



Latinoamérica: expectativas de leve viento a favor a mediano plazo

Departamento de Estudios

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

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

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

Noviembre, 2023

Escenario global: La desaceleración mundial continuaría, permitiendo la estabilización en los riesgos inflacionarios y de política monetaria.

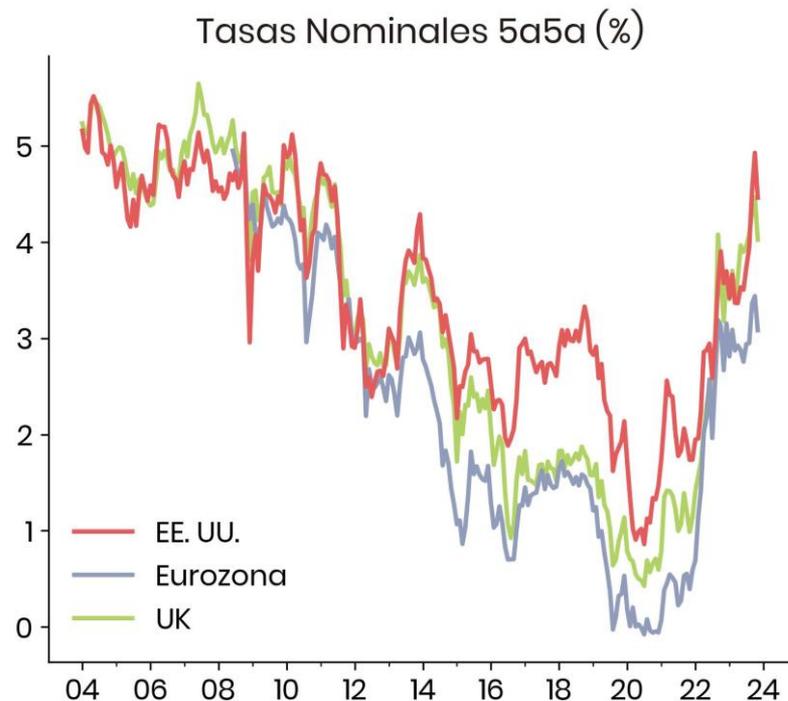
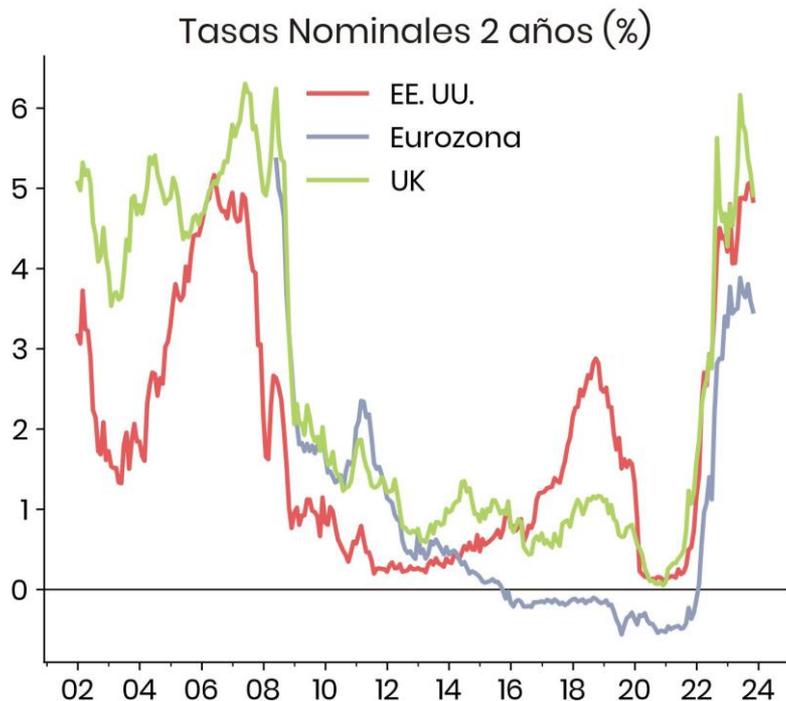
- **Durante los últimos meses la resiliencia de la economía en EE. UU. mantuvo alto el estrés del mercado respecto a la política monetaria**, lo que llevó a las tasas tanto de la parte corta como larga de la curva hacia niveles máximos. Si bien parte de esa presión se ha deshecho en las últimas semanas, **las tasas mantienen un nivel de tensión alto.**
- Al comparar con las estimaciones de tasas neutrales, las tasas de convergencia implícitas en las curvas siguen pareciendo excesivas, con desvíos que están en la parte alta de la historia. **De continuar disminuyendo las presiones para la política monetaria esta brecha debería continuar normalizándose.**
- **En este sentido, las últimas lecturas de inflación han sido favorables, y los indicadores de precios sugieren que se mantienen presiones deflacionarias en el futuro.** Con todo, la inflación subyacente sigue elevada, por lo que los Bancos Centrales se mantendrían cautelosos, actuando con más expansividad una vez que las señales de control de la inflación sean mayores.
- Con todo, las compensaciones inflacionarias se han mantenido ordenadas en niveles coherentes con los objetivos, significando presiones de las tasas que han venido de los componentes reales y primas por plazo algo mayores. Estas últimas, no obstante, siguen bajas, por lo que **no se descarta niveles de tasas que se mantienen más altas gracias a primas por plazo que siguen subiendo.**
- Así, si bien **pensamos en condiciones financieras globales que no siguen empeorando, estimamos un 2024 que continuaría con condiciones monetarias restrictivas, presionando los flujos para mercados emergentes y en general muy volátiles al desarrollo de la actividad e inflación.**



Mientras que China recupera fuerza, ayudando a menores presiones al alza del dólar global.

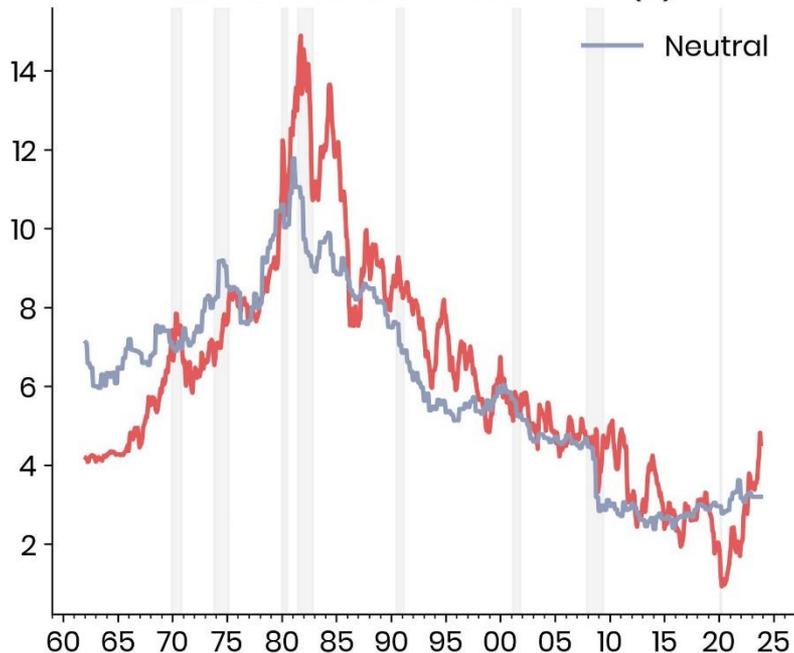
- **Por el lado de China**, después de una mitad de año con ajustes a la baja bien negativos, **las perspectivas se han recuperado** de la mano de novedades en torno a más estímulos de la autoridad y datos por sobre lo esperado. Con todo, **los riesgos vienen por el lado de cuánto puede normalizarse la demanda de viviendas y la recuperación que alcance la confianza de inversionistas.**
- Así, se tiene un **2024 que vería un mundo creciendo a un nivel más bajo, cerca del potencial**, principalmente dada la desaceleración que se anticipa en EE. UU. y una actividad todavía débil en la Eurozona. **No obstante, algo positivo es que estaríamos en el punto de inflexión en el ajuste de las perspectivas entre EE. UU. y mercados emergentes.**
- Con este panorama expuesto, **se mantiene la expectativa de una depreciación adicional para el dólar global**, de la mano de menores presiones para las tasas en EE. UU. y una divergencia en el crecimiento mundial que se estabiliza. Los riesgos para este escenario podrían venir por el lado de los riesgos geopolíticos.
- **En nuestro escenario base la trayectoria de las materias primas se mantiene estable, acompañadas de la desaceleración global**, permitiendo que las expectativas inflacionarias en los países desarrollados sigan ancladas y con ello manteniendo a raya los riesgos para el escenario externo de la región. Esto considera un riesgo geopolítico que se mantiene encapsulado en los focos de conflicto actuales.

Durante los últimos meses la resiliencia de la economía en EE. UU. mantuvo alto el estrés del mercado respecto a la política monetaria. Si bien parte de esa presión se ha deshecho en las últimas semanas, las tasas mantienen un nivel de tensión alto.

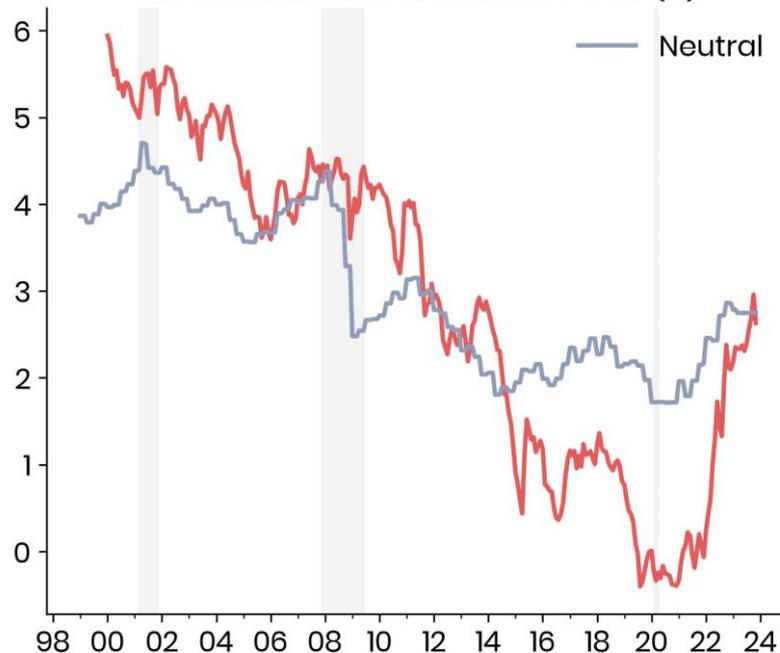


Al comparar con las estimaciones de tasas neutrales, las tasas de convergencia implícitas en las curvas siguen pareciendo elevadas. De continuar disminuyendo las presiones para la política monetaria, esta brecha debería seguir normalizándose.

