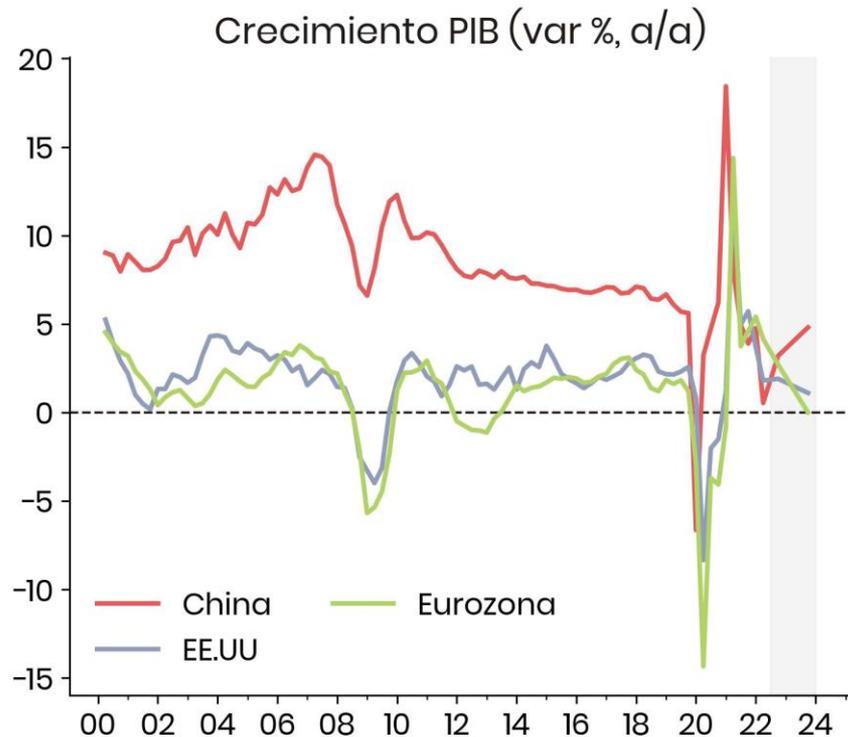
### EE.UU.: Impacto en PIB (var %, a/a) a shock Cond. Financieras



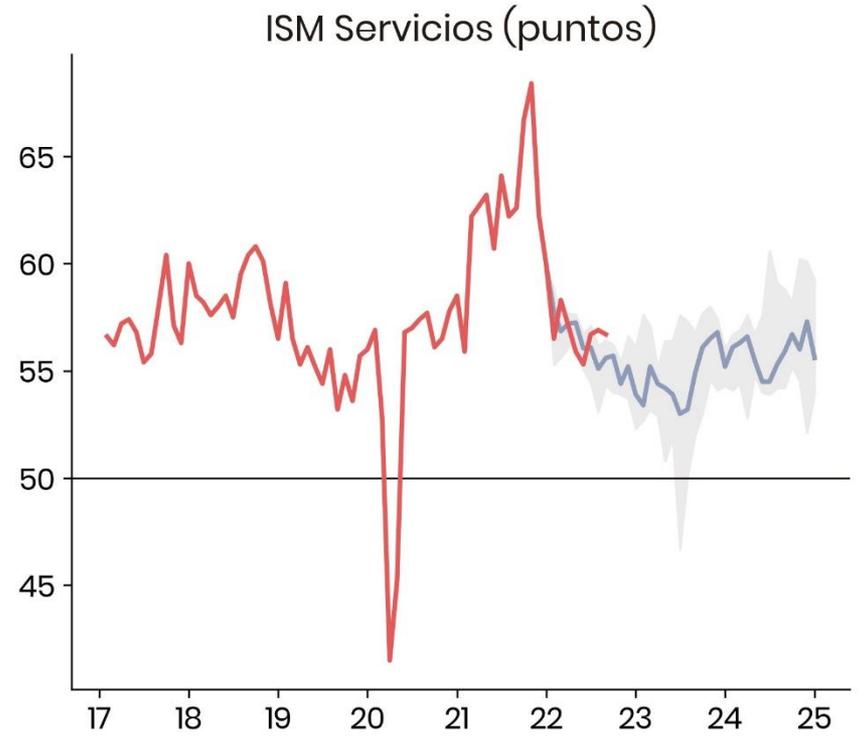
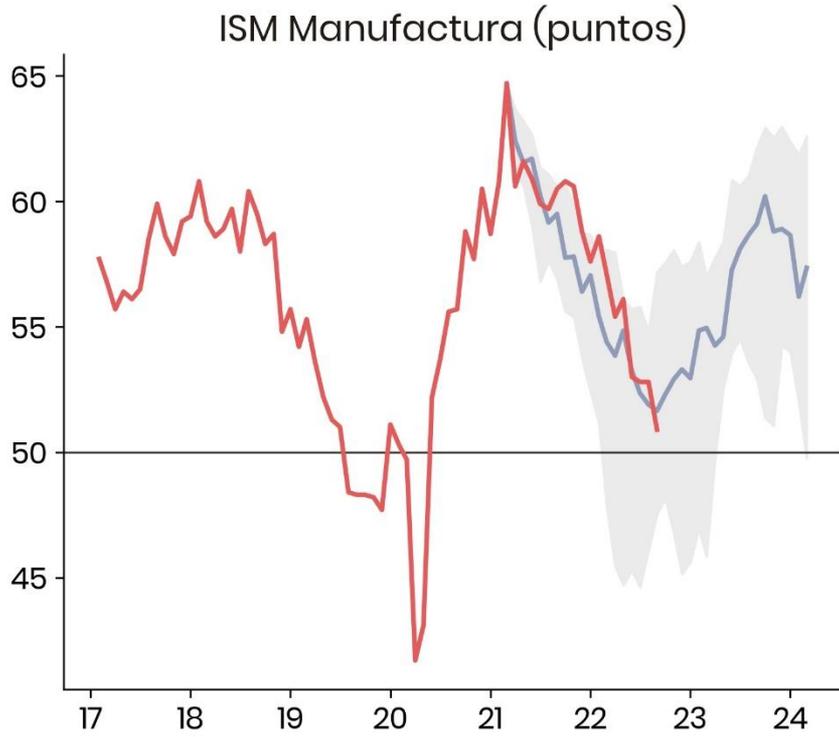
Fuente: FRED, Goldman Sachs, Bloomberg y Estudios Security.

Si bien en EE.UU. se espera una desaceleración, el escenario estaría alejado de una recesión severa. En China, continúan las preocupaciones relacionadas con el estrés inmobiliario, que corrigen a la baja las expectativas de crecimiento versus la tendencia. Y, por último, en la Eurozona, los riesgos a la baja para el crecimiento se han incrementado principalmente por los problemas de suministro de energía hacia 2023.

PIB (var % a/a)	2022(e.)	2023(e.)
EE.UU.	1.9	1.1
China	3.2	4.8
Eurozona	2.7	0



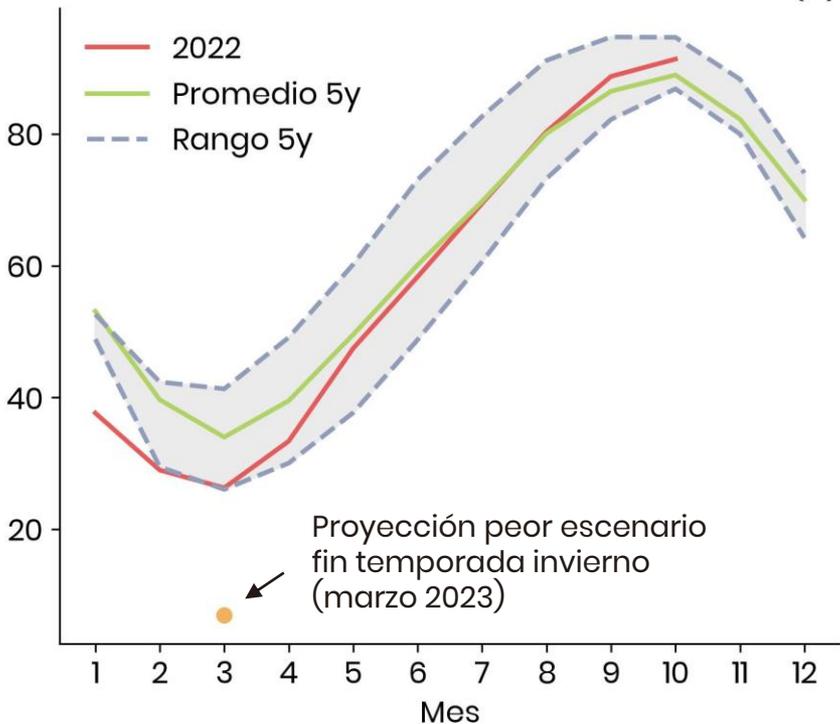
En EE. UU. la desaceleración de la actividad hasta el momento ha estado alineada con un episodio típico de menor crecimiento, aunque en el último mes hubo una contracción mayor en la manufactura. Hasta el momento, una desaceleración moderada parece ser el escenario más probable.



\*Proyecciones corresponden a la mediana de los episodios anteriores de desaceleración en cada indicador. Corresponde a 22 episodios para la manufactura y 10 episodios en servicios.

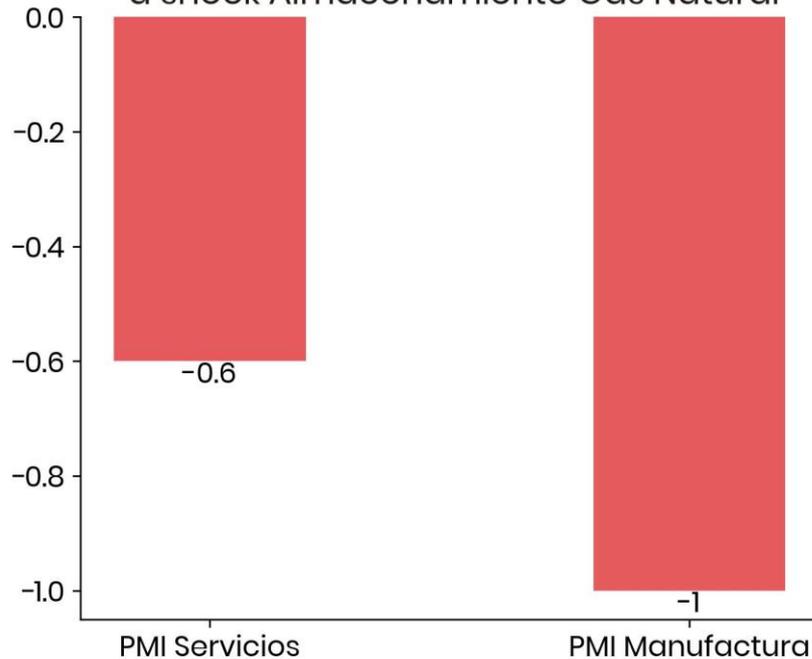
El peor escenario para la Eurozona responde al potencial desabastecimiento de gas natural. Como consecuencia, la confianza se ha acercado rápidamente a los mínimos de muchos años. En los escenarios más adversos, con un invierno frío y una reducción relevante de los flujos de Rusia, es posible alcanzar almacenamientos que alcanzan menos del 10% de los promedios históricos.

Eurozona: Almacenamiento Gas Natural (%)



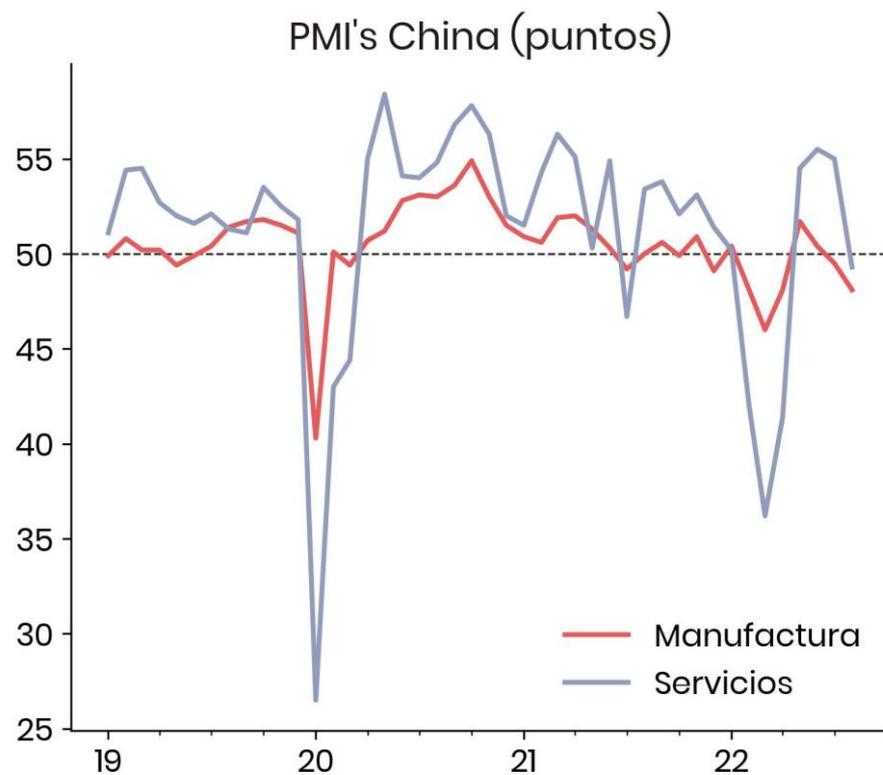
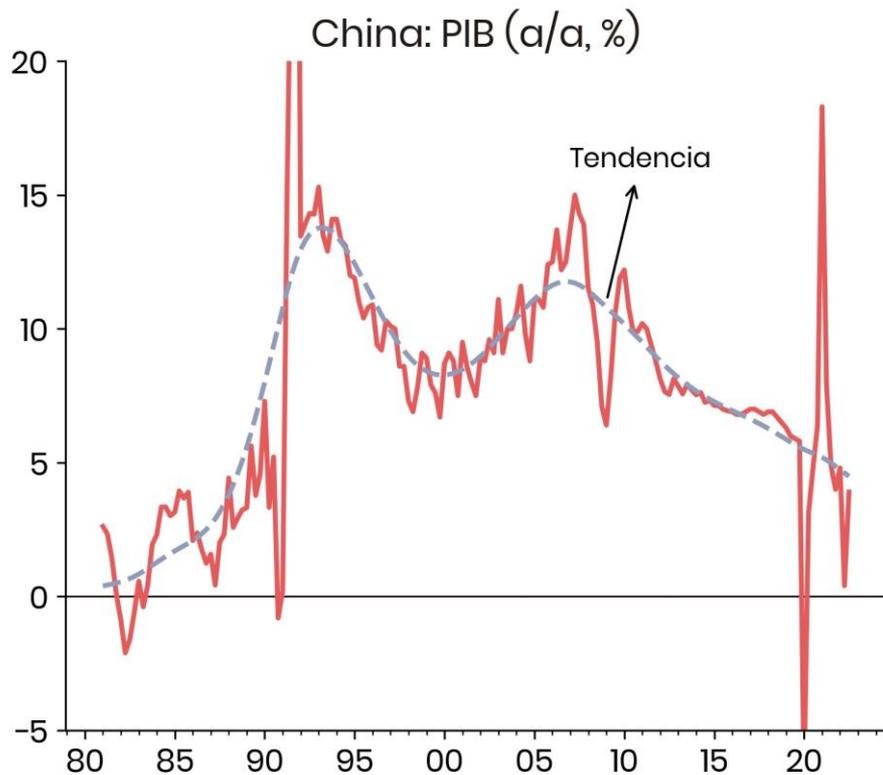
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Eurozona: Respuesta Acumulada (3m) PMI a shock Almacenamiento Gas Natural



\*2 pp de desvío con respecto al promedio histórico de cada mes en el % de almacenamiento de gas natural, disminuye los PMI de servicio y manufactura en 0.6 y 1 puntos respectivamente tras 3 meses.

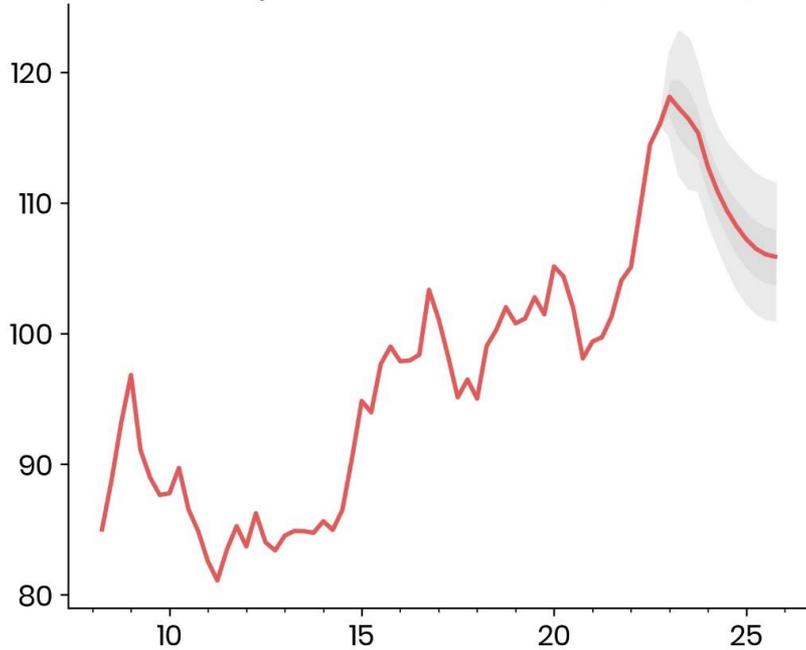
En China, el crecimiento de la primera mitad del año estuvo impactado por el manejo de la pandemia y la debilidad estructural del sector inmobiliario. La segunda mitad del año partió con un rebote, aunque las perspectivas de los últimos meses han entrado a terreno negativo alimentadas por la menor confianza de consumidores e inversores.



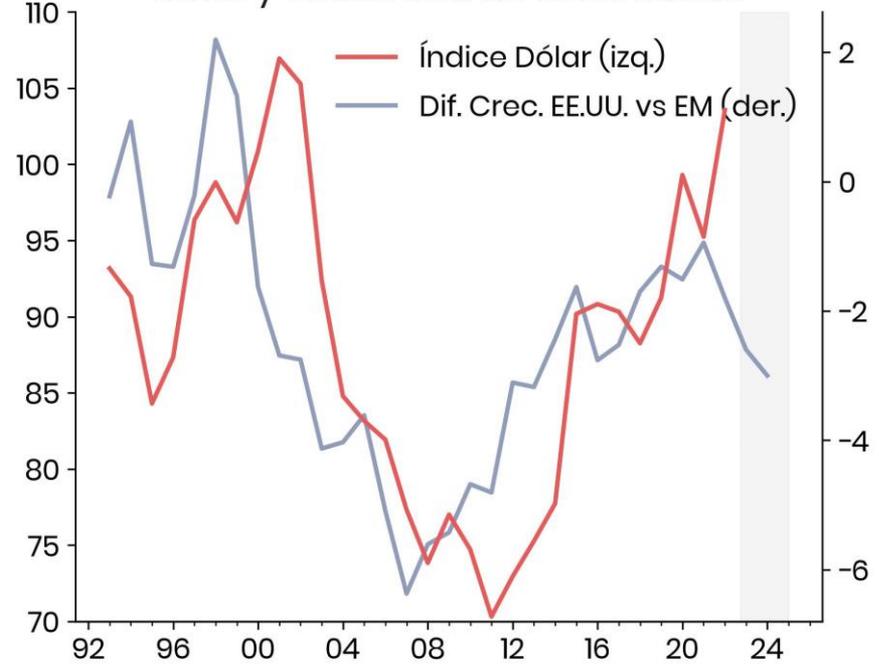
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En este contexto el dólar ha continuado apreciándose. Una moderación de la postura de política monetaria por parte de la FED, así como un retorno a diferenciales de crecimiento más favorables a emergentes apuntan a que parte de esta fortaleza excesiva versus equilibrios de largo plazo se disiparía hacia adelante, aunque con más fuerza a partir del próximo año.

EE. UU.: Tipo de Cambio Real (1973=100)



Dólar y Diferencial de crecimiento

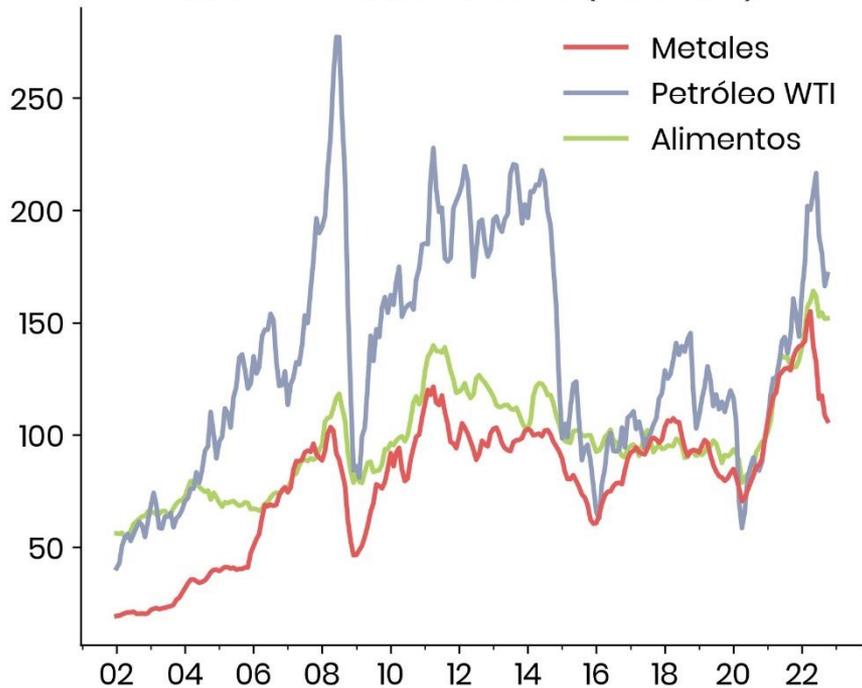


Modelo que incluye como variables explicativas diferenciales de crecimiento, tasas de interés, déficits fiscal y de cuenta corriente y términos de intercambio.

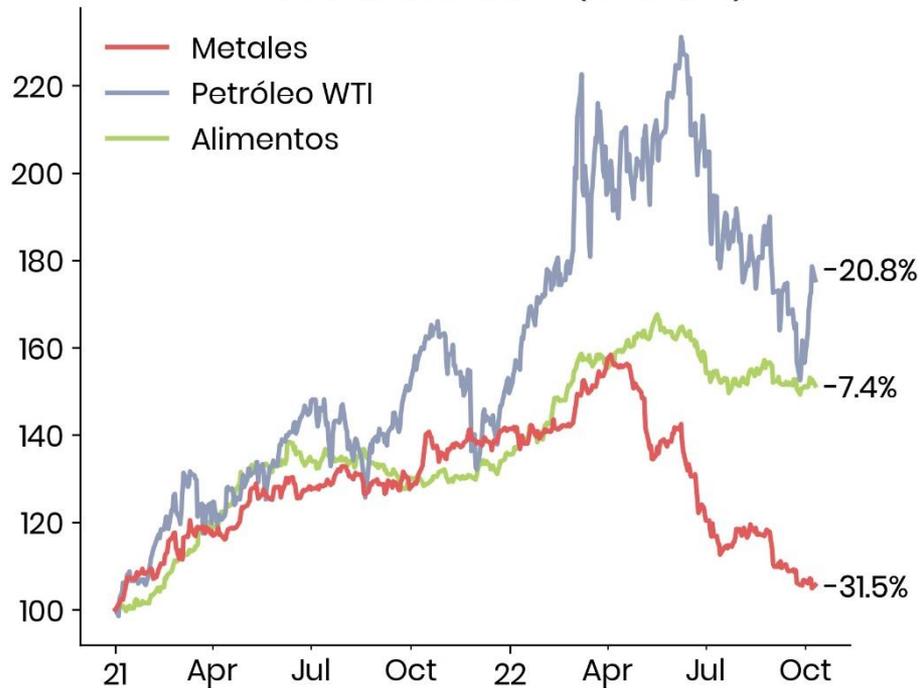
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

La menor demanda global esperada y el fortalecimiento del dólar han mantenido estables los precios de las materias primas, principalmente alimentos y metales, por debajo de los máximos del 2T. El petróleo se ha mantenido volátil, ante la incertidumbre en torno la oferta mundial por el conflicto en Ucrania y las potenciales disminuciones de oferta por parte de la OPEC.

Precios Commodities (2021=100)

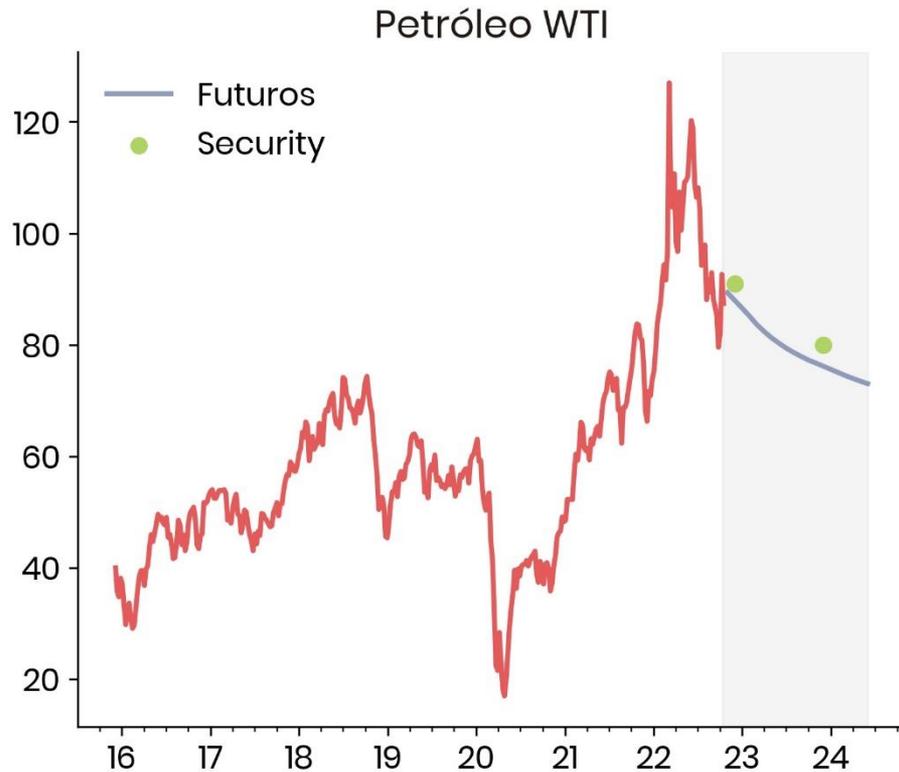
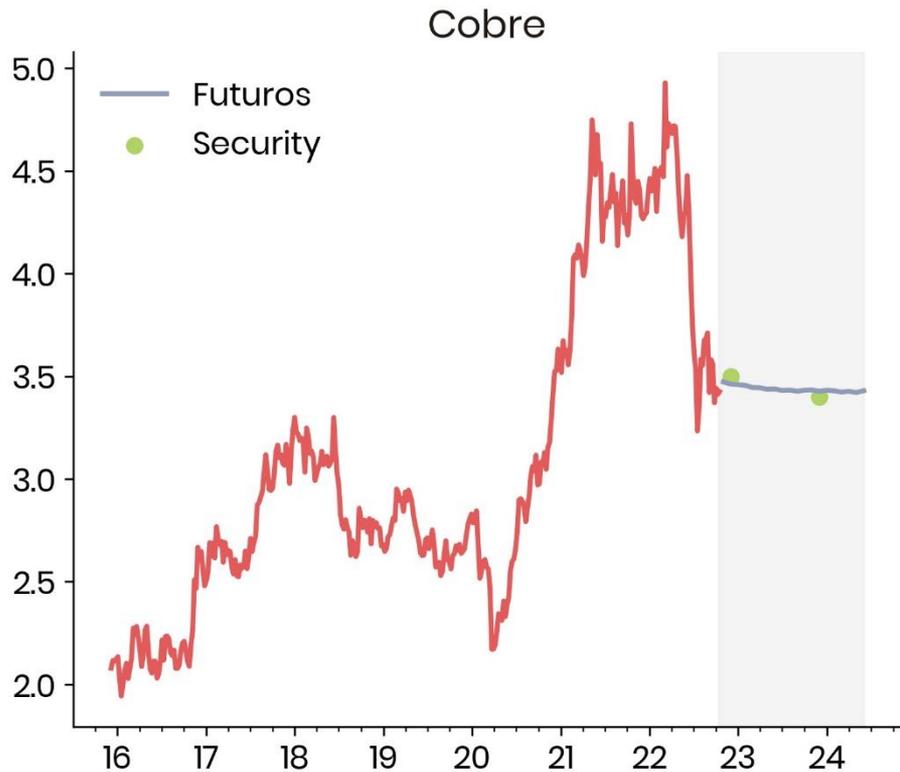


Precios Commodities (2021=100)



\* Variación vs peaks.

La menor demanda global alimenta expectativas que muestran caídas adicionales del precio del petróleo y un cobre que se mantendría estable en los niveles actuales.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

En Latinoamérica, ajustamos a la baja el crecimiento esperado para 2023, incorporando mayores impulsos negativos del menor crecimiento global y condiciones financieras más restrictivas.

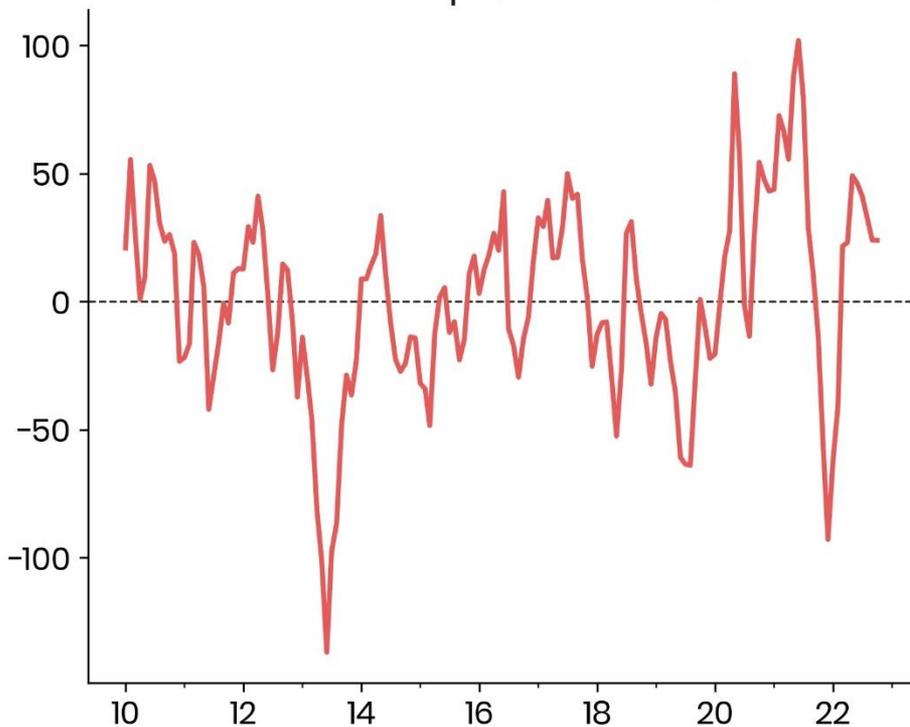
- En Latinoamérica, las cifras de actividad del primer semestre han logrado sorprender al alza, con un crecimiento del 2T que mejora versus el 1T. **Para el 2023**, un escenario global más negativo que nuestras previsiones anteriores, condiciones de intercambio menos favorables que el 2021 y la primera mitad del 2022 en la mayoría de los países, así como una demanda interna impactada por la postura de política monetaria altamente restrictiva y una política fiscal con un espacio de acción menor, **nos lleva a proyectar menores crecimientos, e incluso contracciones en algunos de los países.**
- El impacto en crecimiento es diferenciado dependiendo de la dinámica de los principales socios comerciales. Así, se aprecia un impacto mayor por esta vía en México, donde el PIB de socios comerciales presentaría una disminución mayor en 2023 versus el 2022. Por su parte, los países dependientes en mayor medida de China recibirían el impacto favorable de la recuperación de esta economía el próximo año versus el actual. **No obstante, vemos los riesgos (versus las proyecciones actuales) tildados a la baja en el caso de China y más balanceados en la Eurozona y EE. UU., donde las expectativas se han ajustado ya fuertemente para el 2023.**
- **Con todo, parte importante del impulso externo negativo se manifiesta en el ajuste restrictivo en las condiciones financieras.** Vemos una conexión directa entre las condiciones financieras de América Latina y los países desarrollados, por lo que no se descarta presiones adicionales por esta vía, a pesar del fuerte aumento en tasas llevado a cabo durante el 2022, y un efecto en el crecimiento que se comenzaría a sentir con más fuerza en el último trimestre de este año.
- **Esperamos que parte del ajuste se materialice en paralelo al cierre de las brechas en tipos de cambio real, las que se mantienen elevadas en términos históricos y versus variables fundamentales.** Este ajuste sería particularmente relevante en países que mostraron excesos de gasto durante el 2021 y parte del 2022. En el pasado, los déficits de cuenta corriente de mayor magnitud se han cerrado con ajustes importantes en la demanda interna e importaciones, iniciando con un tipo de cambio real depreciado.