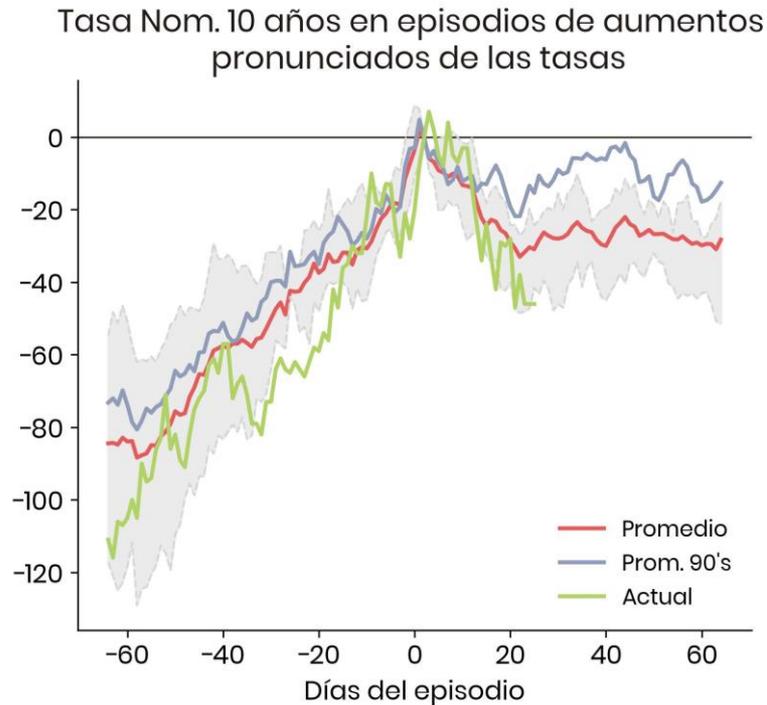
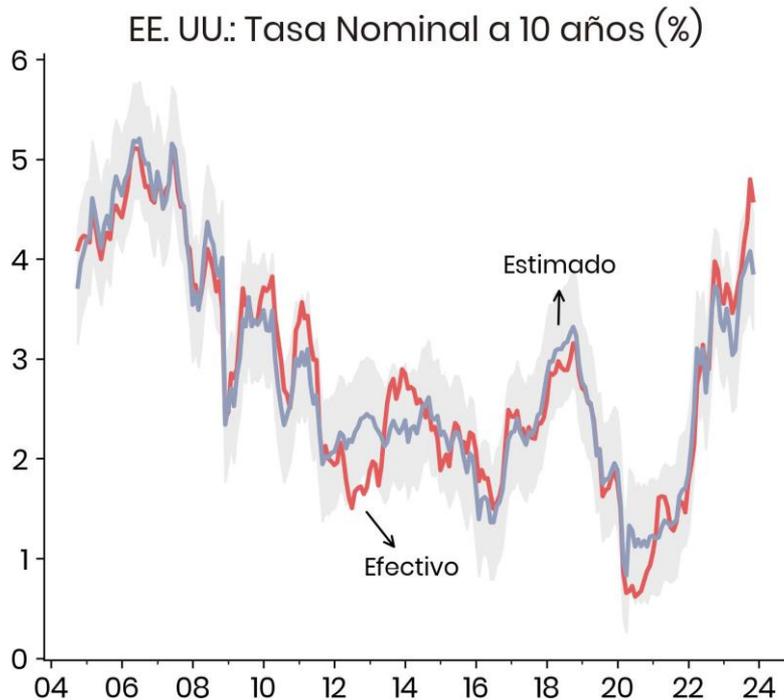
EE. UU.: Tasa Nominal 5a5a (%)



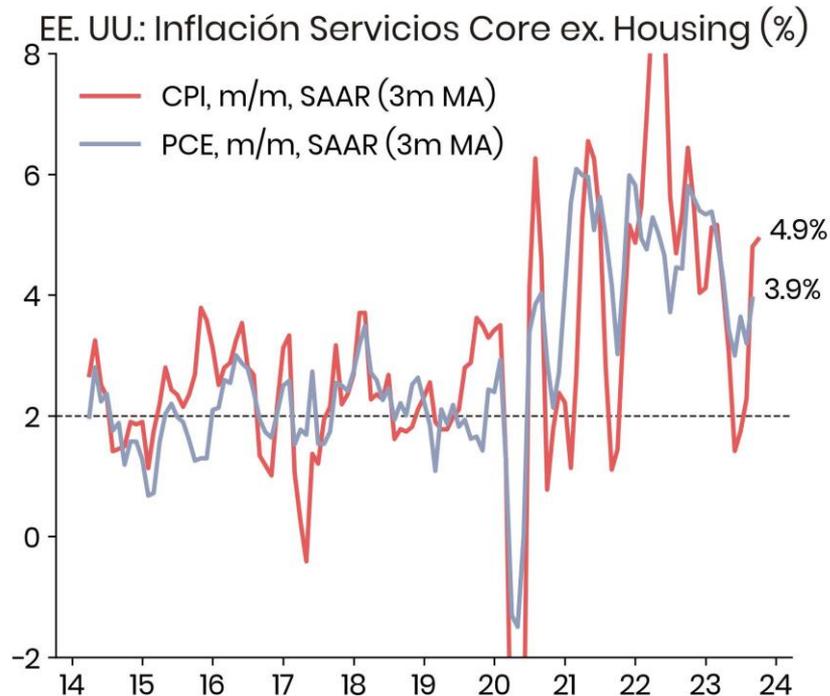
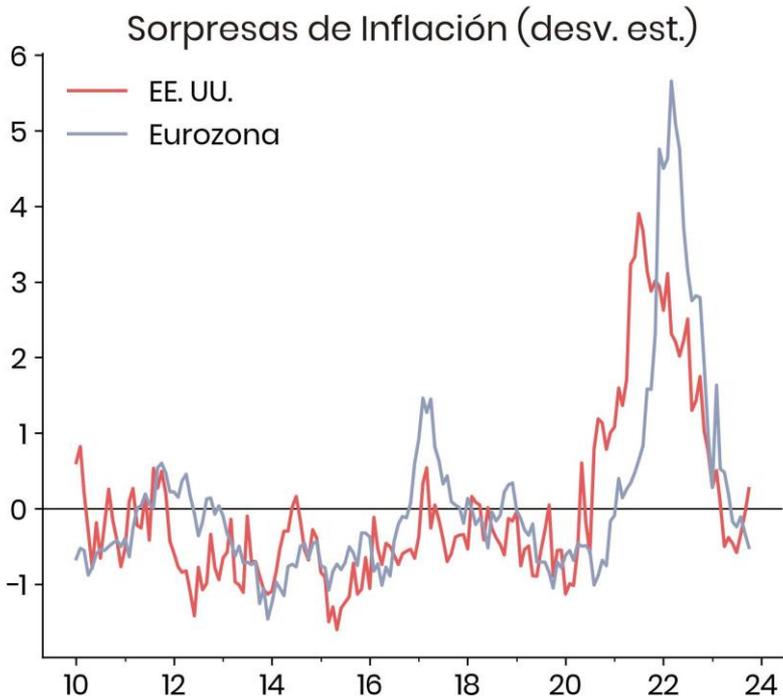
Eurozona: Tasa Nominal 5a5a (%)



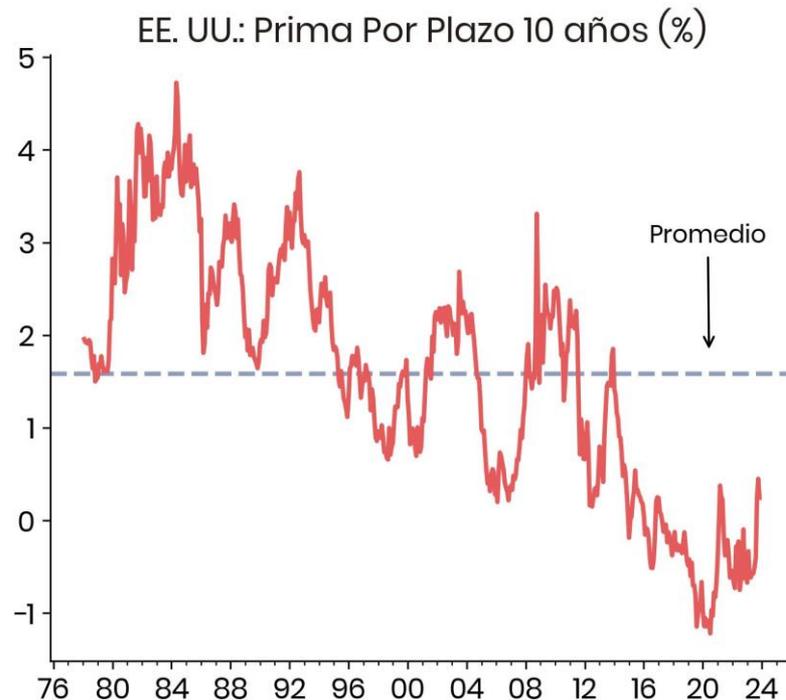
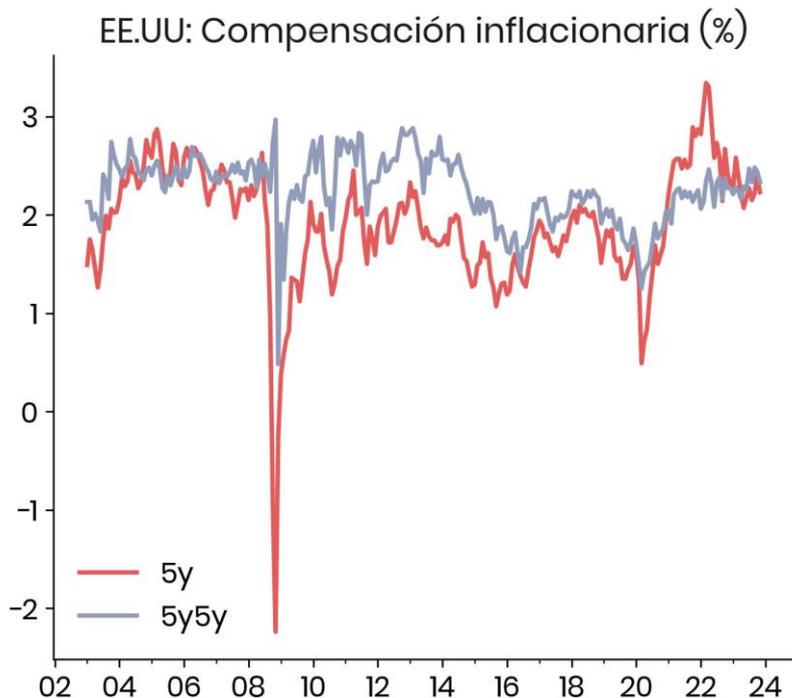
Los modelos de arbitraje muestran que las tasas de octubre se veían por sobre los valores justos. La última caída es consistente con la trayectoria de los episodios en donde ha habido movimientos abruptos al alza. Para mantener estos niveles la historia sugiere que una actividad más moderada es necesaria.