Aunque de mantenerse las previsiones positivas para la inflación, es plausible pensar en ajustes a la baja en las tasas de política que podrían comenzar en la primera parte del próximo año.

- **La inflación declinaría más notoriamente a partir del 4T, explicado por las menores presiones en el precio de los bienes, así como menores precios internacionales de los combustibles y alimentos.** Proyectamos que el menor shock internacional de costos seguiría traspasándose a los precios de productores, donde ya se ha visto una moderación relevante en las inflaciones anuales. Asimismo, esperamos que parte de estos menores costos de insumo se traspasen a precios de consumidores, cuya tasa de traspaso, si bien de magnitud acotada, es mayor en periodos de inflación elevada.
- **Con todo, se mantiene la incertidumbre respecto a potenciales nuevos episodios de volatilidad y depreciación en las monedas que contrarrestarían los menores costos importados,** efectos que han jugado un rol relevante en el último año, particularmente en Colombia y Chile.
- **El ciclo de ajuste de la política monetaria llegó a su fin en los países que iniciaron anticipadamente (Brasil y Chile) o en los cuales la presión inflacionaria es marcadamente menor (Perú).** Tasas reales contractivas, en conjunto con las peores perspectivas en actividad para el 2023 hacen anticipar recortes de tasas que podrían comenzar tan pronto como el 1T23. La excepción es México, donde se esperan alzas adicionales de la TPM, ante las presiones inflacionarias que parecen todavía muy elevadas, y donde adicional a la inflación importada, las políticas llevadas a cabo para aumentar el salario mínimo mitigarían parcialmente el efecto desinflacionario en la demanda.
- **Así, anticipamos el inicio del ciclo de normalización en las curvas locales en la mayoría de estos países. En el pasado, posterior al término del ciclo de alzas de tasas, las curvas de Chile, Brasil y México se han aplanado al año aproximadamente. Las proyecciones actuales muestran curvas planas e incluso empinadas hacia finales del 2023.** De todas maneras, anticipamos primas por plazo que terminarían siendo mayores versus las previo a la pandemia, toda vez que la normalización de las métricas de endeudamiento fiscal siguen deterioradas versus los niveles históricos. Si bien esto es un fenómeno generalizado, anticipamos dinámicas diferenciadas entre países de acuerdo a la trayectoria y riesgos en las cargas fiscales, tal como ha ido quedando de manifiesto en las primas por riesgo en dólares, donde los países de la región con mayores shocks idiosincráticos han sido castigados en mayor medida.

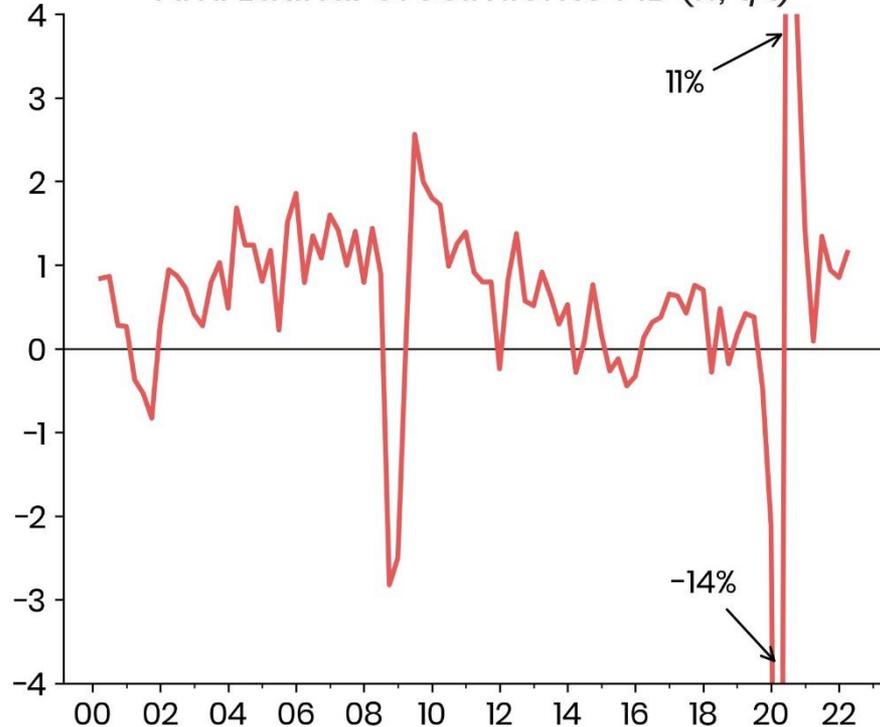
Las cifras de actividad han logrado sorprender al alza, con un crecimiento del 2T que mejora versus el 1T. Hacia adelante, el peor escenario global y las condiciones de intercambio menos favorables se sumarían a la menor demanda interna anticipada, para mantener las cifras de actividad trimestrales en niveles bajos e incluso negativos para algunos países.

Am. Latina: Sorpresas económicas



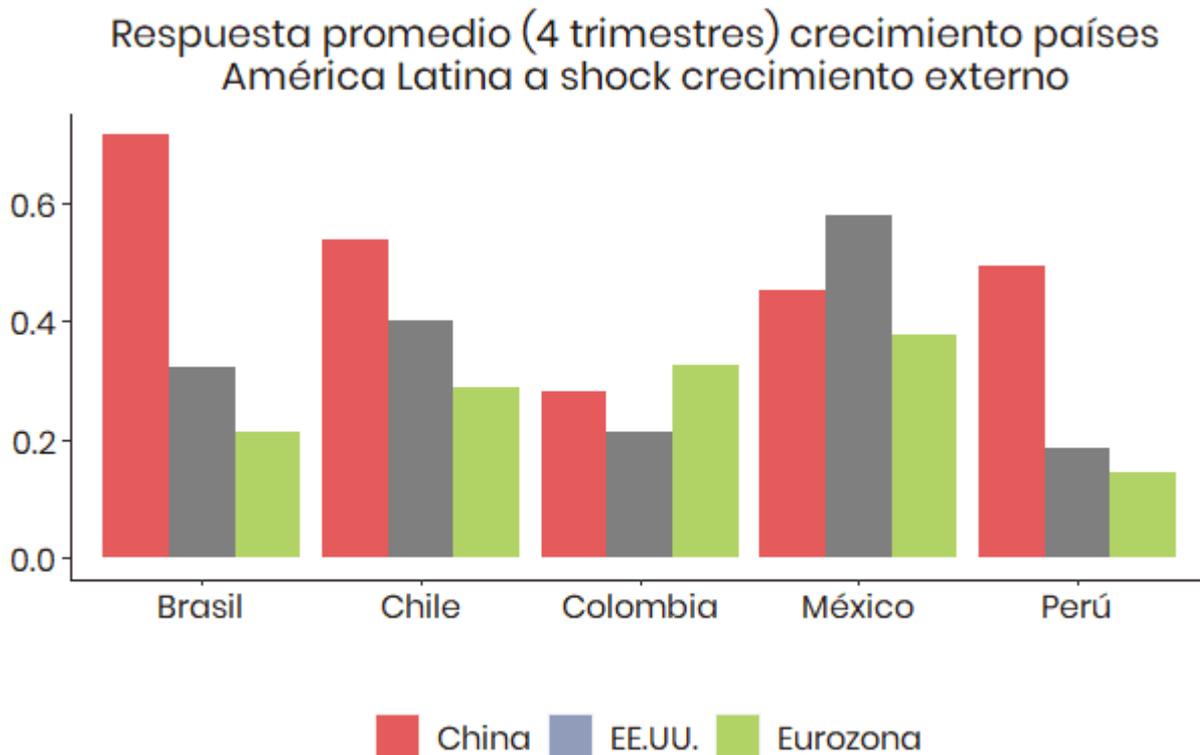
Fuente: Bloomberg, Citi y Estudios Security.

Am. Latina: Crecimiento PIB (% t/t)



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

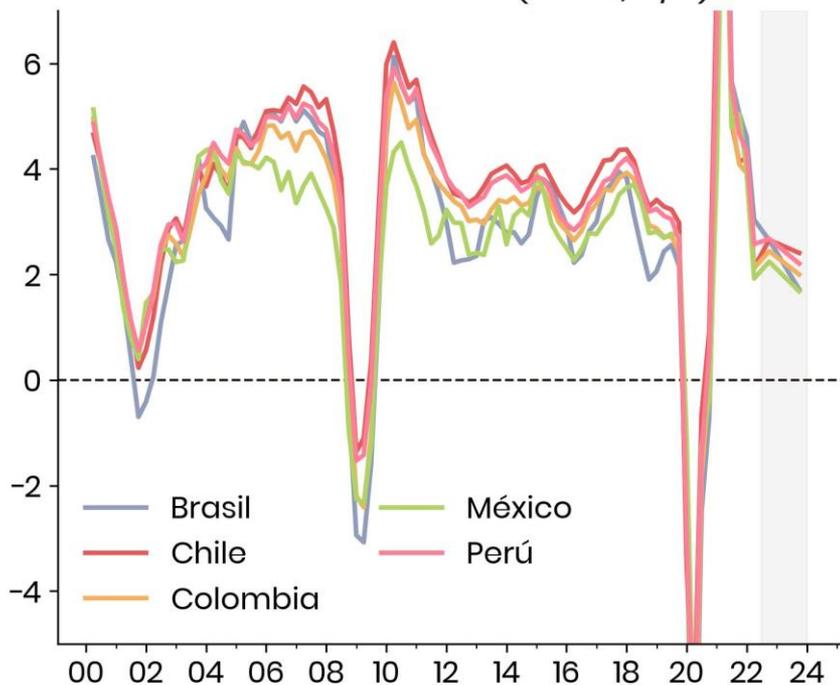
De acuerdo con el encuadre macro global, lo positivo es que los países de Am. Latina tienen una menor sensibilidad a la Eurozona, donde las perspectivas son más negativas. Un economía más resiliente en EE.UU. será menos perjudicial para México. Por otro lado lo que ocurra con China es especialmente relevante para países exportadores de commodities como Brasil, Chile y Perú.



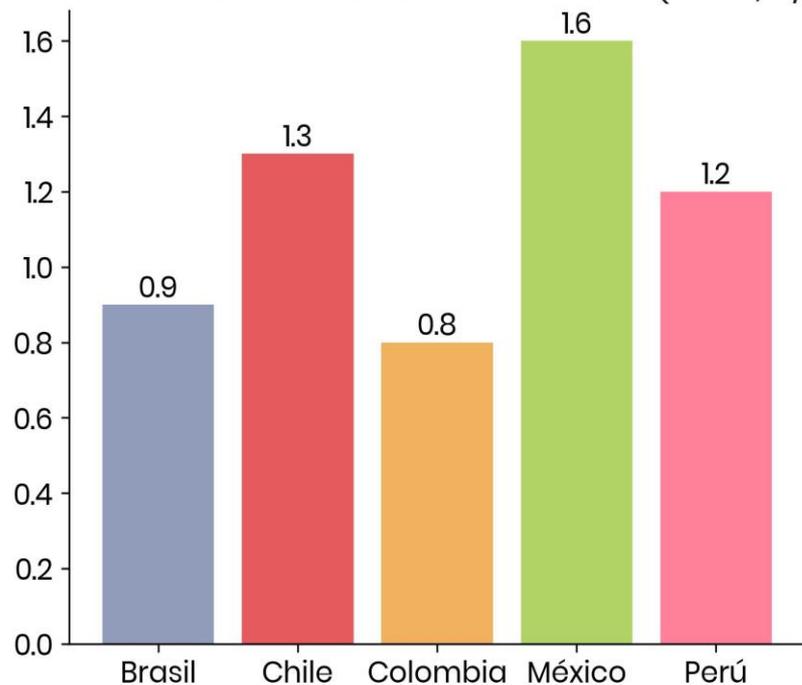
\*Periodicidad trimestral.  
\*Shock corresponde a un aumento de 0.6, 0.6 y 0.5 puntos en crecimiento de China, EE.UU y Eurozona respectivamente.

Usando sensibilidades históricas y las estimaciones de PIB para el próximo año, México podría ver disminuido el crecimiento anual en casi un pp. ante la caída de más de medio pp. proyectada para sus socios comerciales. Este impacto desciende a casi 0.8 pp. para Brasil, un 0.5 para Perú, un 0.4 en Colombia y 0.3 en Chile.

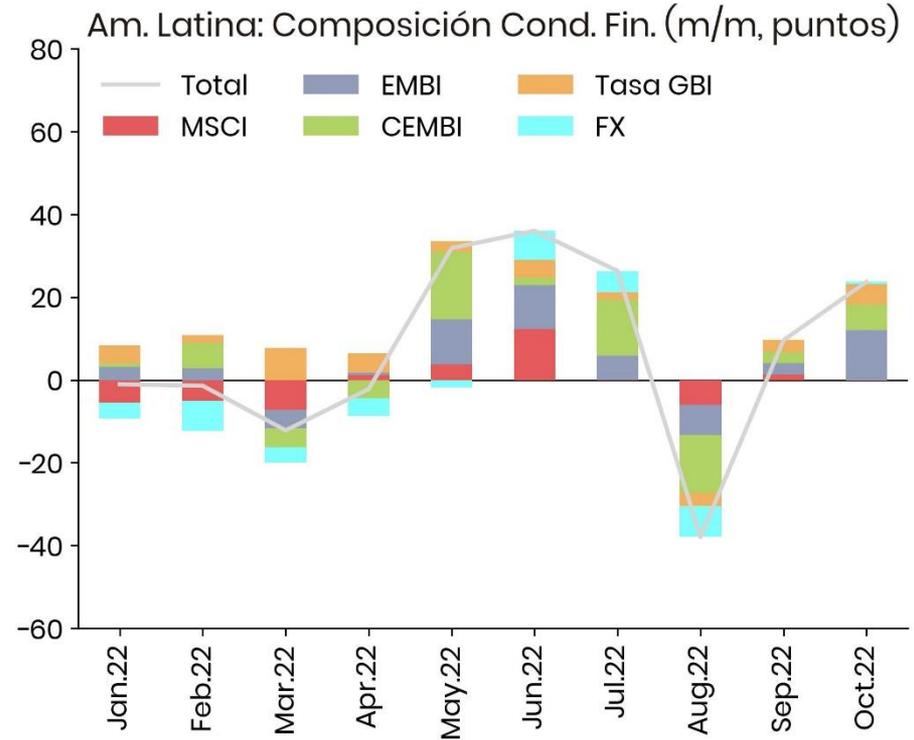
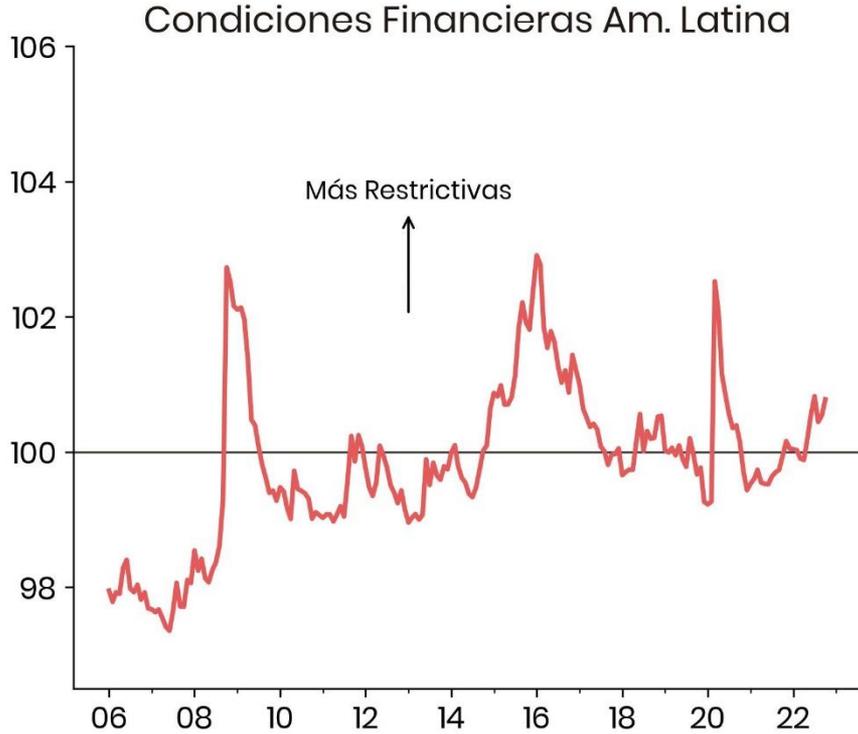
América Latina: Crecimiento PIB Trade Partner (var %, a/a)