Las últimas lecturas de inflación han sido favorables, y los indicadores de precios sugieren que presiones deflacionarias para el futuro se mantienen. Con todo, la inflación subyacente sigue elevada, por lo que los Bancos Centrales se mantendrían cautelosos por el momento.

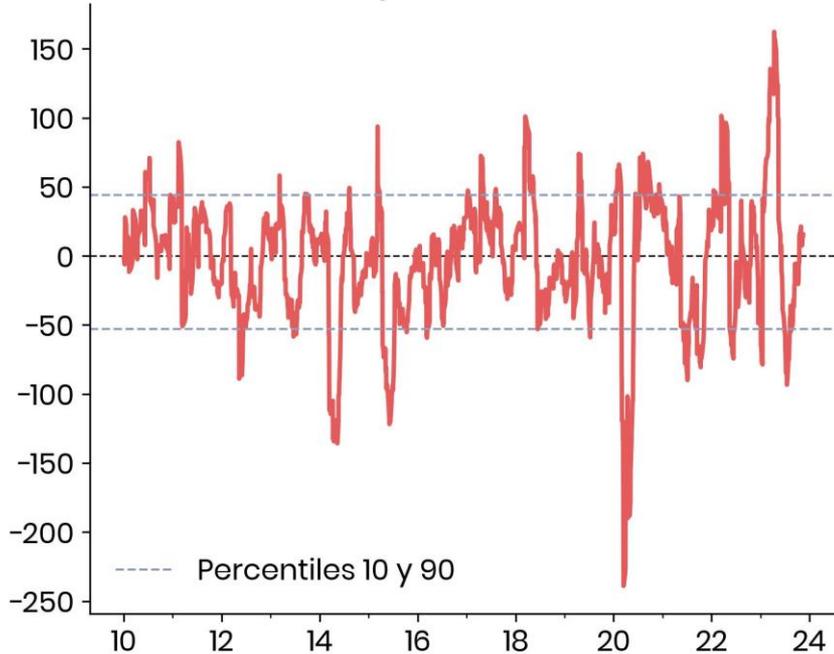


Con todo, las compensaciones inflacionarias se han mantenido contenidas, mientras que las primas por plazo se han movido algo al alza. Estas últimas, no obstante, siguen bajas, por lo que no se descarta niveles de tasas que se mantienen más altas gracias a primas por plazo que siguen subiendo.

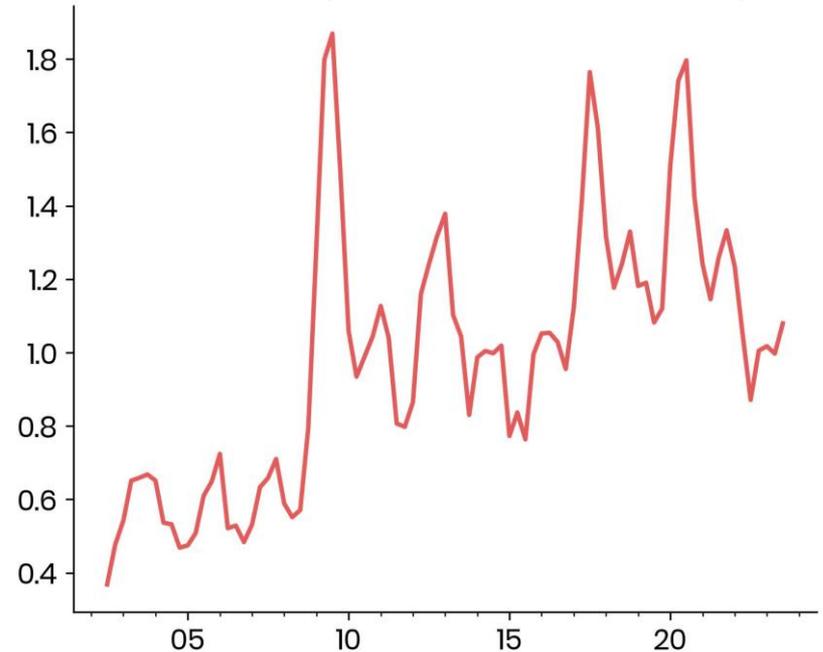


Por el lado de China, las perspectivas se han recuperado de la mano de novedades en torno a más estímulos de la autoridad y datos por sobre lo esperado. Con todo, los riesgos vienen por el lado del mercado inmobiliario y confianza de los inversionistas.

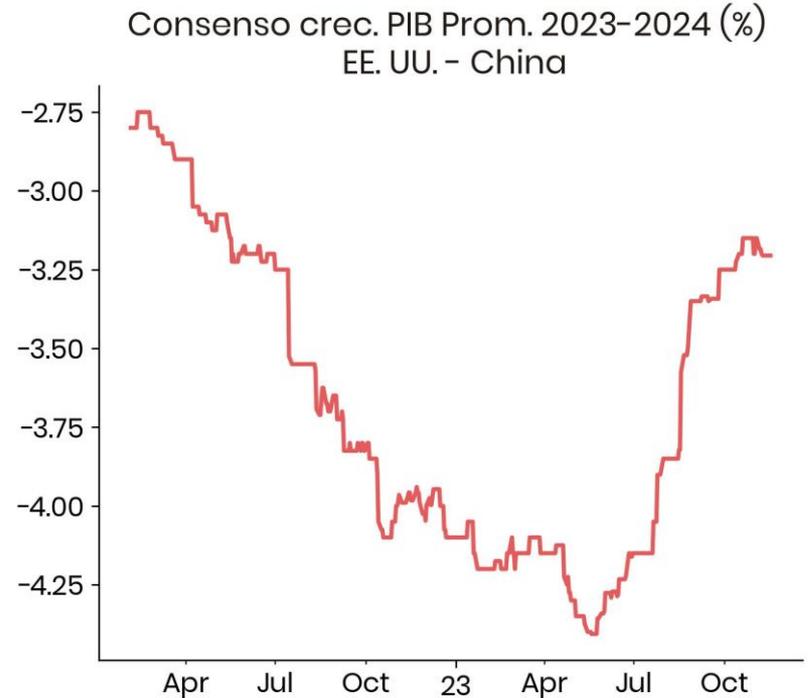
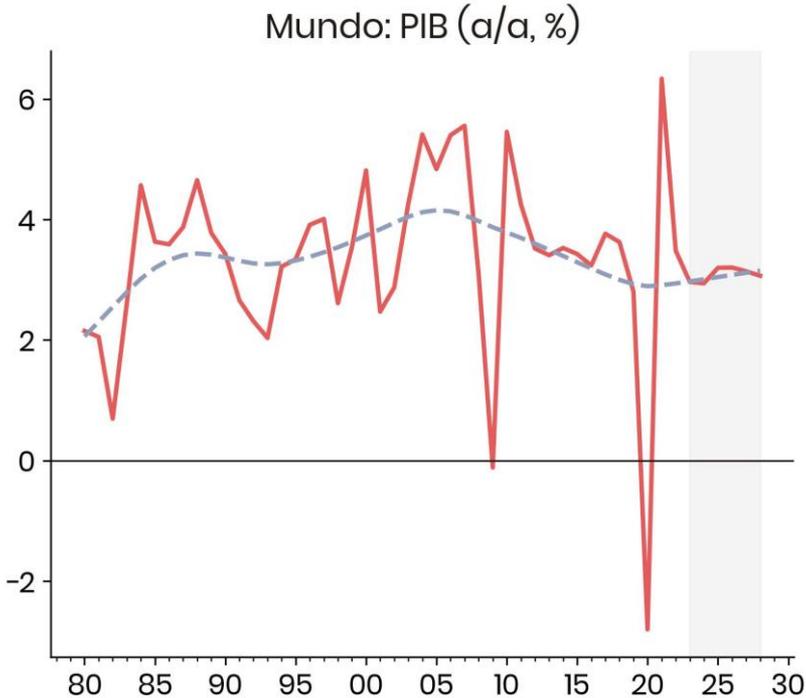
China: Sorpresas económicas



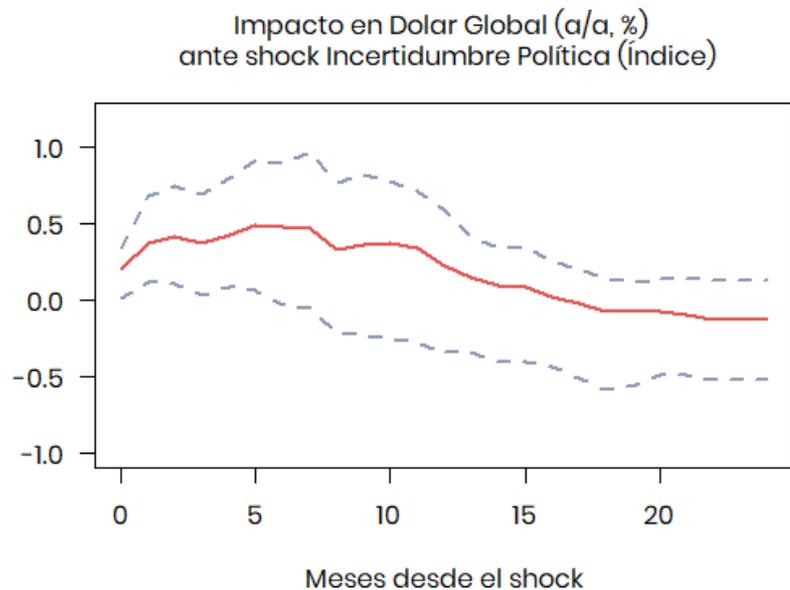
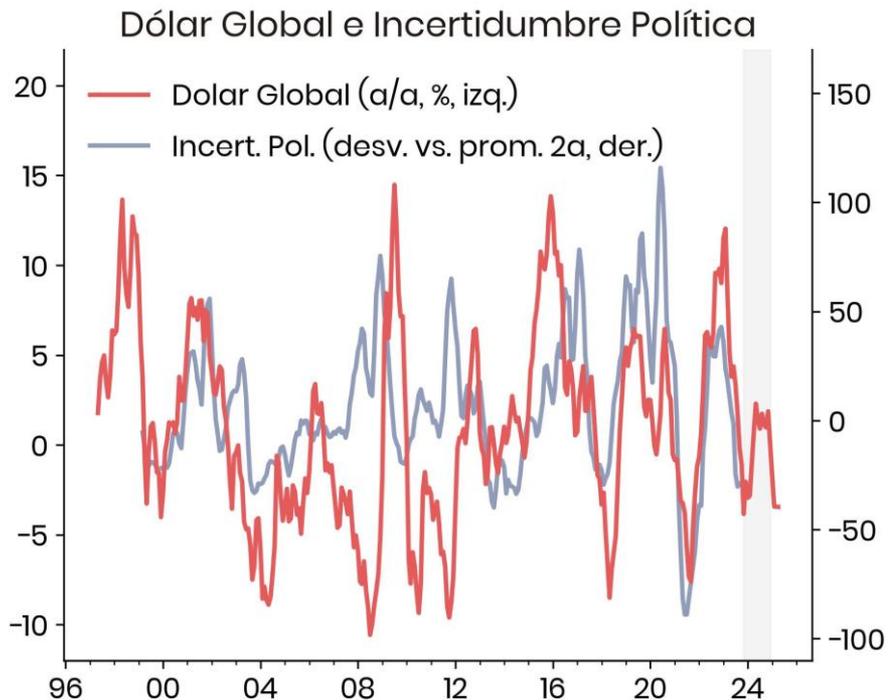
China: TSF (% PIB, SA, 3m Prom. Móvil)