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

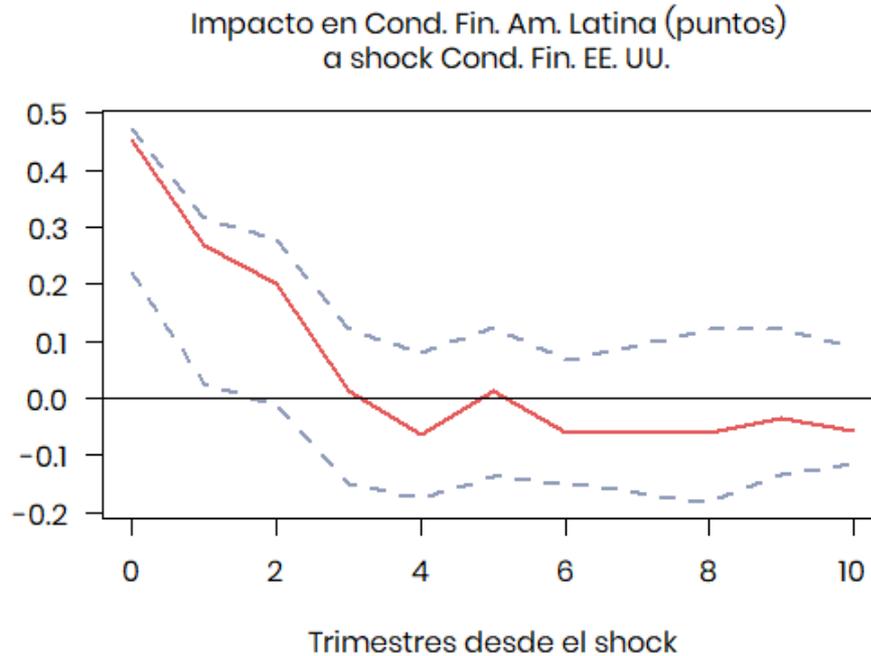


A lo anterior se adiciona el efecto que viene por el empeoramiento de las condiciones financieras locales, el que ha seguido aumentando en línea con el empeoramiento global. Los ajustes principales han venido en las alzas de tasas bases en moneda local y los spreads en dólares.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

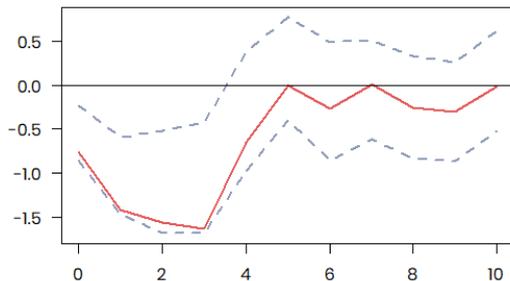
Evolución de las condiciones financieras globales seguirá determinando el panorama financiero local. Traspaso de peores condiciones desde el exterior es casi 1:1 durante los primeros trimestres.



\*Shock corresponde a un movimiento de 0.8 puntos en las condiciones financieras de EE. UU.

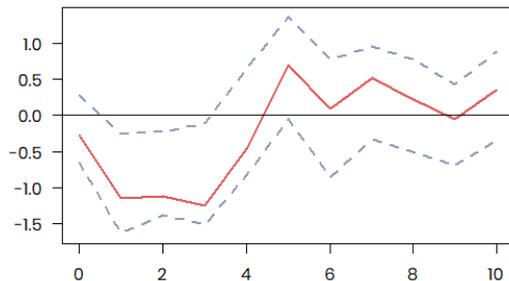
# Un shock de 1 desviación estándar en las condiciones financieras de la región implica caídas en el PIB que están entre 2-3% en los primeros 3 trimestres, con resultados transversales entre los países.

Impacto en PIB Brasil (a/a, %) a shock Cond. Fin. Am. Latina



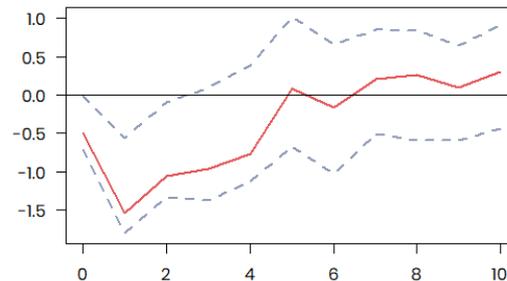
Trimestres desde el shock

Impacto en PIB México (a/a, %) a shock Cond. Fin. Am. Latina



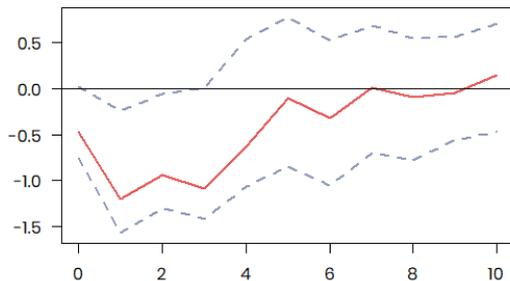
Trimestres desde el shock

Impacto en PIB Chile (a/a, %) a shock Cond. Fin. Am. Latina



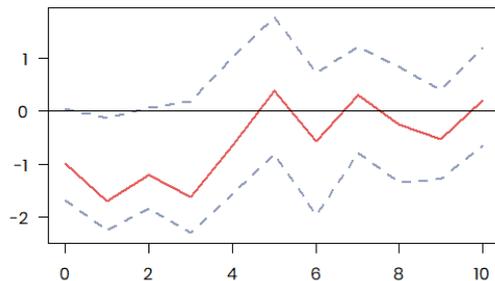
Trimestres desde el shock

Impacto en PIB Colombia (a/a, %) a shock Cond. Fin. Am. Latina



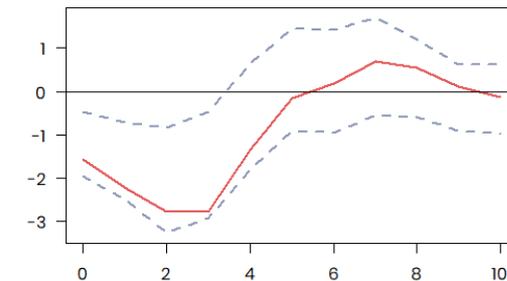
Trimestres desde el shock

Impacto en PIB Perú (a/a, %) a shock Cond. Fin. Am. Latina



Trimestres desde el shock

Impacto en PIB Argentina (a/a, %) a shock Cond. Fin. Am. Latina

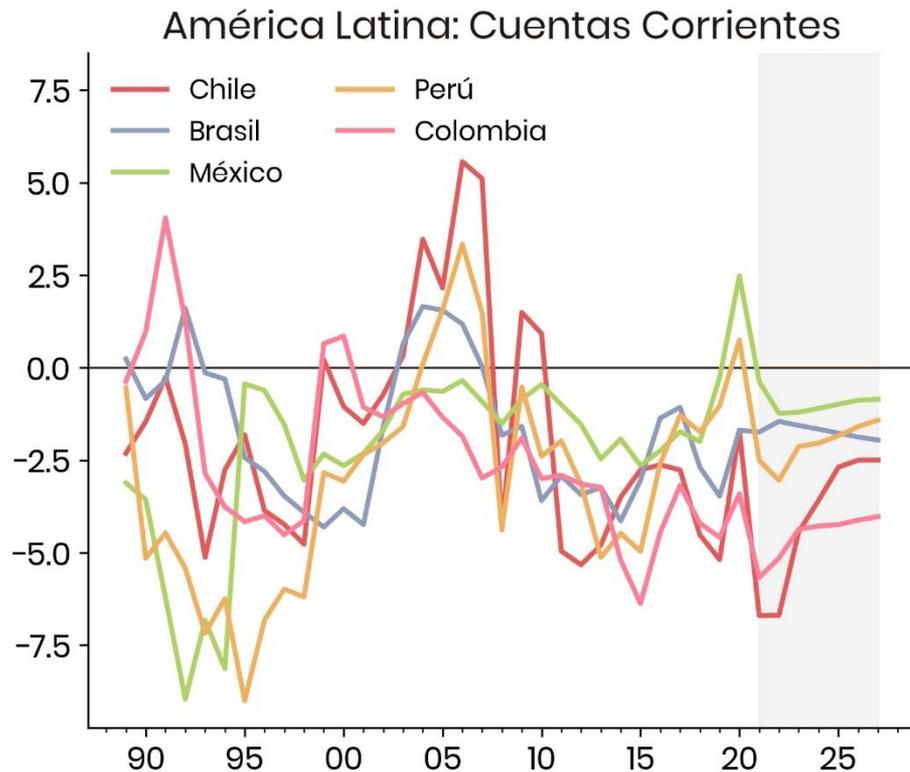


Trimestres desde el shock

Como resultado, nuestras proyecciones de crecimiento para la región se ajustan a la baja, principalmente para 2023, más en línea con los consensos.

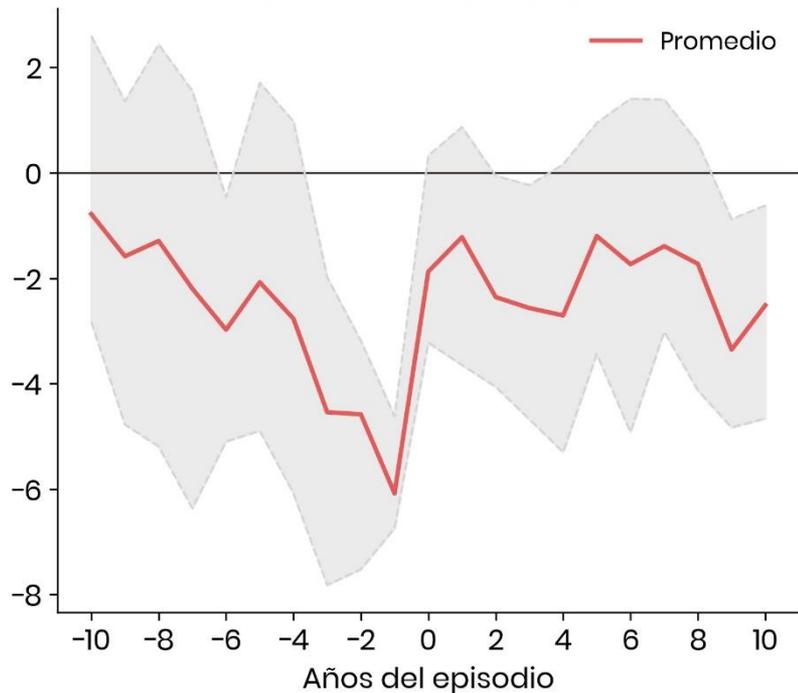
<b>PIB (var % a/a)</b>	<b>2020</b>	<b>2021 (e.)</b>	<b>2022 (e.)</b>	<b>2023 (e.)</b>
<b>Argentina</b>	-9.9	9.2	2.8	0.0
<b>Brasil</b>	-4.1	4.7	1.5	1.0
<b>Chile</b>	-5.8	12.0	1.5	-1.0
<b>Colombia</b>	-6.8	9.5	5.5	2.0
<b>México</b>	-8.3	5.3	1.8	1.0
<b>Perú</b>	-11.0	12.9	2.6	2.5

El saldo de la cuenta corriente se ha deteriorado de la mano de fuertes importaciones. La robusta demanda interna en Chile ha llevado el desequilibrio externo a los niveles más altos desde principios de los 80. El ajuste debería darse a partir del 2S22 para reducir las presiones sobre el tipo de cambio y las expectativas de inflación.

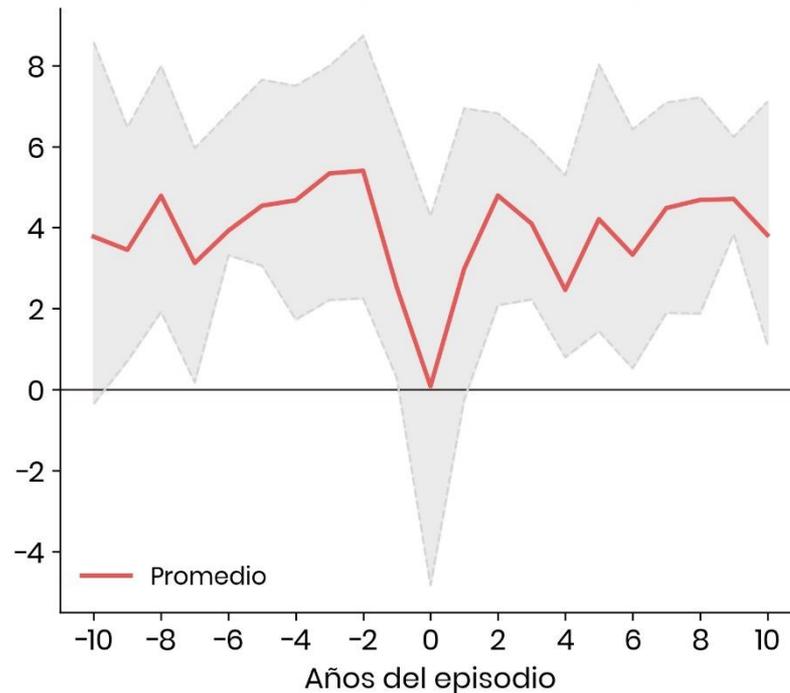


Los episodios de reversión en las cuentas corrientes en América Latina han ido acompañados de una caída de 5 pp en el crecimiento del PIB, principalmente explicado por el ajuste de la demanda interna.

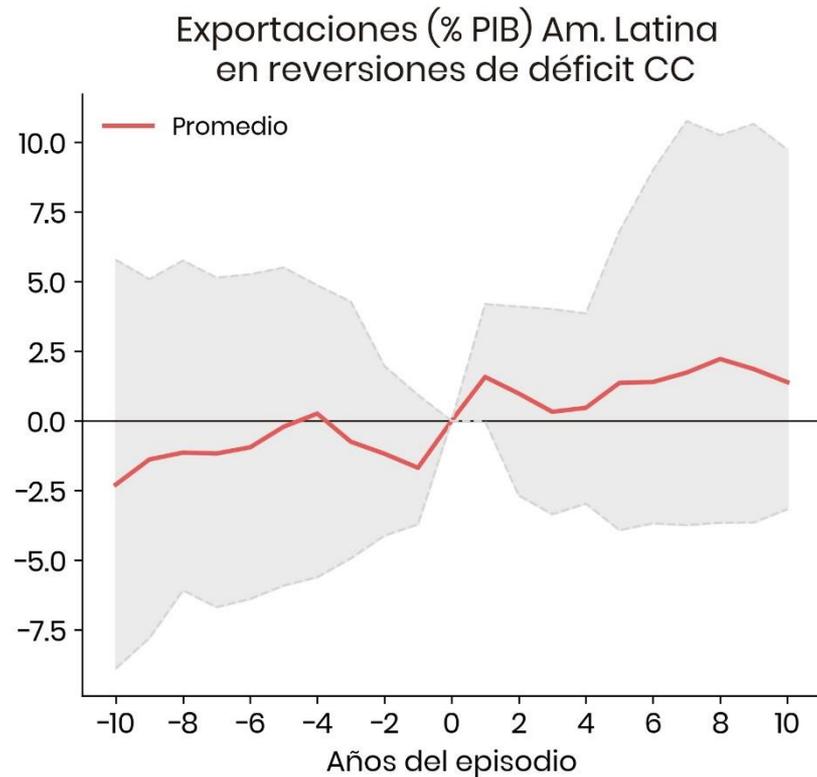
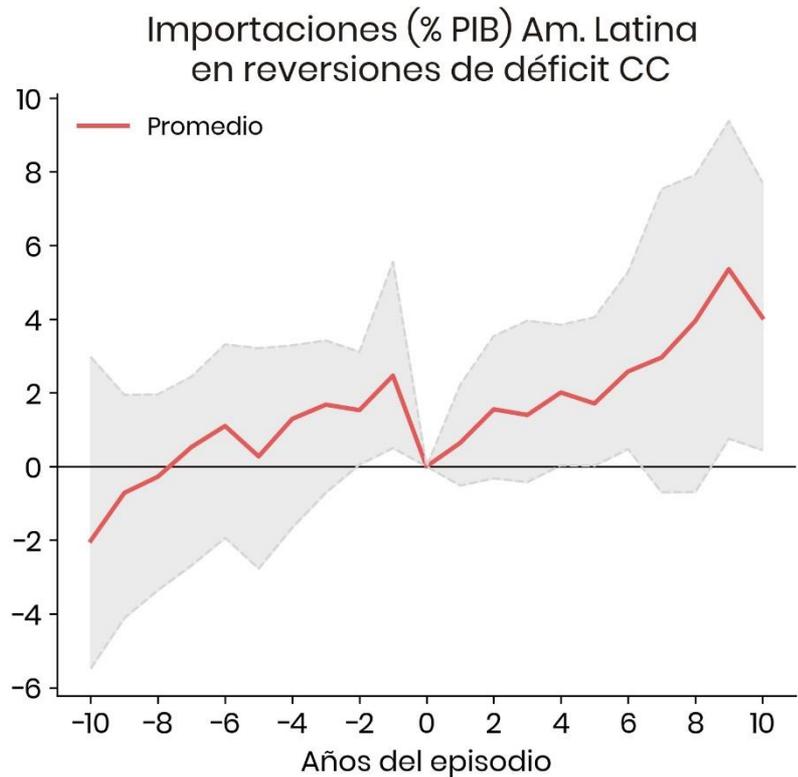
Cuenta Corriente (% PIB) Am. Latina  
en reversiones de déficit CC