Así, se tiene un 2024 que vería un mundo creciendo a un nivel más bajo, cerca del potencial, principalmente dada la desaceleración que se anticipa en EE. UU. No obstante, algo positivo es que estaríamos en el punto de inflexión del ajuste de las perspectivas entre EE. UU. y mercados emergentes.

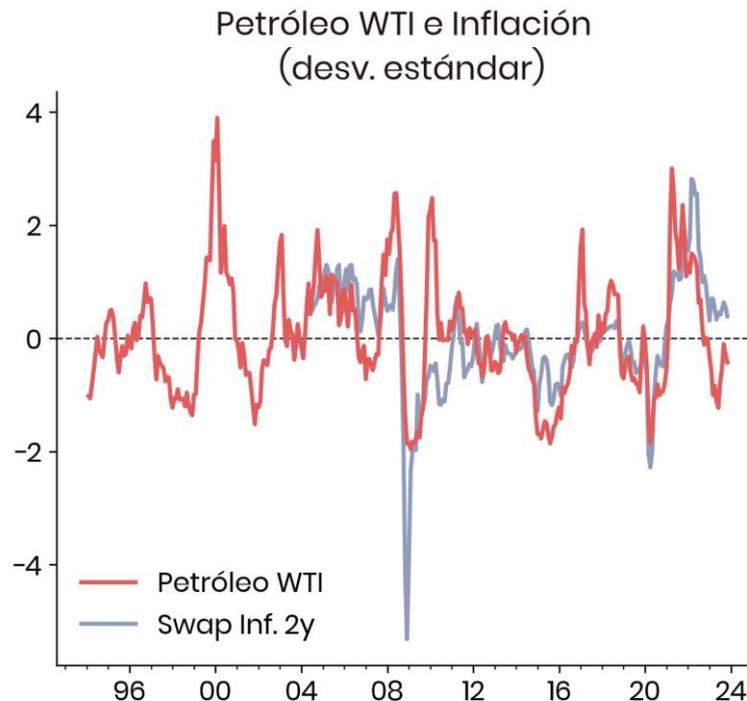
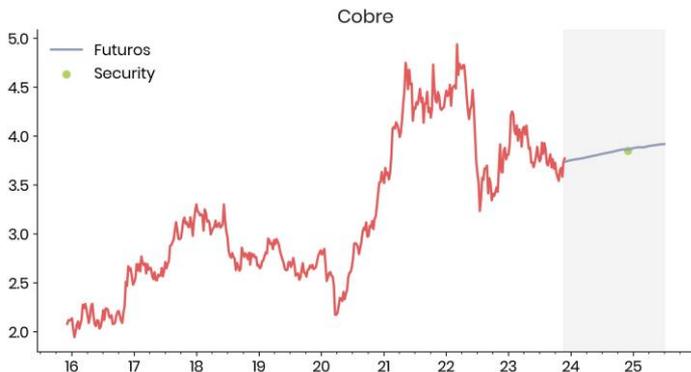
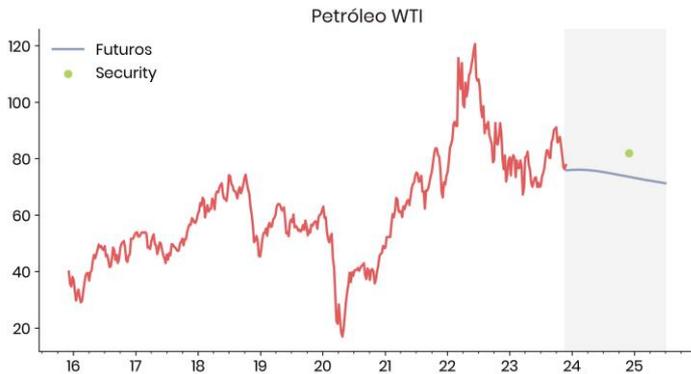


Se mantiene la expectativa de una depreciación adicional para el dólar global, de la mano de menores presiones para las tasas en EE. UU. y una divergencia en el crecimiento mundial que se estabiliza. Los riesgos para este escenario podrían venir por el lado de los riesgos geopolíticos.



Shock corresponde a un aumento de 25 puntos en el índice.

Las materias primas se mantendrían estables, acompañadas de la desaceleración global, permitiendo que las expectativas inflacionarias en los países desarrollados sigan ancladas y con ello manteniendo a raya los riesgos para el escenario externo de la región.



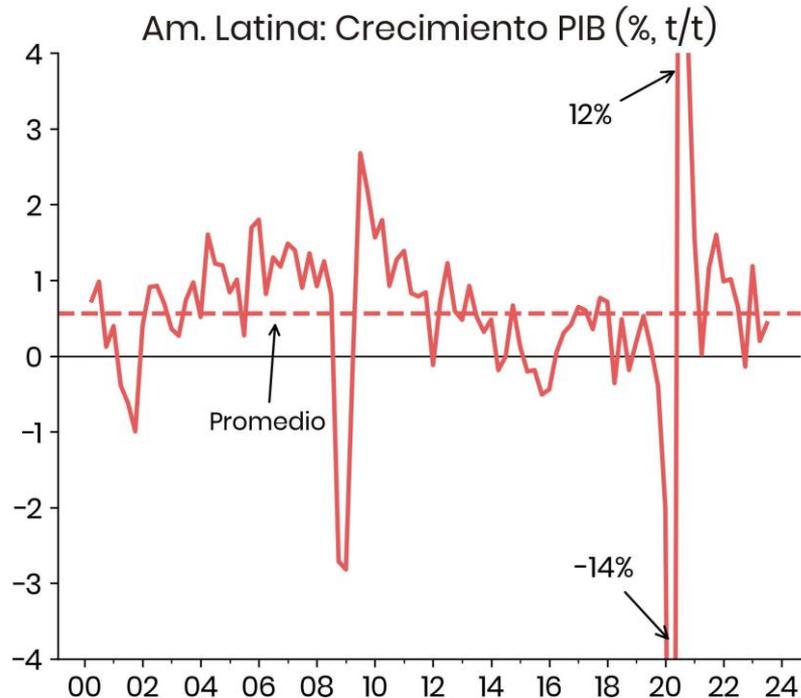
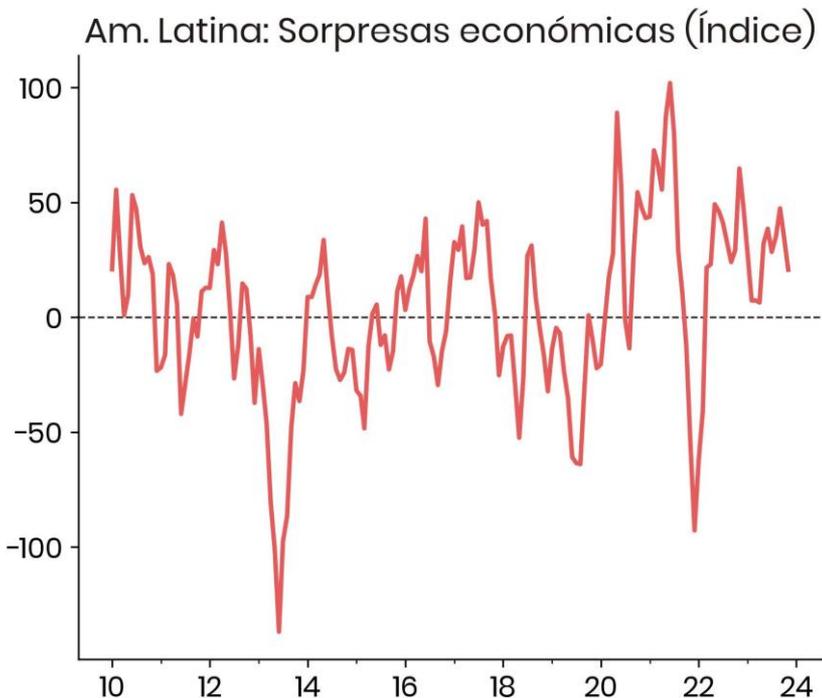
En Latinoamérica, el crecimiento de las principales economías se ralentizaría ante posturas de política económica que se mantendrían desafiantes.

- De la mano de un sector externo más favorable y una demanda interna más resiliente, las economías de la región han sorprendido al alza en los últimos meses y **el 2023 cerraría el año algo mejor que lo anticipado previamente, principalmente gracias a las sorpresas al alza en México y Brasil.**
- **Para 2024, se mantiene la expectativa de un crecimiento que se volvería más débil, perspectiva que se ve consolidada ante el ajuste neto de las condiciones financieras del último trimestre,** de la mano de las condiciones externas más desfavorables. A pesar de la devolución que hemos visto en noviembre, **el nivel agregado de las condiciones financieras se mantiene restrictivo.**
- Asimismo, **el impulso que se anticipa por el lado de los términos de intercambio es más bien plano o levemente negativo** para las economías exportadoras de metales.
- En general cuesta pensar en un desempeño de la actividad más favorable ante ambas posturas de política que serían desafiantes. **La posición fiscal restaría al crecimiento.**
- **Parte de esto ya es patente en la moderación del crédito total que han sufrido las economías,** en particular en Chile y Colombia, aunque en términos relativos, la región se ha movido de manera similar a otros países emergentes, con excepción de Asia.
- **Al mismo tiempo, se mantienen debilidades estructurales, sobre todo en términos relativos.** Los desafíos de baja inversión, baja productividad y un endeudamiento desfavorable no mejorarían sustancialmente durante 2024.