PIB (a/a, %) Am. Latina  
en reversiones de déficit CC

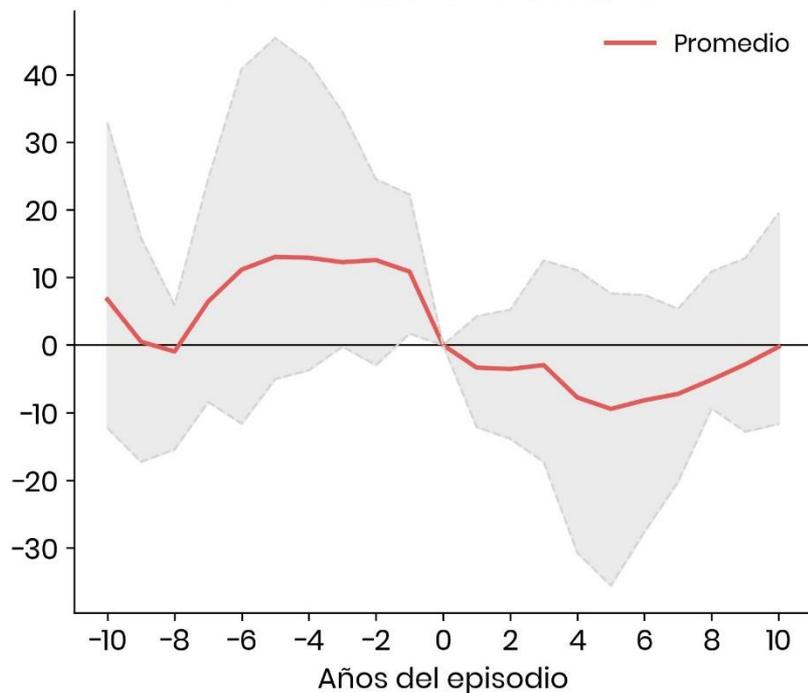


Tal como es esperable, las importaciones disminuyen como porcentaje del PIB y retoman su trayectoria una vez que el ajuste se llevó a cabo. Las exportaciones reaccionan positivamente a la depreciación del tipo de cambio real.

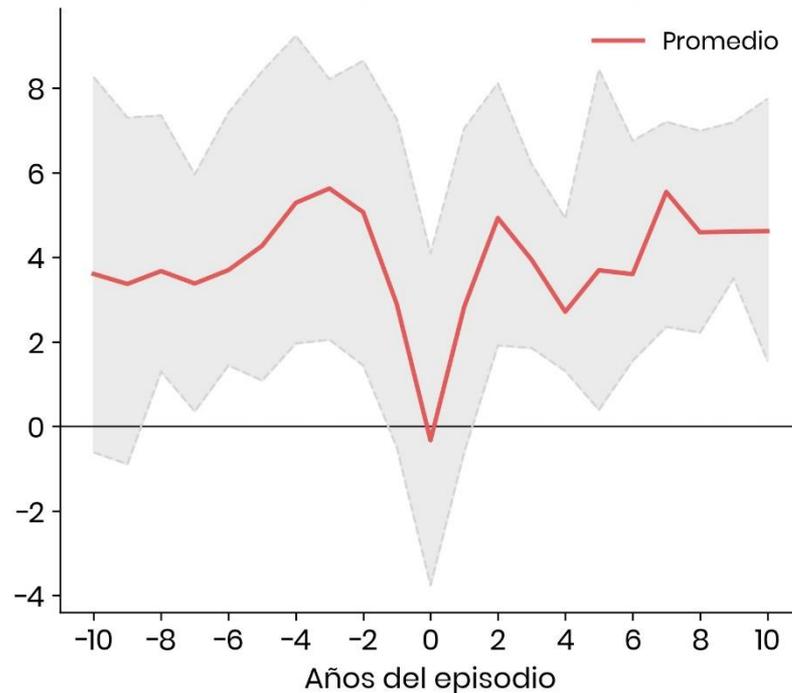


En resumen, la reversión del déficit de cuenta corriente se inicia con una depreciación del tipo de cambio real, que lleva a una disminución masiva de la demanda doméstica.

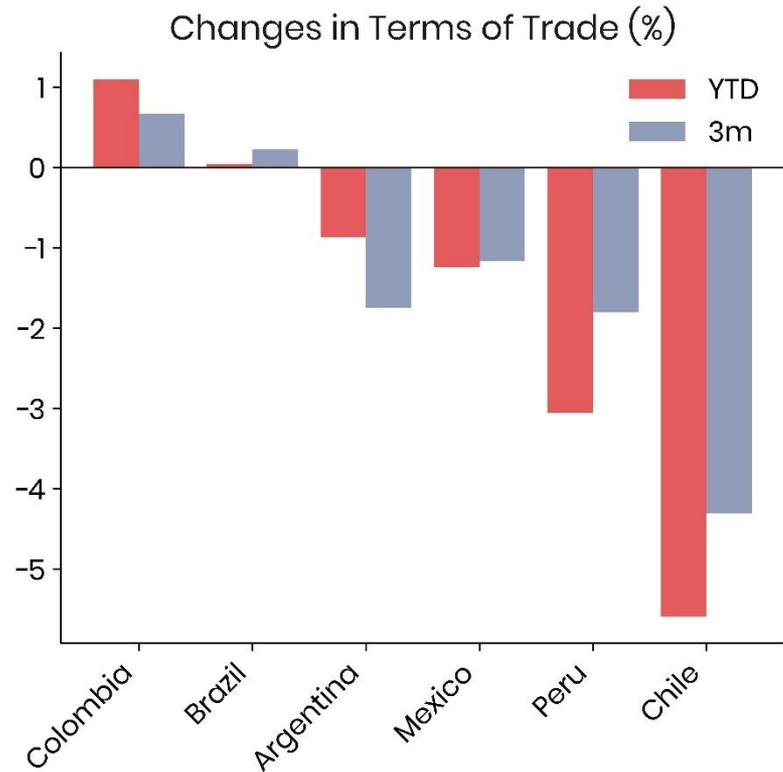
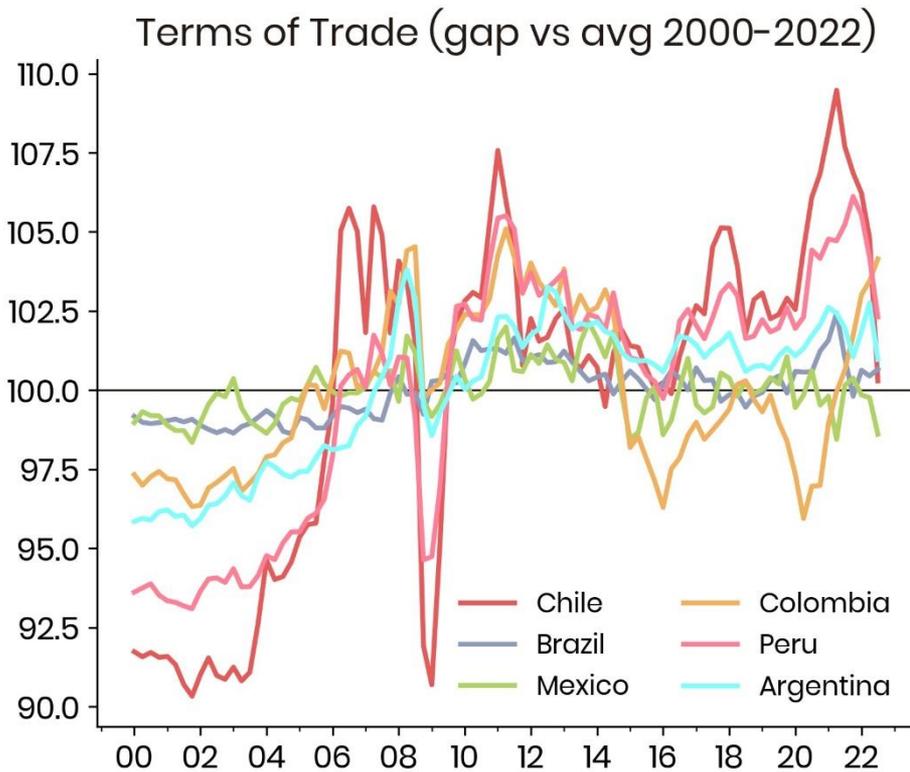
Tipo de Cambio Real (a/a, %) Am. Latina  
en reversiones de déficit CC



Demanda. Interna (a/a, %) Am. Latina  
en reversiones de déficit CC

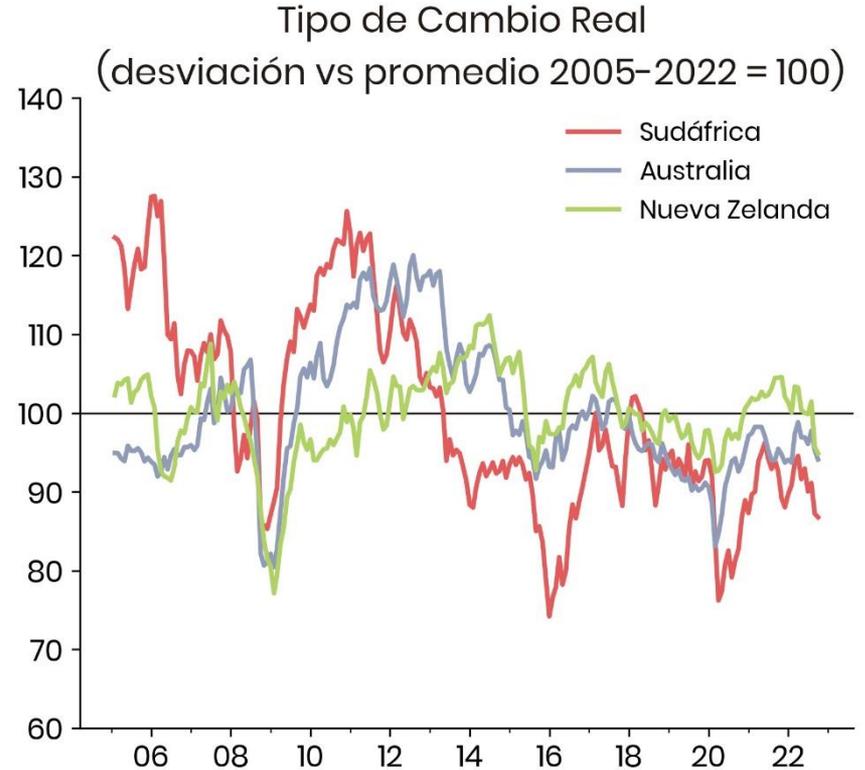
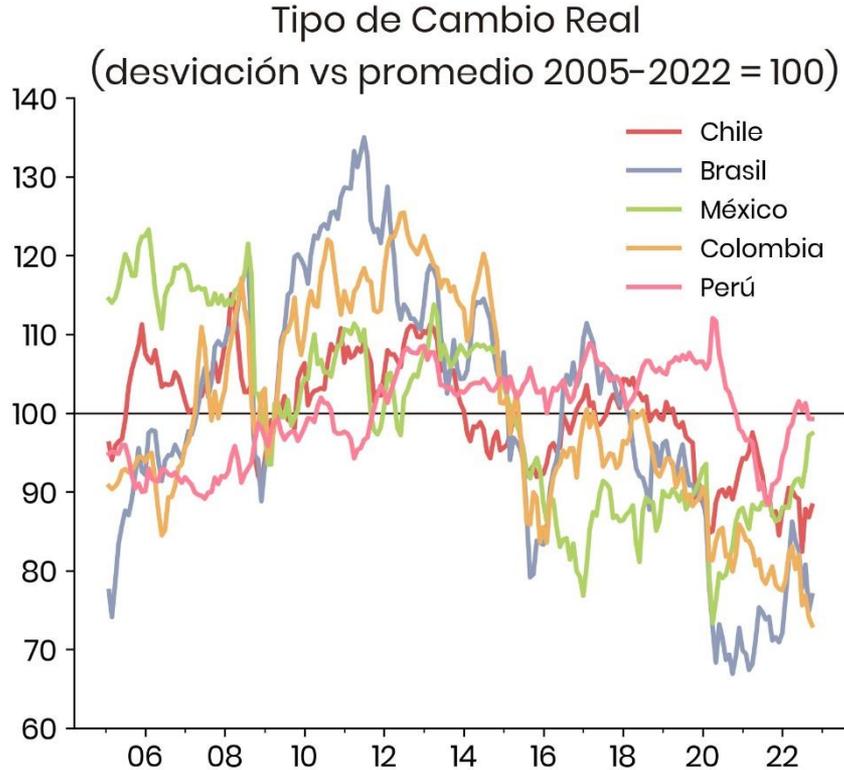


Los términos de intercambio han disminuido de manera relevante año a la fecha en el caso de Chile y Perú, después de haber alcanzado valores máximos en el 2021. Los exportadores de petróleo año a la fecha aún presentan variaciones de términos de intercambio positivas.



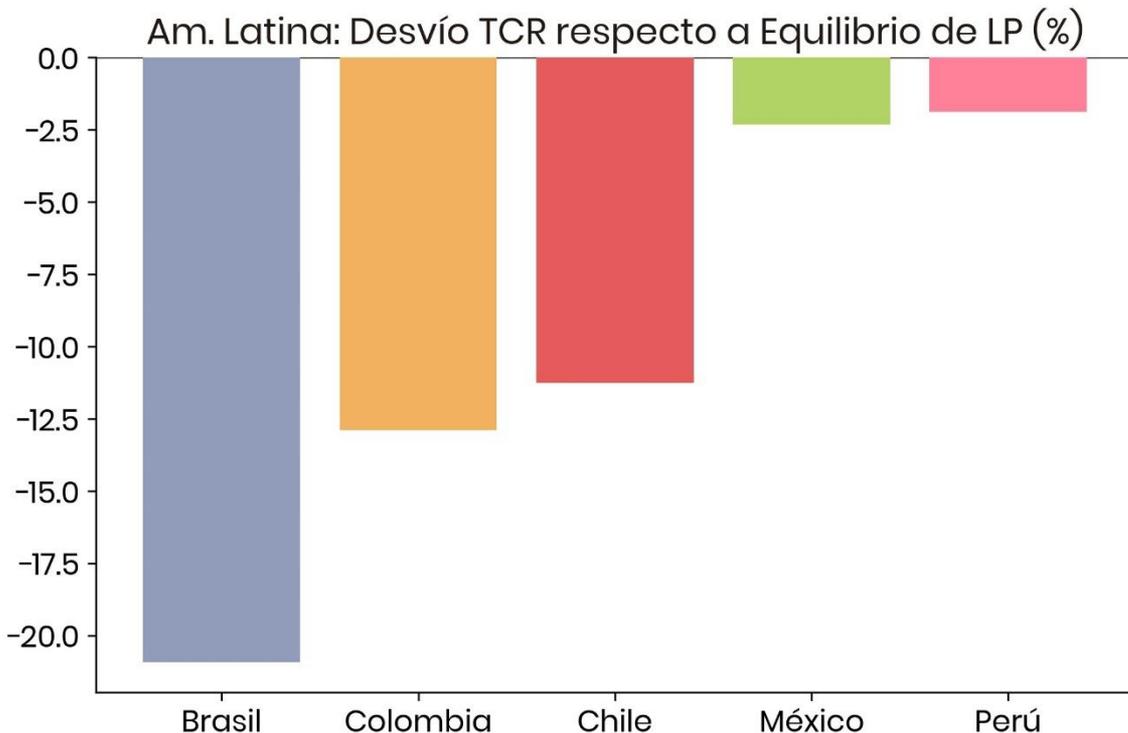
Fuente: FMI, Banco Mundial y Estudios Security.

A octubre, el castigo de los tipos de cambio reales versus los promedios históricos se redujo importantemente en México y algo en Chile. Los desvíos siguen siendo de mayor magnitud en Colombia y Brasil. Otros exportadores de materias primas emergentes presentan castigos más acotados.