Las políticas monetarias se relajarían con una tracción mayor ante una evaluación favorable de la inflación y riesgos cambiarios que no se materializan.

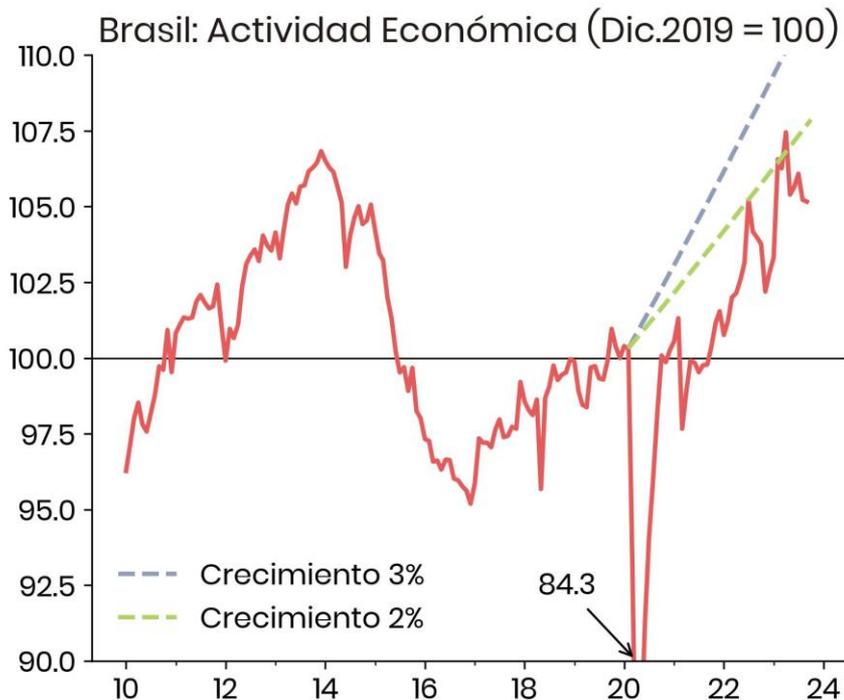
- **En el corto plazo uno de los factores que entregaría un soporte a las perspectivas de la región es el carácter más bien acotado en la incertidumbre política**, con elecciones solo en México, lo que mantendría la divergencia versus el resto del mundo.
- Al contrario, **uno de los principales vientos en contra del último tiempo es la depreciación significativa de las monedas para algunos países**, que de renovarse podría mantener la tensión respecto al impacto en las expectativas de inflación y la trayectoria de la política monetaria.
- **A la fecha se tiene monedas en términos reales que mantienen desequilibrios en torno al 10%, con una sobre apreciación en el caso de México y Perú, y una depreciación en el caso de Chile, Brasil y Colombia**. Aunque en el caso de estos últimos dos países, la brecha se ha ido cerrando o mantenido estable en el último trimestre. Chile parece una excepción.
- Con todo, **la inflación ha continuado moderándose en todos los países**, aunque algo más lento en las inflaciones subyacentes. En este sentido, un desarrollo agresivo de El Niño podría generar riesgos al alza.
- **No obstante, las expectativas de inflación se han seguido moviendo a la baja y se encuentran muy cerca de la meta en el caso de Brasil y Chile**. De igual manera, las expectativas de largo plazo del mercado se han seguido moviendo a la baja y se encuentran en los niveles promedio de los últimos años, con excepción de Colombia.
- **El mercado anticipa una trayectoria de la política monetaria que continuaría con los recortes de tasa, de la mano de las menores inflaciones y niveles en términos reales que son altos históricamente y relativo a otras regiones emergentes.**

De la mano de un sector externo más favorable las economías de la región han logrado seguir sorprendiendo al alza en los últimos meses y el PIB al tercer trimestre ha seguido creciendo a una tasa sobre los promedios.



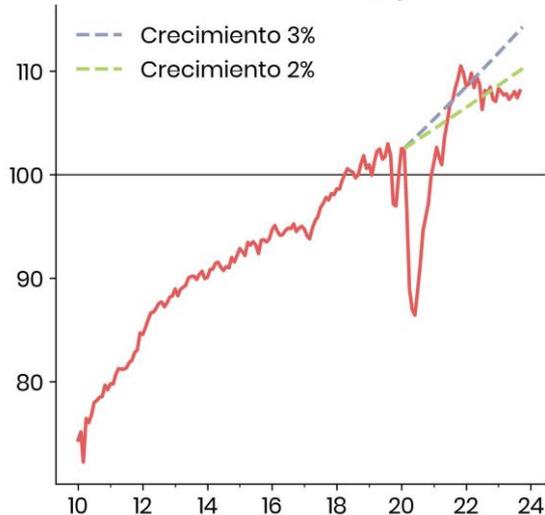
* Promedio ponderado por tamaño del PIB del crecimiento de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. 3T23 proyectado.

El crecimiento de México ha continuado constante, mientras que el de Brasil se ha estancado en los últimos meses.

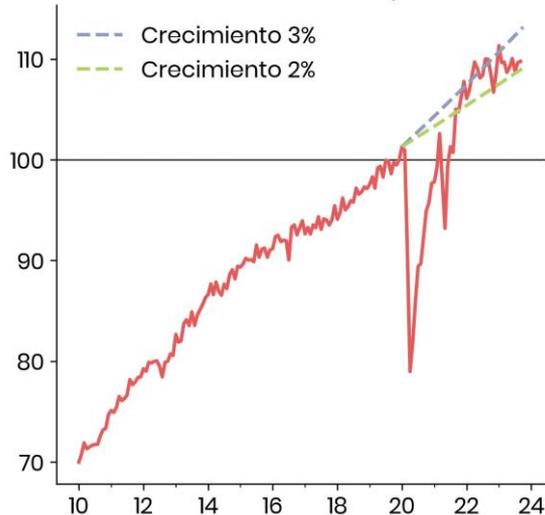


En Chile y Perú las economías se encuentran planas desde principios del 2023. Por su parte, en Colombia el indicador de actividad mensual se mantiene con un crecimiento robusto.

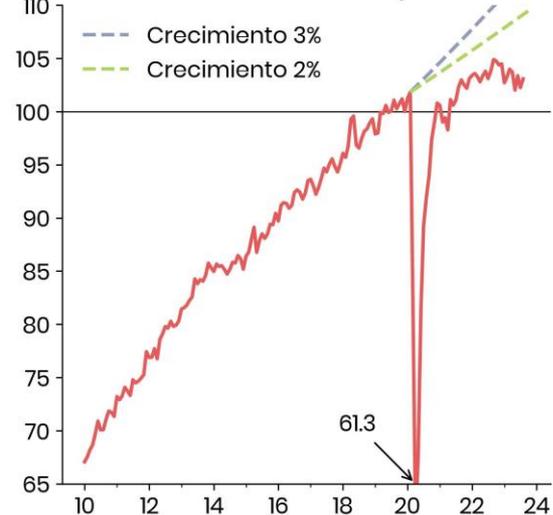
Chile: Actividad Económica (Dic.2019 = 100)



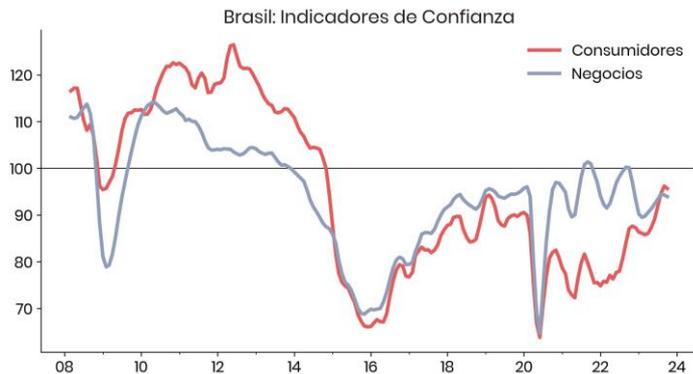
Colombia: Act. Económica (Dic.2019 = 100)



Perú: Actividad Económica (Dic.2019 = 100)



La confianza de los consumidores continúa negativa, aunque recuperándose. La de los negocios sigue sólida en Colombia, estable en Brasil, negativa en Chile y mejorando levemente en Perú.



* Series graficadas como el promedio móvil trimestral. En Chile las líneas punteadas representan el promedio de los índices para esa ventana de tiempo.

El impulso que se anticipa por el lado de los términos de intercambio es más bien plano o levemente negativo para las economías exportadoras de metales.

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

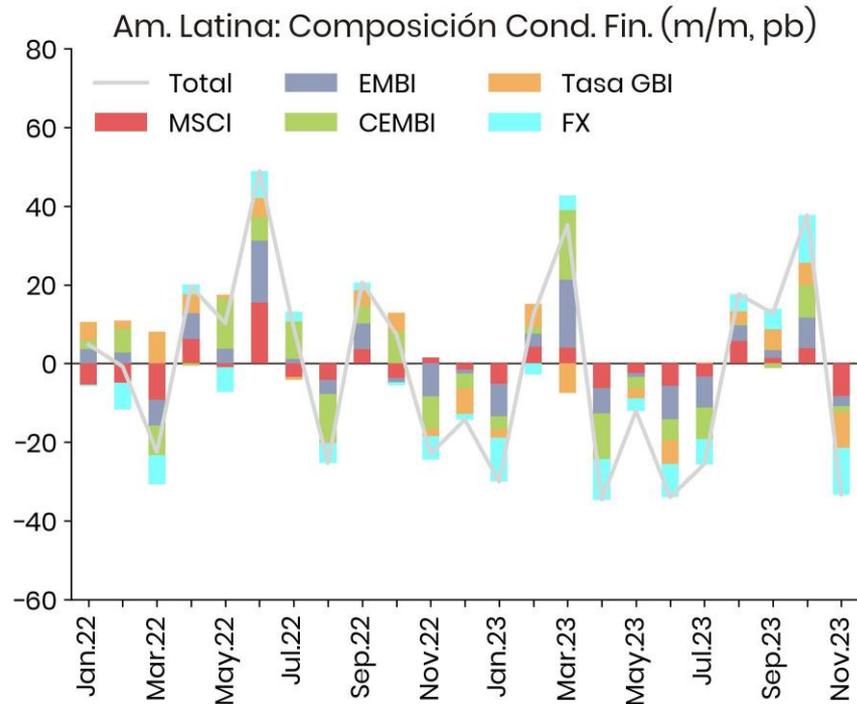
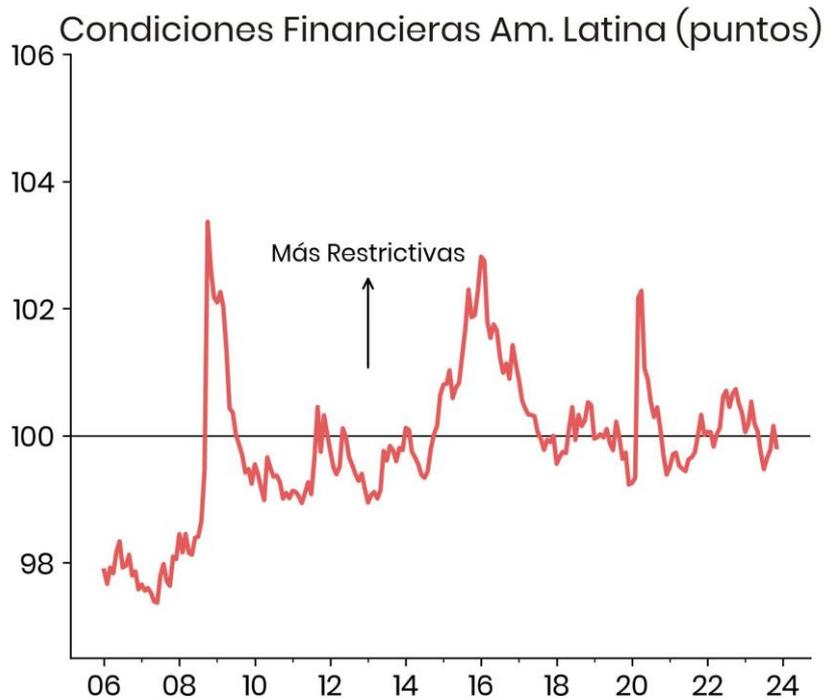