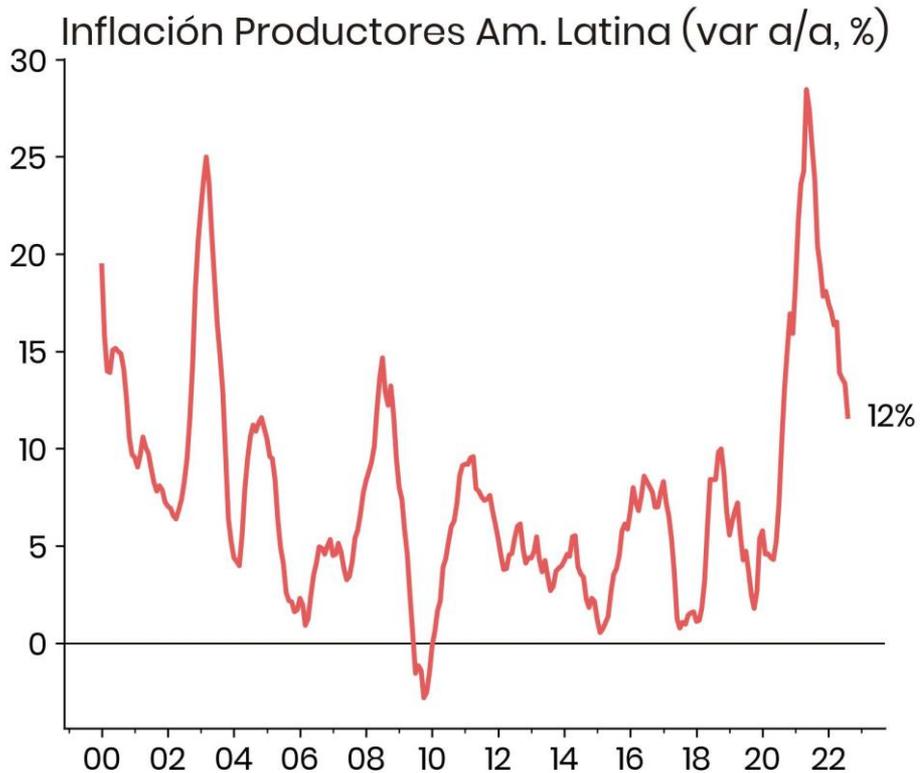
Fuente: BIS, Bloomberg y Estudios Security.

Desvíos de similar magnitud se encuentran cuando se estiman los valores de largo plazo de los tipos de cambio reales, usando modelos que controlan por la posición externa, los diferenciales de productividad versus socios comerciales y los términos de intercambio.

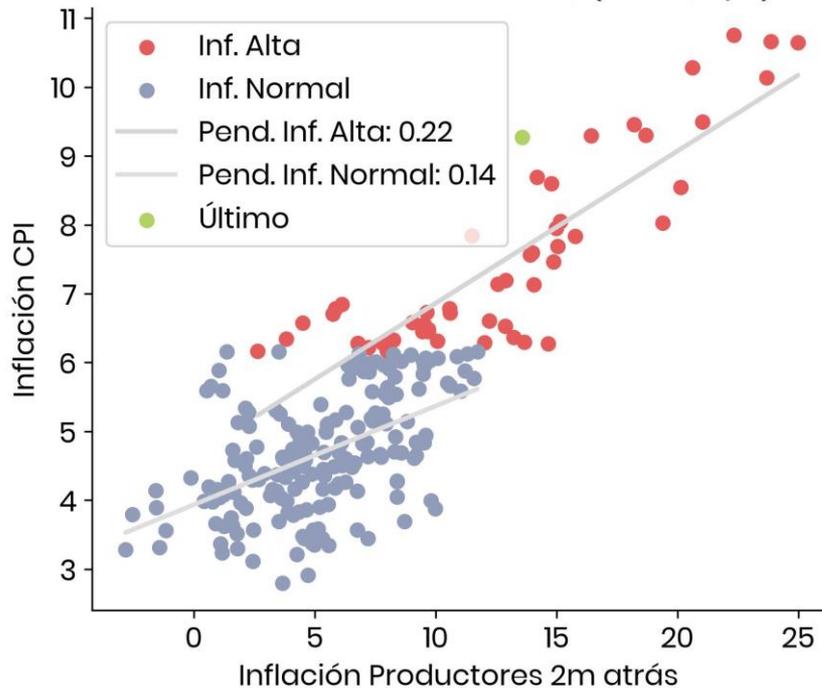


\*Desvío calculado respecto al valor estimado mediante un modelo que tiene como variables explicativas: términos de intercambio, productividad relativa y posición neta de activos internacionales. Estimado con datos trimestrales para la ventana 1T2000-2T2022.

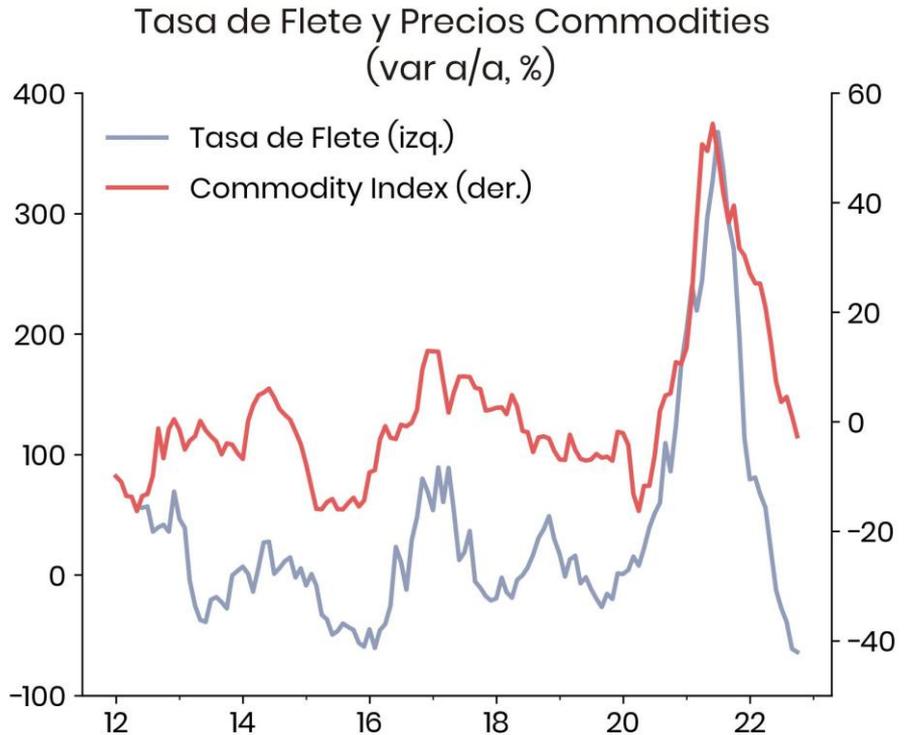
En términos de la inflación, los costos que enfrentan los productores en América Latina se han ido normalizando, generando una menor presión inflacionaria. La historia muestra un traspaso positivo, que es más grande en períodos de inflación alta.



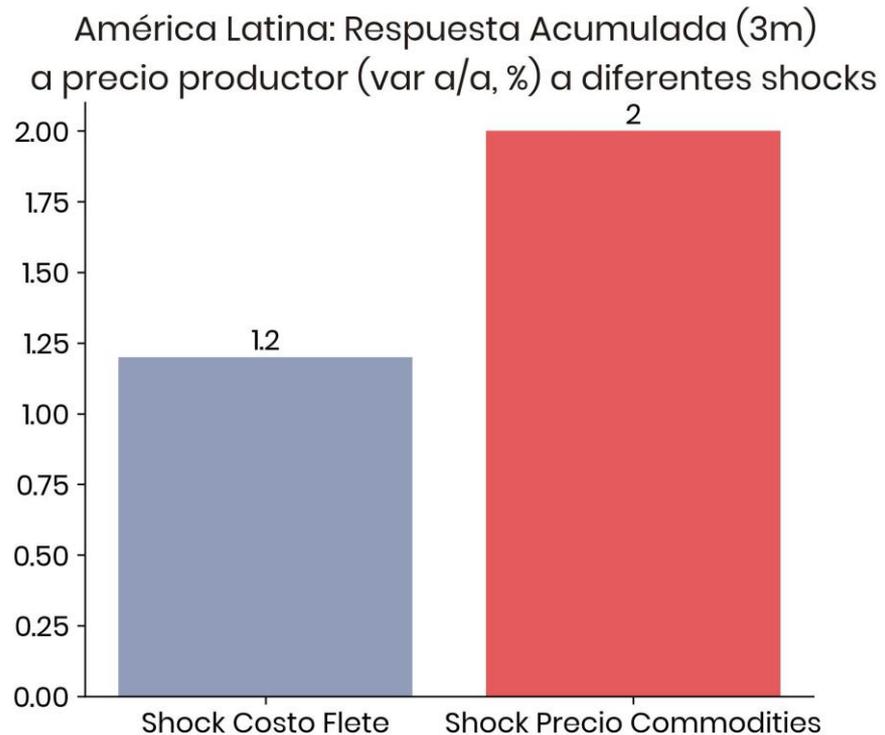
### América Latina: Traspaso Inflación Productores a Inflación Consumidores, (var %, a/a)



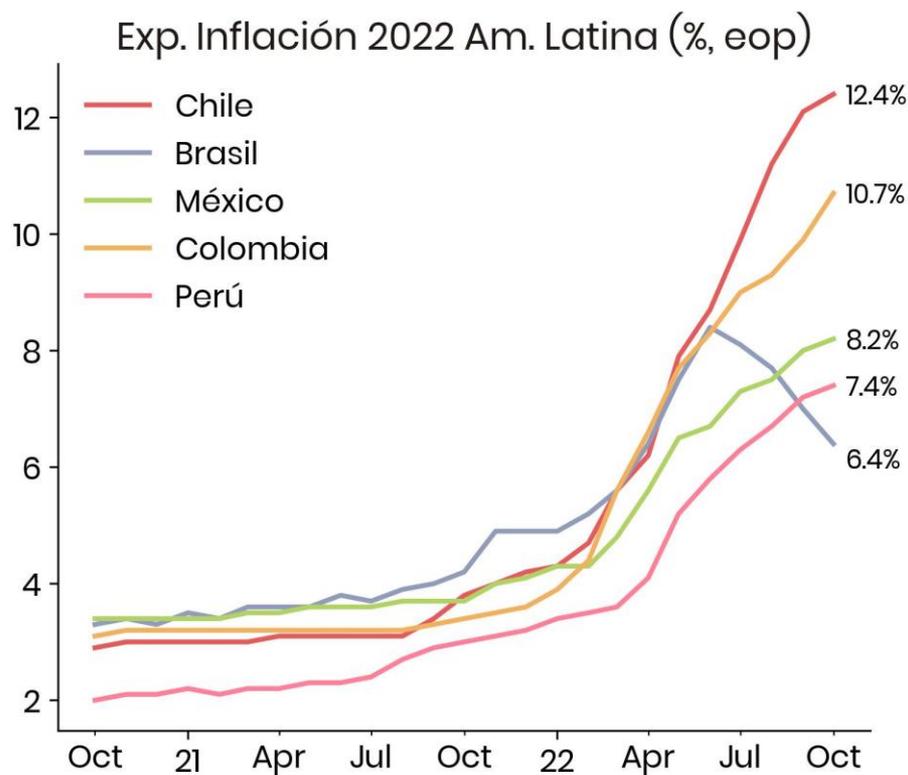
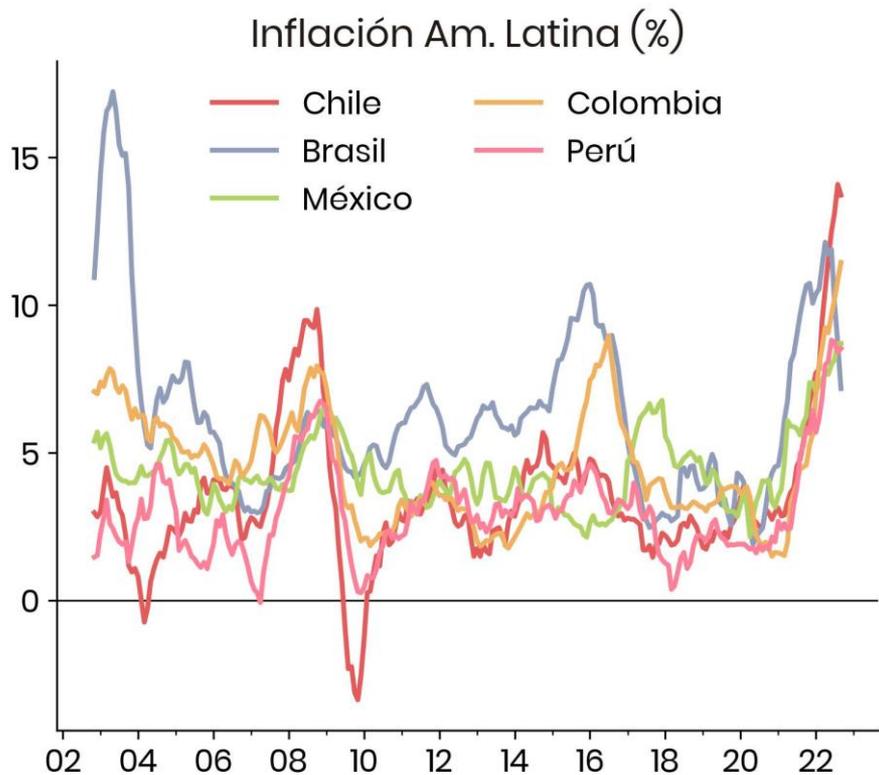
Un menor shock de oferta y precios de commodities que caen ayudarían a seguir moderando los costos que enfrentan los productores. Una caída de 20% en los fletes marítimos, y de 5% en los commodities disminuyen la inflación que enfrentan los productores en aproximadamente un 1 y 2 puntos respectivamente tras 3 meses.



\*Tasa de flete medido en miles USD/Contenedor de 40 pies.



Las expectativas de inflación para este año han seguido aumentando, con excepción de Brasil, dado la suavización de su inflación efectiva. Hacia adelante, la relajación en los cuellos de botella de las cadenas de suministros y las políticas monetarias más restrictivas, debiesen moderar las presiones en los precios.

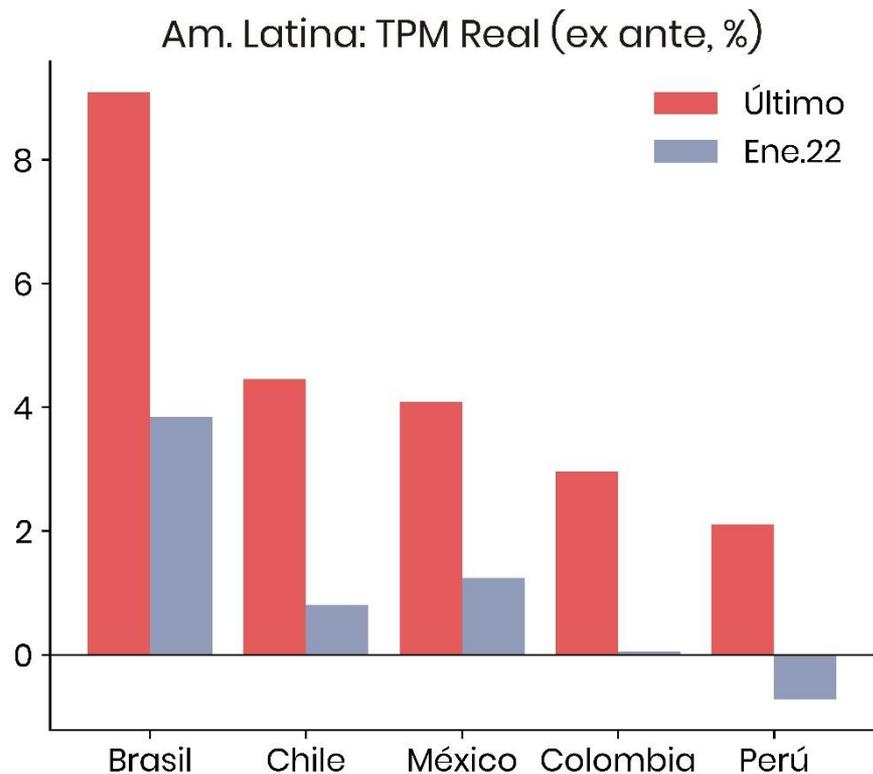
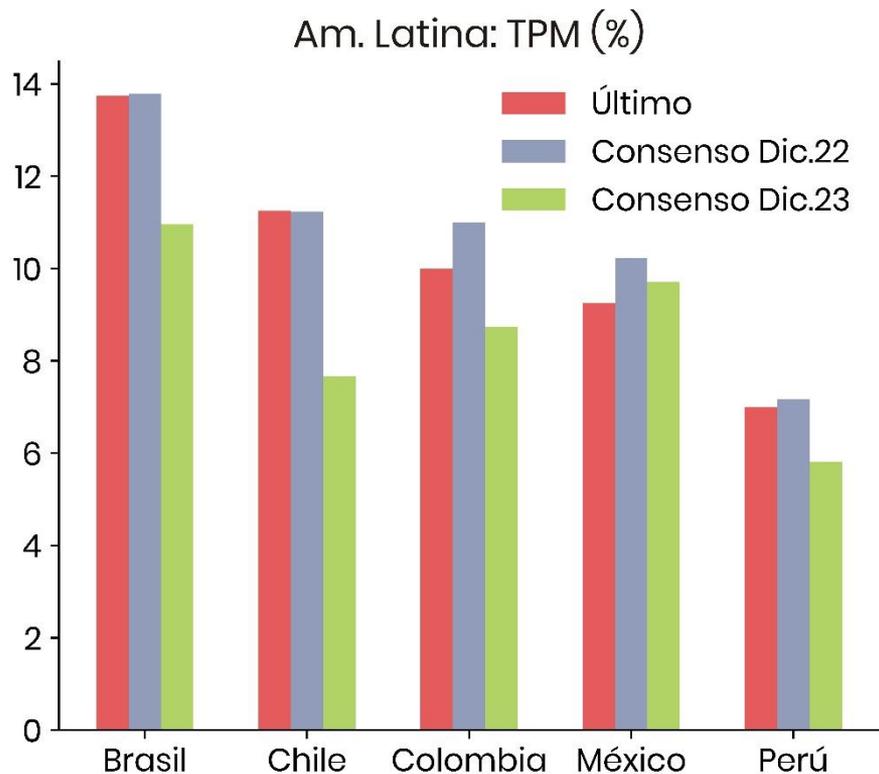


Fuente: Bloomberg, FocusEconomics y Estudios Security.