Perú: Términos de Intercambio
(Índice, 2018=100)

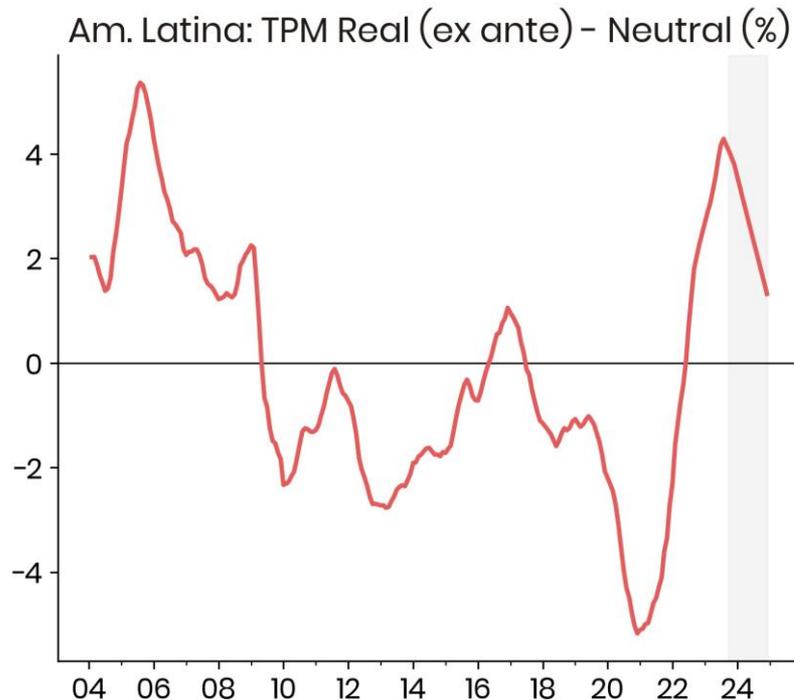
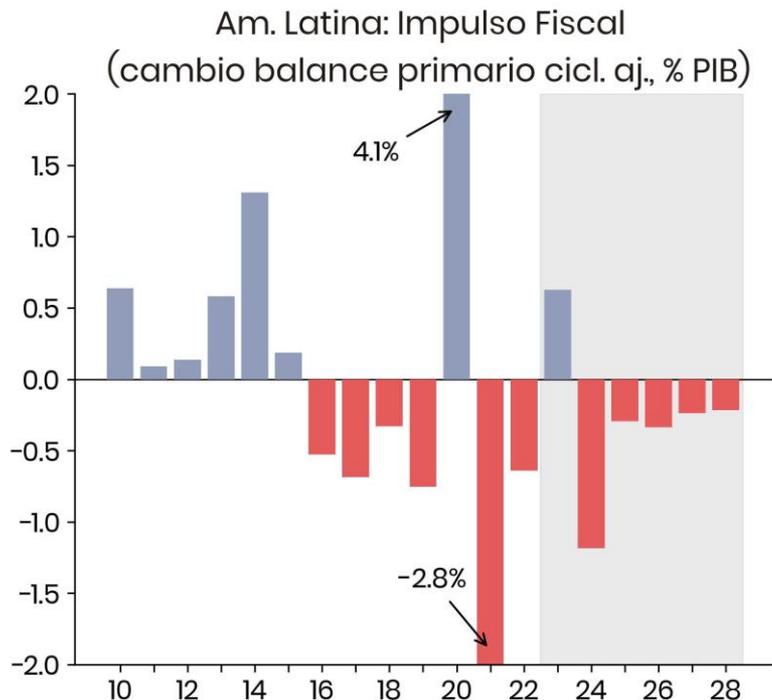


*Variación anual

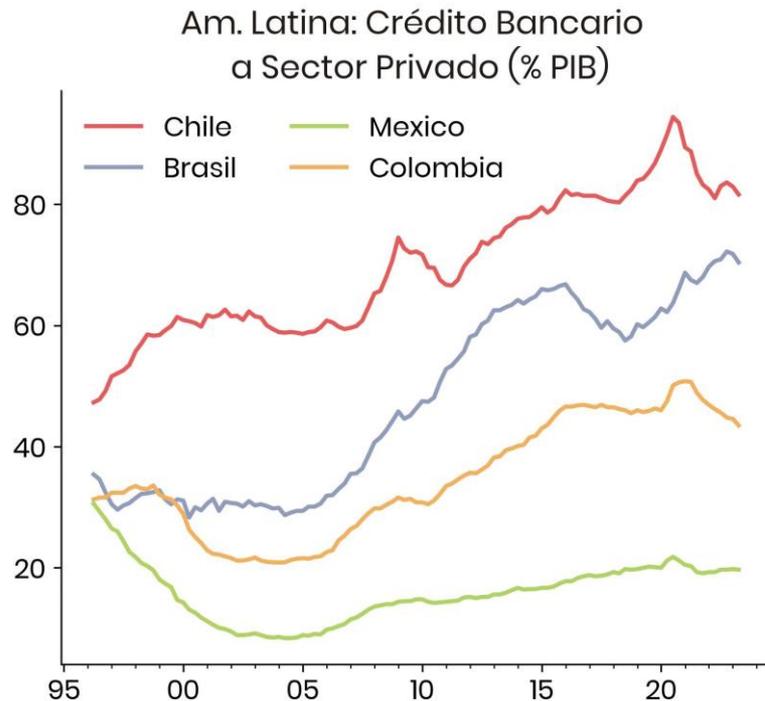
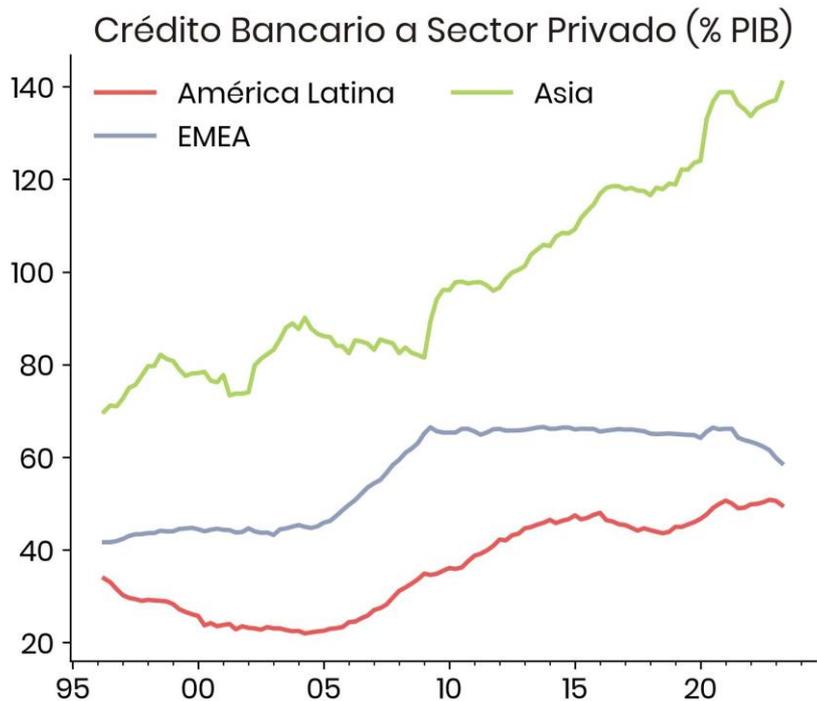
Las condiciones financieras se han vuelto más restrictivas en el neto en el último trimestre, con un peak alcanzado en octubre de la mano de las condiciones externas más desfavorables. Con todo, a pesar de la devolución que hemos visto en noviembre, el nivel agregado de las condiciones financieras se mantiene poco favorable.



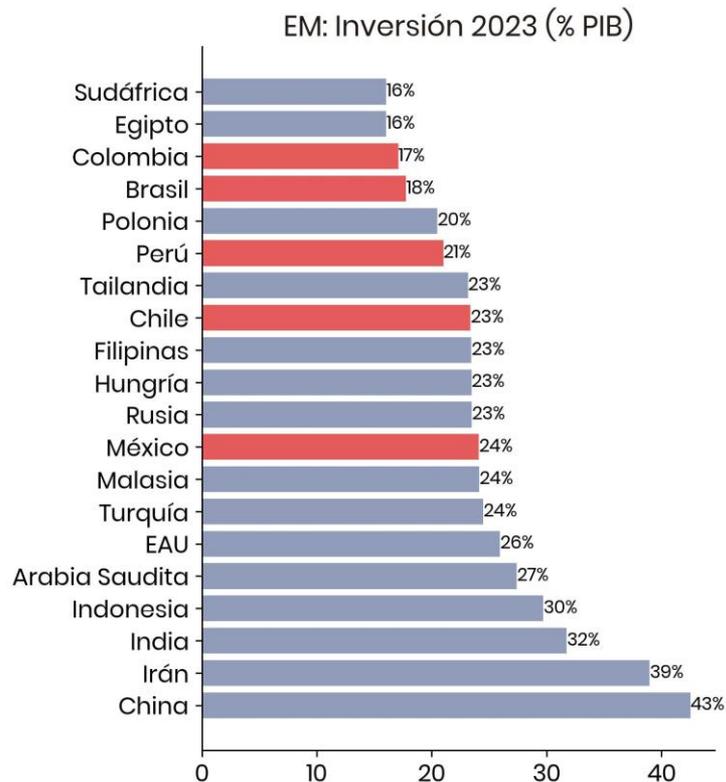
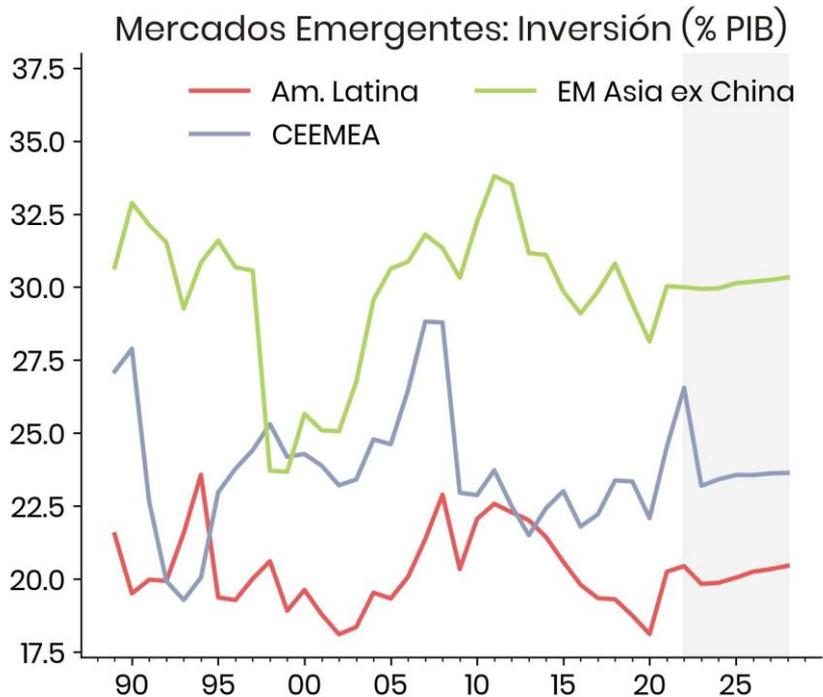
El desempeño débil de la actividad respondería a impulsos de política negativos. La posición fiscal restaría al crecimiento el próximo año. Por su parte, la postura de política monetaria parte de un nivel altamente restrictivo que solo se relajaría parcialmente a lo largo del año.



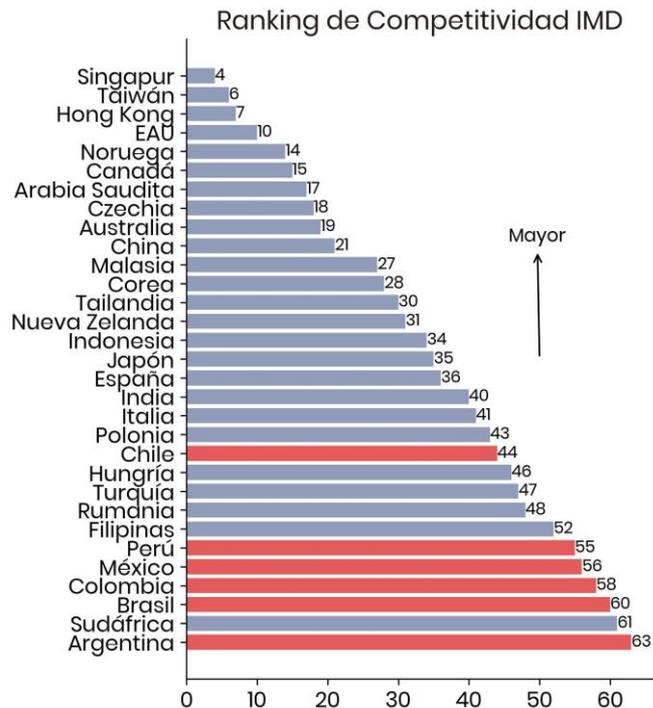
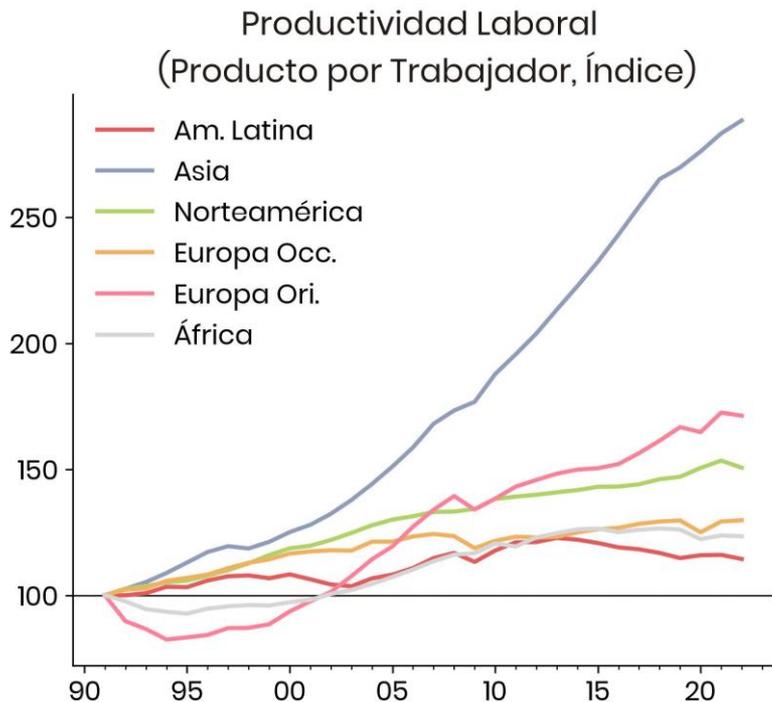
Las posturas de política monetaria más restrictivas han llevado a una moderación del crédito total que reciben las economías que se ve más patentemente en los últimos trimestres, en particular en Chile y Colombia. En términos relativos, la región se ha movido de manera similar a otros países emergentes con excepción de Asia.



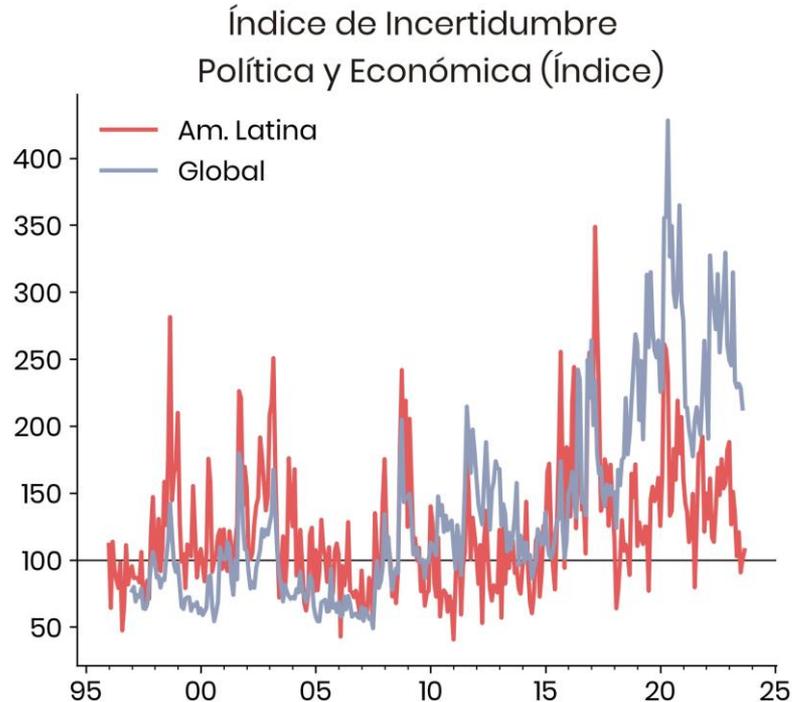
No anticipamos una mejora sustancial en los elementos estructurales detrás del menor desempeño de la región versus otras regiones emergentes. La inversión como porcentaje del PIB caería el próximo año, manteniendo la posición relativa desfavorable.



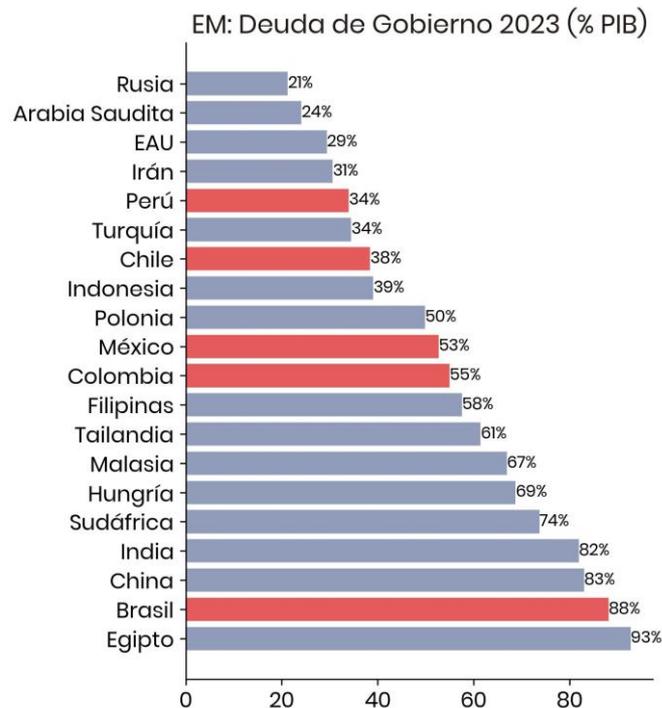
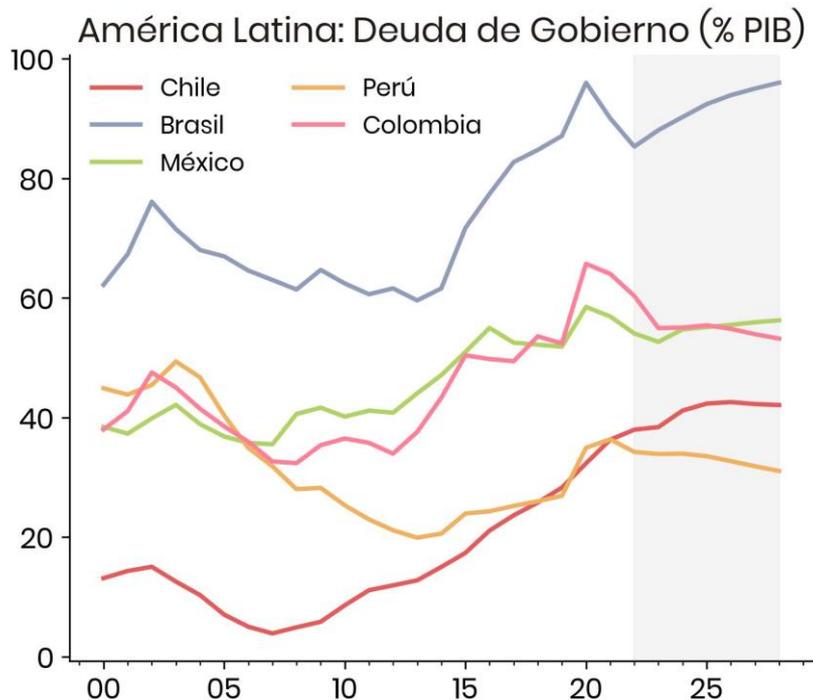
Es difícil pensar en cambios significativos en la productividad de la región en el corto plazo que entreguen un impulso de crecimiento mayor.