En lo último, las lecturas de inflación muestran que esta ya ha llegado a su techo en la mayoría de los países, en niveles más elevados que lo esperado previamente (excluyendo Brasil). Lo anterior nos lleva a aumentar las expectativas para este año. Y, para el próximo, la fuerte desaceleración de la demanda interna llevaría las inflaciones a niveles cercanos a las metas.

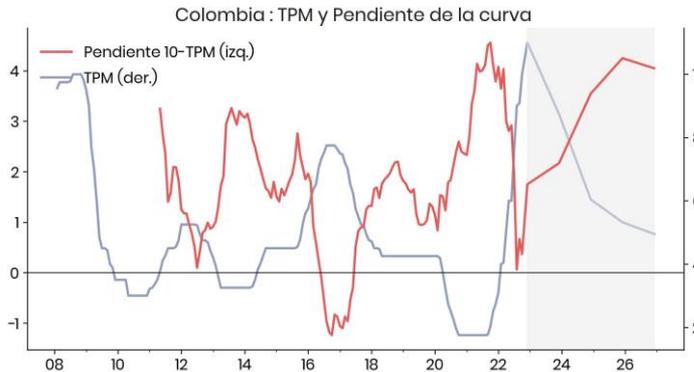
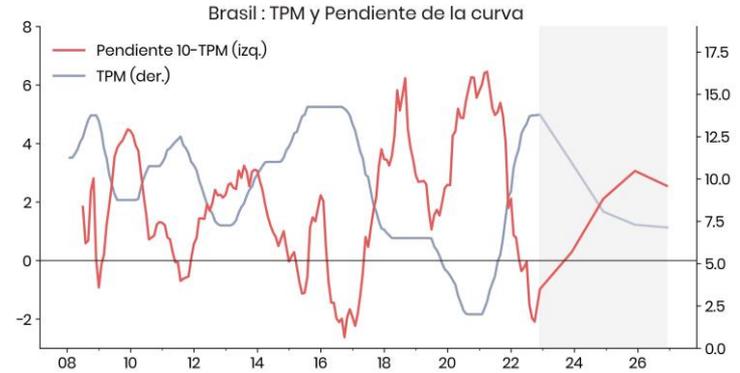
IPC (var %, fin de período)	2020	2021	2022 (e.)	2023 (e.)
<b>Argentina</b>	36	51	93	84
<b>Brasil</b>	4.5	10.1	7	5
<b>Chile</b>	3.0	7.2	12.8	3
<b>Colombia</b>	1.6	5.6	10.5	5
<b>México</b>	3.2	7.4	8	4.6
<b>Perú</b>	2.0	6.4	7.5	3.1

El ciclo de ajuste de la política monetaria llegó a su fin en los países que iniciaron anticipadamente (Brasil y Chile) o en los cuales la presión inflacionaria es marcadamente menor (Perú). Tasas reales que son marcadamente contractivas, en conjunto con las peores perspectivas en actividad para el 2023 hacen anticipar recortes de tasas que podrían comenzar tan pronto como el 1T23.



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

Pendientes de la curva comienzan a normalizarse tras el fin de ciclo de alzas, en un proceso que tarda alrededor de un año para la mayoría de los países de América Latina. Las proyecciones actuales muestran curvas planas e incluso empinadas hacia finales del 2023.



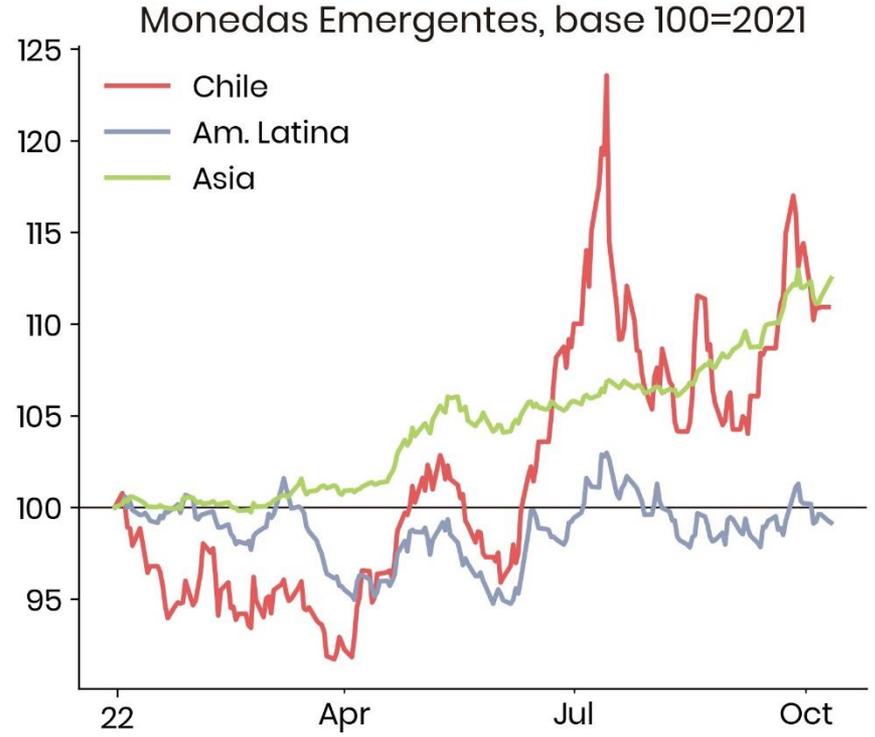
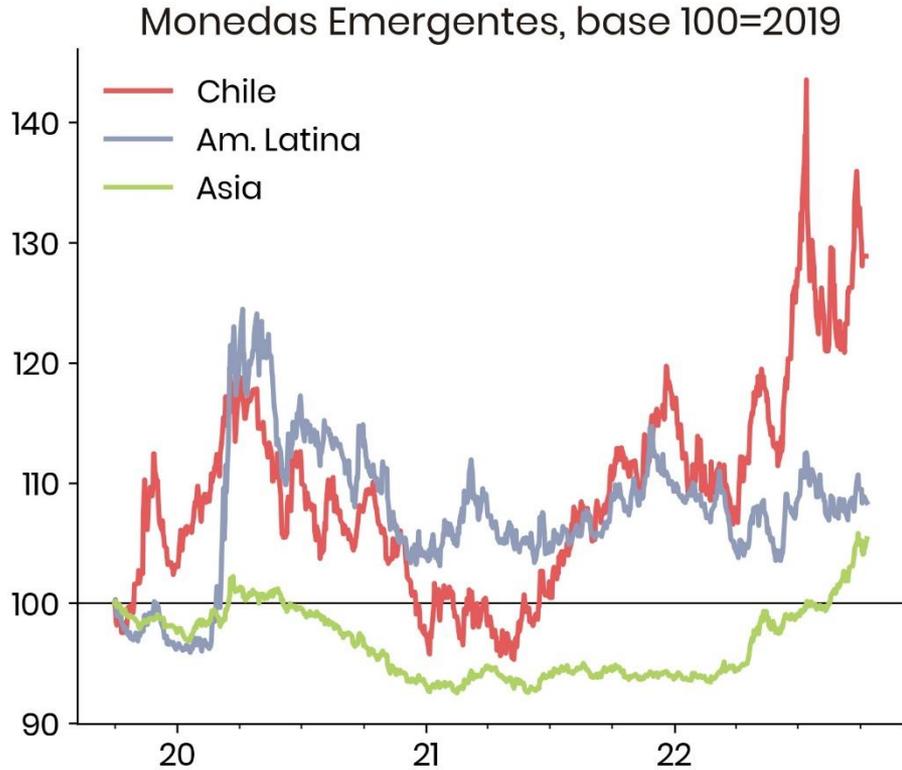
Fuente: Bloomberg, BCCh, Banxico, Banrep, BCB, BCRP y Estudios Security.

Se esperan alzas de tasas adicionales para México, quien estaría condicionado todavía al actuar de la política monetaria de la FED y al impulso en la inflación que genera las políticas de aumentos en el salario mínimo. En Colombia, donde la inflación ha continuado sorprendiendo al alza, esperamos un alza adicional de 25 pb.

TPM (% , cierre)	2020	2021	2022 (e.)	2023 (e.)
<b>Argentina*</b>	38	38	80	75
<b>Brasil</b>	2	9.25	13.8	9.0
<b>Chile</b>	0.5	4.0	11.3	6.0
<b>Colombia</b>	1.75	3.0	11.0	7.0
<b>México</b>	4.25	5.50	10.5	9.0
<b>Perú</b>	0.25	2.5	7.0	5.5

\* 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.

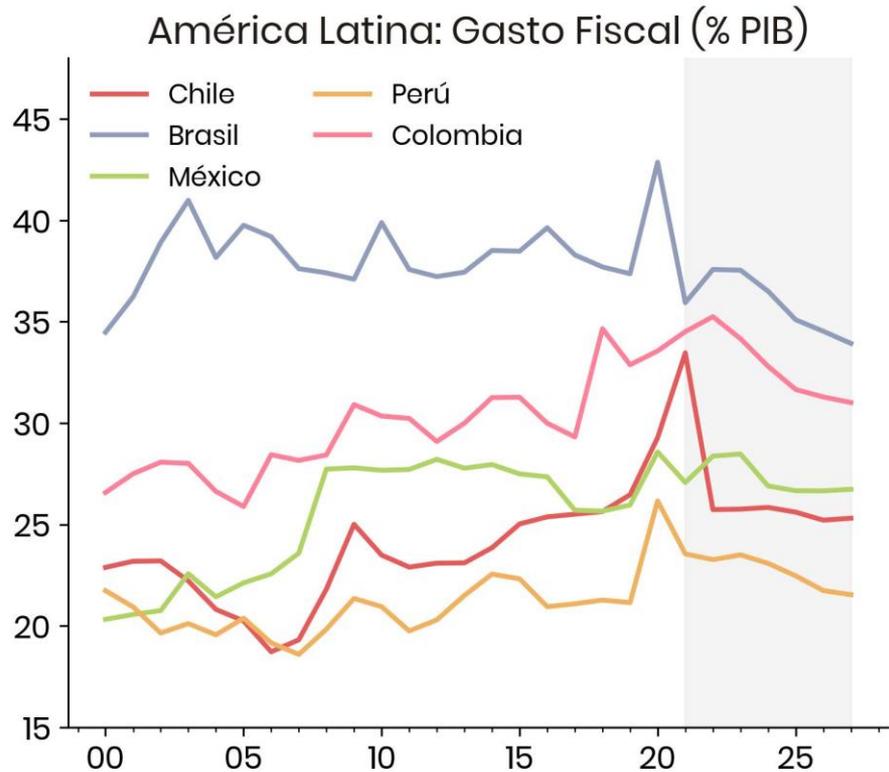
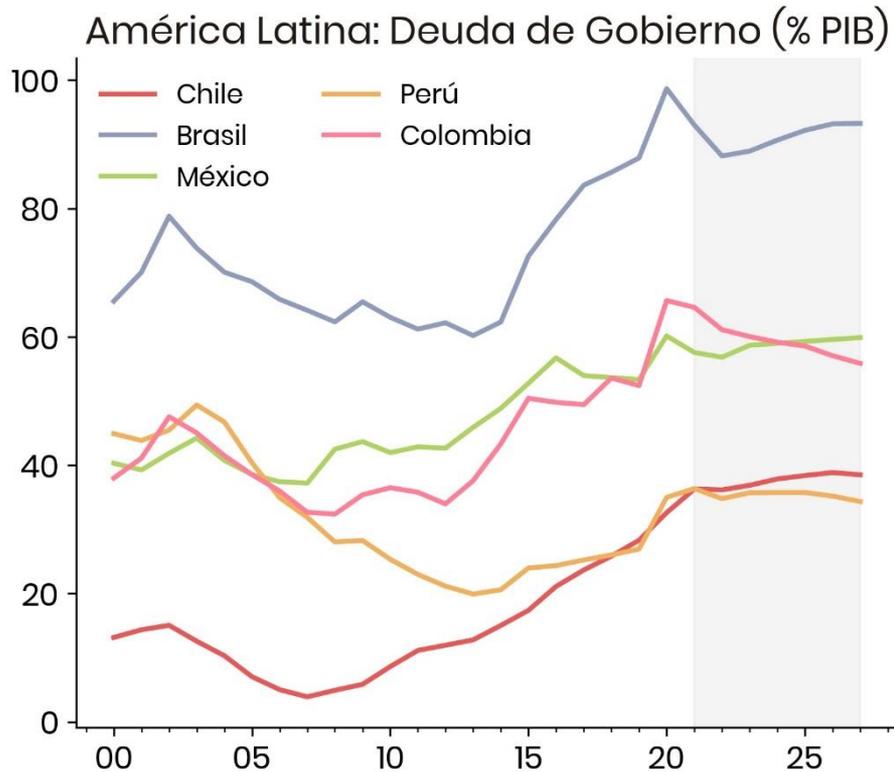
En términos agregados el desempeño de las monedas de América Latina ha sido mejor que el de otros países emergentes año a la fecha, probablemente como reflejo del estado del ciclo de las políticas monetarias y los niveles en los cuales se comenzó el año. No obstante, países como Chile y Colombia han tenido que lidiar con una depreciación y volatilidad de la moneda mayor.



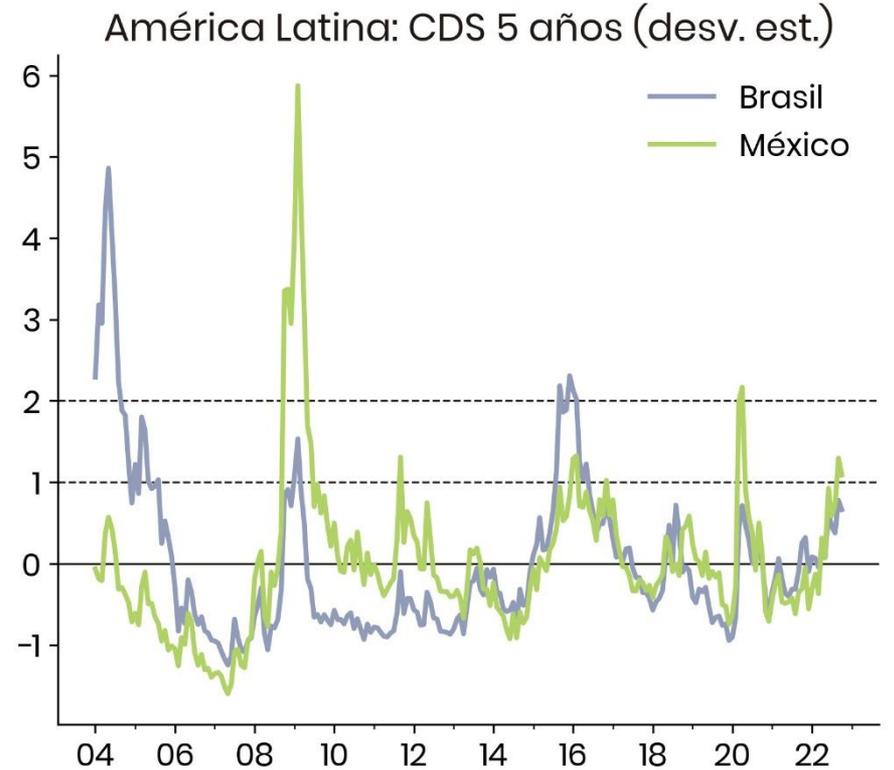
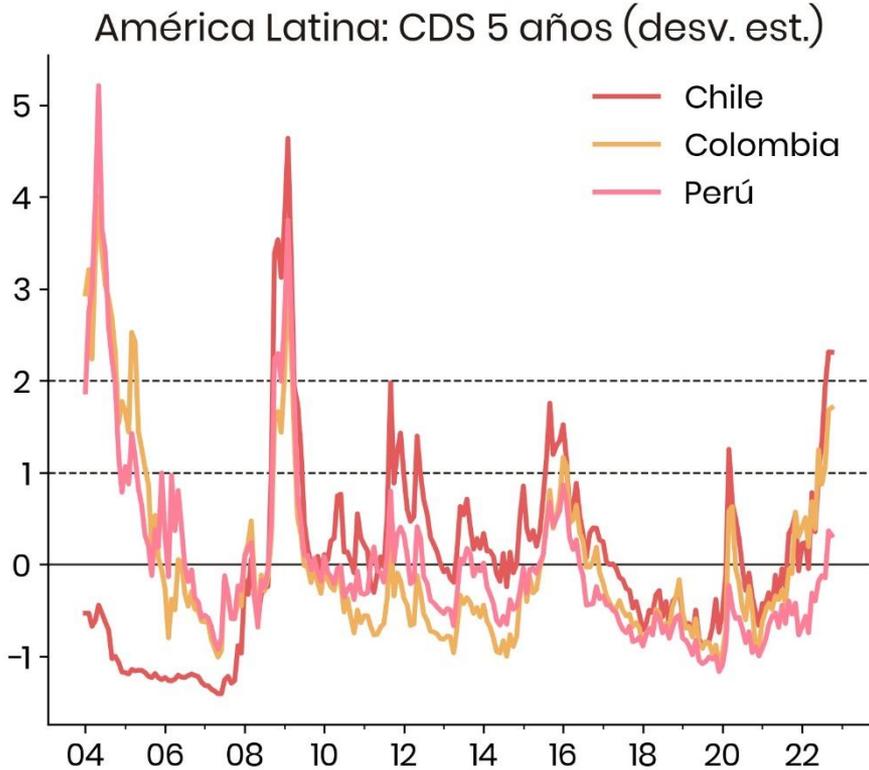
Frente a una demanda interna deteriorada y un cobre más bajo proyectamos monedas más débiles para el 2023, especialmente para exportadores de metales. Sin embargo, continuamos esperando una apreciación de la moneda con respecto a este año ante un dólar global que pierde terreno.

Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	2020	2021	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	84.1	103	165	300
Brasil	5.2	5.6	5.3	5.25
Chile	711	850	950	900
Colombia	3,422	4,070	4,100	4,093
México	19.9	20.5	21.3	21.3
Perú	3.62	4.00	3.95	3.93

El empeoramiento de las condiciones externas globales mantiene el foco en la carga que esto puede significar en la sostenibilidad de las cargas fiscales. En la región, se mantiene una peor foto versus la historia de los últimos 20 años en la mayoría de los países (con excepción de Perú), donde el impacto en las métricas de crédito que dejó el manejo de la pandemia sigue presente.



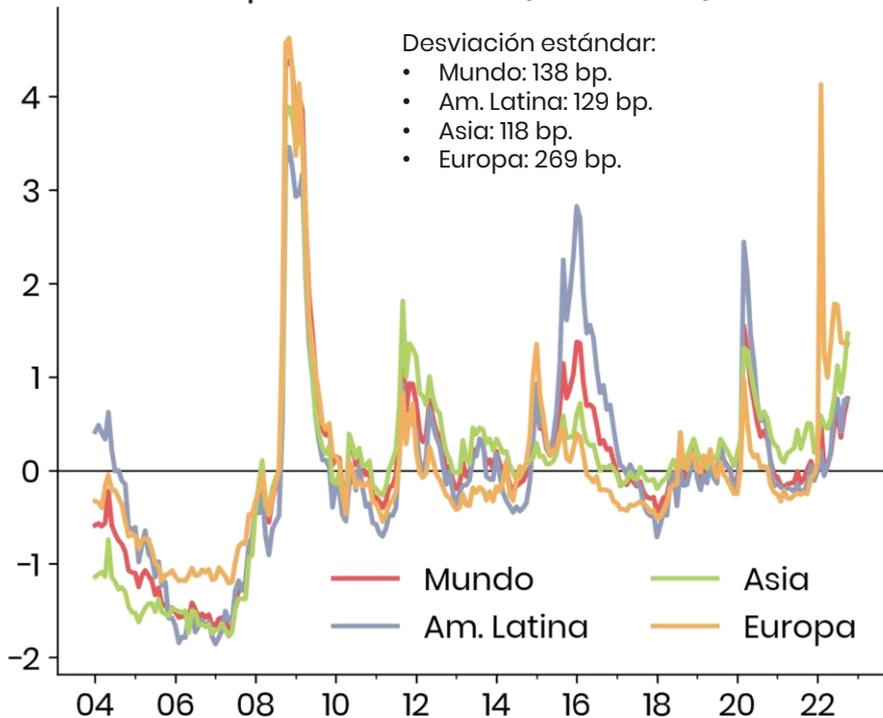
Las mayores primas por riesgo exigidas han aumentado de manera heterogénea entre los países. Países con shocks idiosincráticos adversos en lo más reciente (Chile, Colombia) han sido más castigados versus su historia en términos relativos.



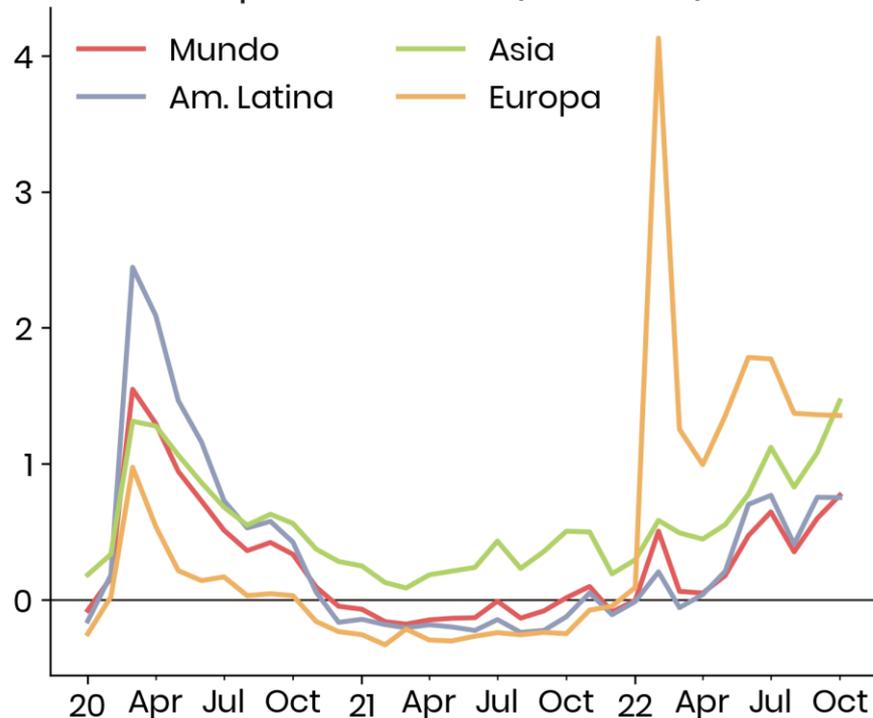
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Los spreads corporativos de la región se han ajustado de manera más acotada que los spreads en Europa y Asia, donde la guerra y el estrés financiero del sector inmobiliario en China han afectado particularmente.

Spreads CEMBI (desv. est.)



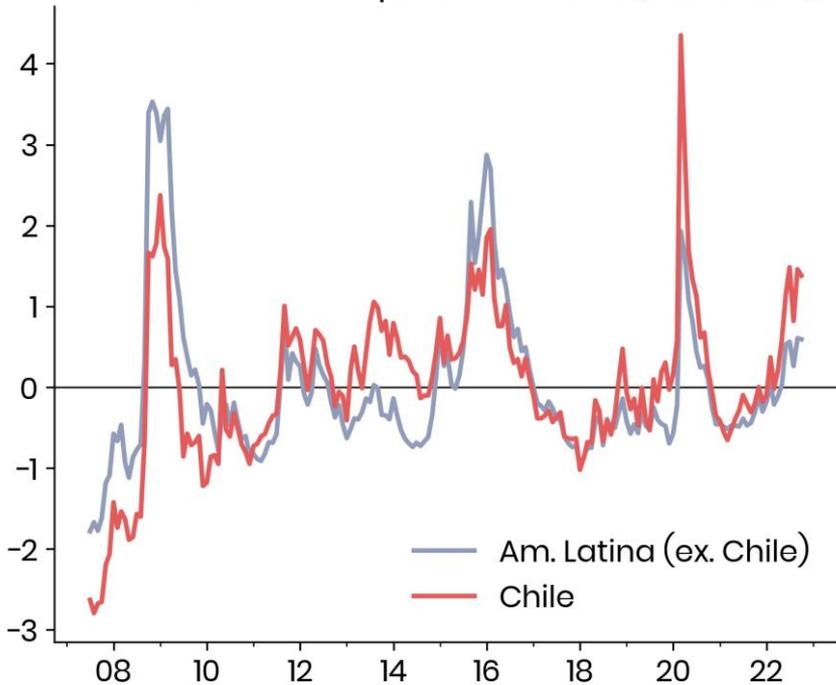
Spreads CEMBI (desv. est.)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Asimismo, los movimientos han sido más acotados versus los movimientos ocasionados por la crisis de la pandemia.

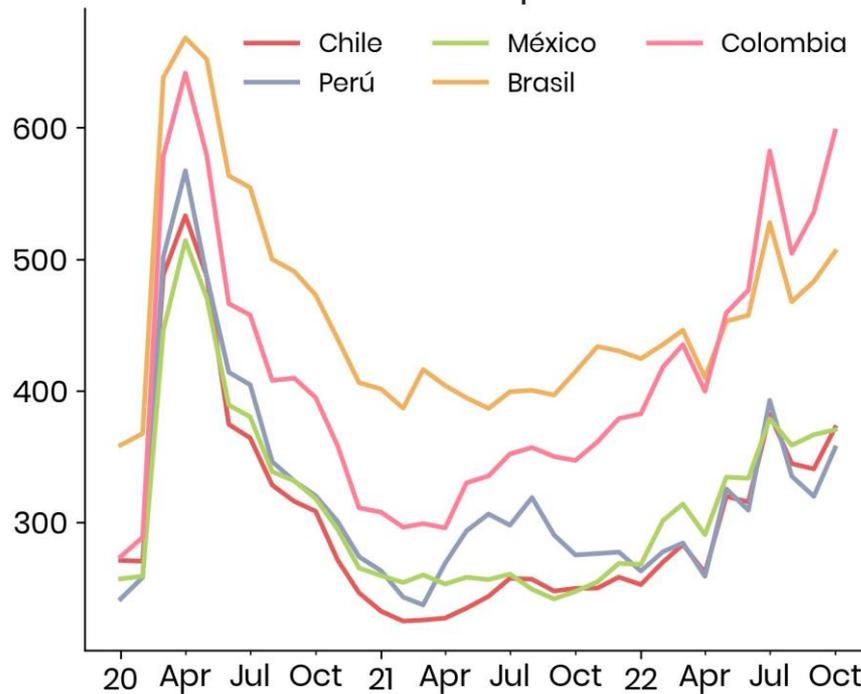
América Latina: Spreads CEMBI (desv. est.)



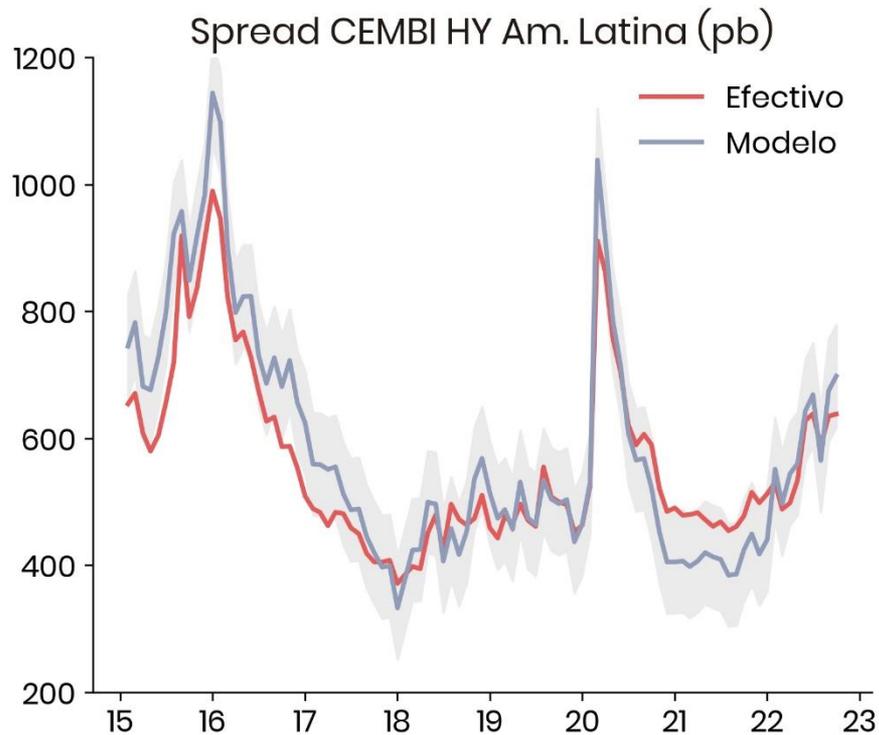
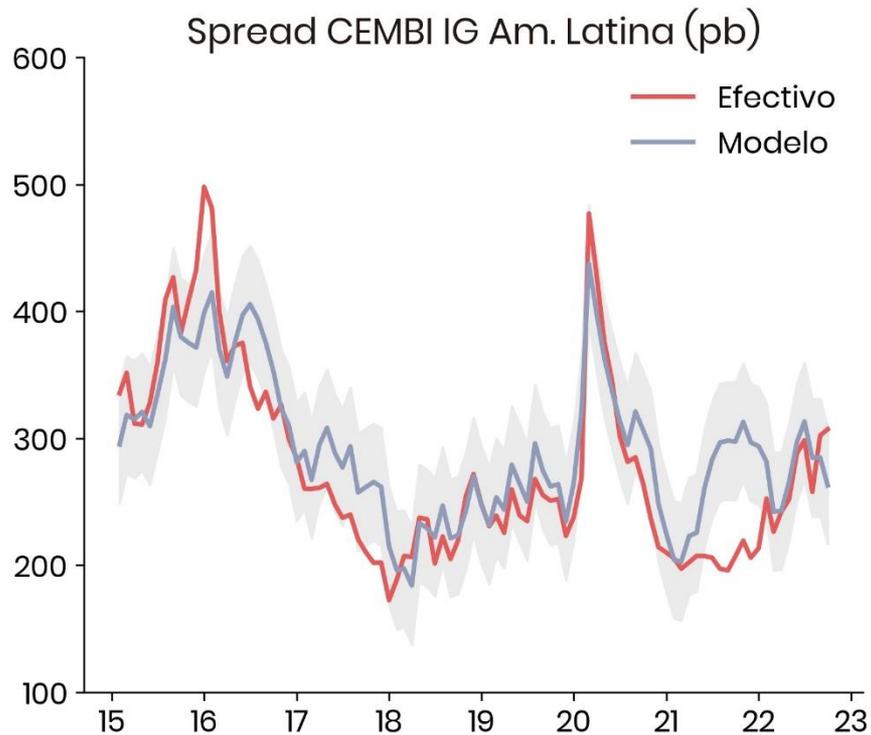
- Desviación estándar:
- Am. Latina: 118 bp.
  - Chile: 76 bp.

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

América Latina: Spread CEMBI



Al estimar spreads corporativos en base a variables financieras no se encuentran grandes desvíos versus lo encontrado como valor justo.



Fuente: Bloomberg y Estudios Security



# Latinoamérica: En medio de condiciones financieras altamente restrictivas crecimiento e inflación caerían en 2023

Departamento de Estudios

Octubre, 2022