En el corto plazo uno de los factores que entregaría un soporte a las perspectivas de la región es el carácter relativo más bien favorable en términos de incertidumbre política. En México, donde hay elecciones, el resultado parece con un riesgo acotado. La excepción es Argentina, donde existe un riesgo alto en la implementación del programa político del gobierno recién electo.



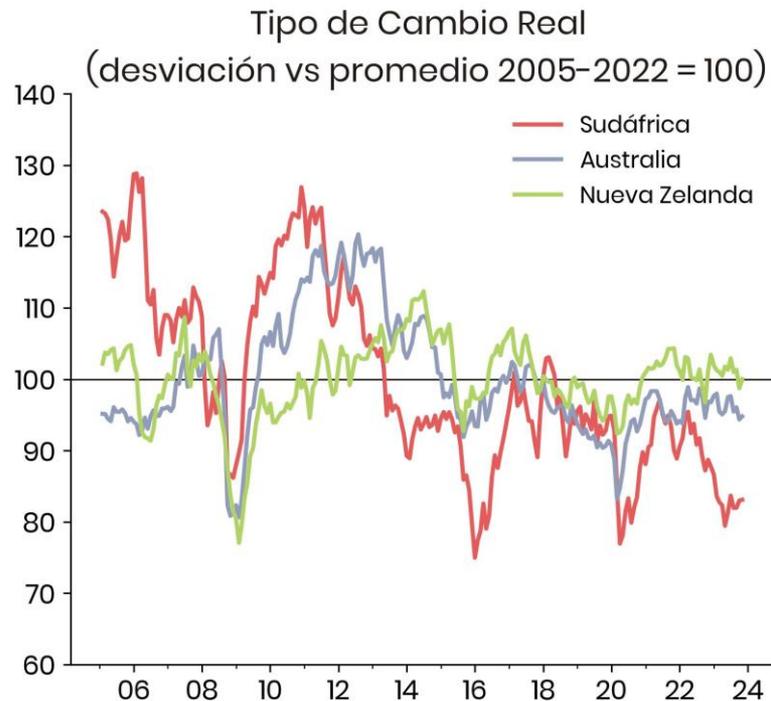
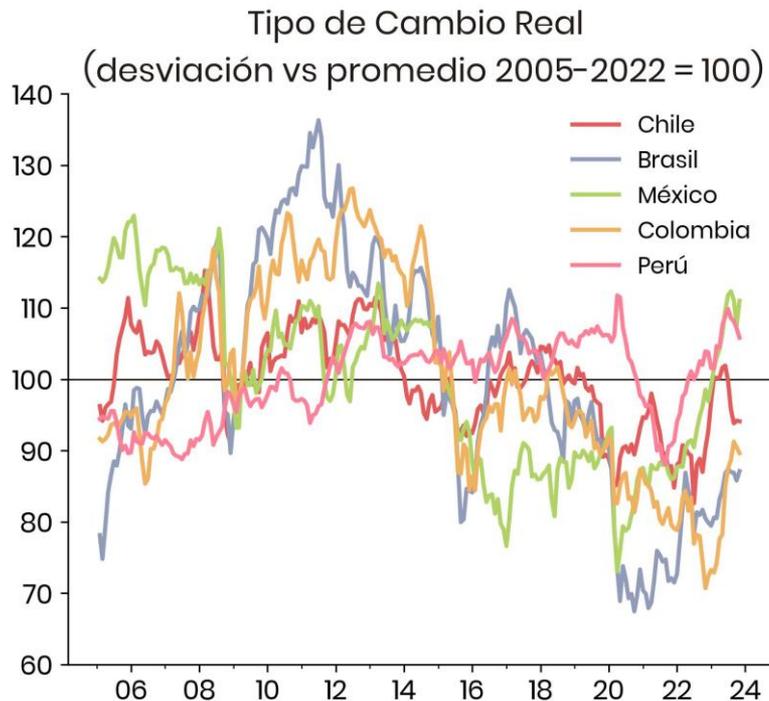
Otro de los desafíos de largo plazo es el aumento de la deuda pública. Sin embargo, la deuda de gobierno en términos relativos se ve favorable para la mayoría de los países de la región, con excepción de Brasil.



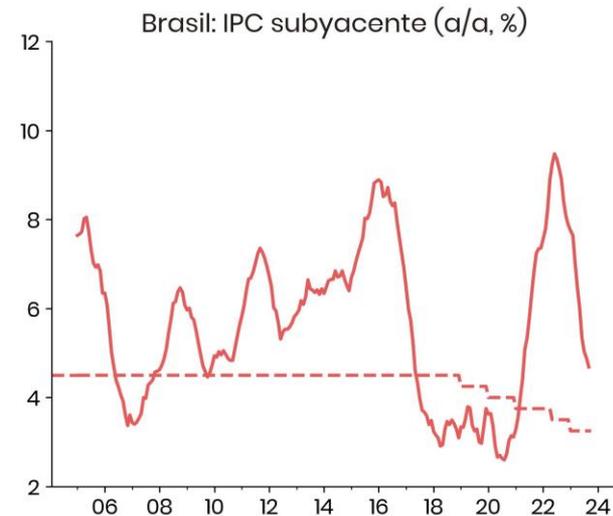
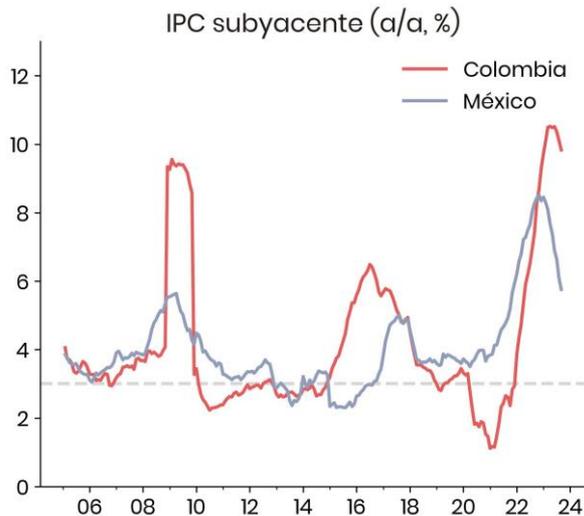
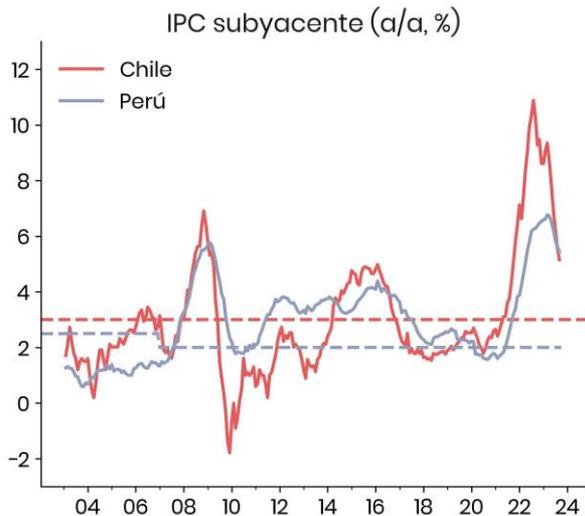
El 2023 cerraría el año algo mejor que lo anticipado previamente, gracias a las sorpresas al alza en México y Brasil. Para 2024, se mantiene la expectativa de un crecimiento que sigue débil.

PIB (var % a/a)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	9,2	5,2	-2,5	-1,0
Brasil	4,7	2,9	2,5	1,8
Chile	12,0	2,4	0,0	1,5
Colombia	9,5	7,5	1,5	2,0
México	5,3	3,1	3,0	2,0
Perú	12,9	2,7	0,5	2,5
Am. Latina	6,7	3,6	1,8	1,6

Las monedas en términos reales mantienen desequilibrios en torno al 10%, con una sobre apreciación en el caso de México y Perú, y una sobre depreciación en el caso de Chile, Brasil y Colombia. En el caso de estos últimos dos países, la brecha se ha ido cerrando o mantenido estable en el último trimestre. Chile parece una excepción.

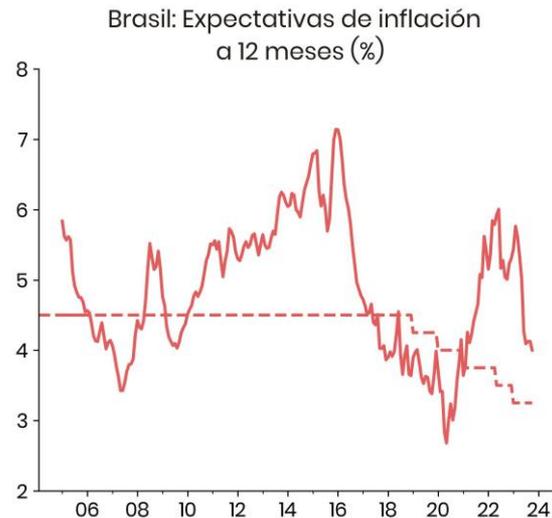


La inflación ha continuado moderándose en todos los países, aunque las inflaciones subyacentes aún se mantienen por sobre los niveles meta, sobre todo en el caso de Colombia.



*Líneas punteadas indican meta de inflación.

Con todo, las expectativas de inflación del consenso se han seguido moviendo a la baja y se encuentran muy cerca de la meta en el caso de Brasil y Chile. El más alejado es Colombia.



*Líneas punteadas indican meta de inflación.

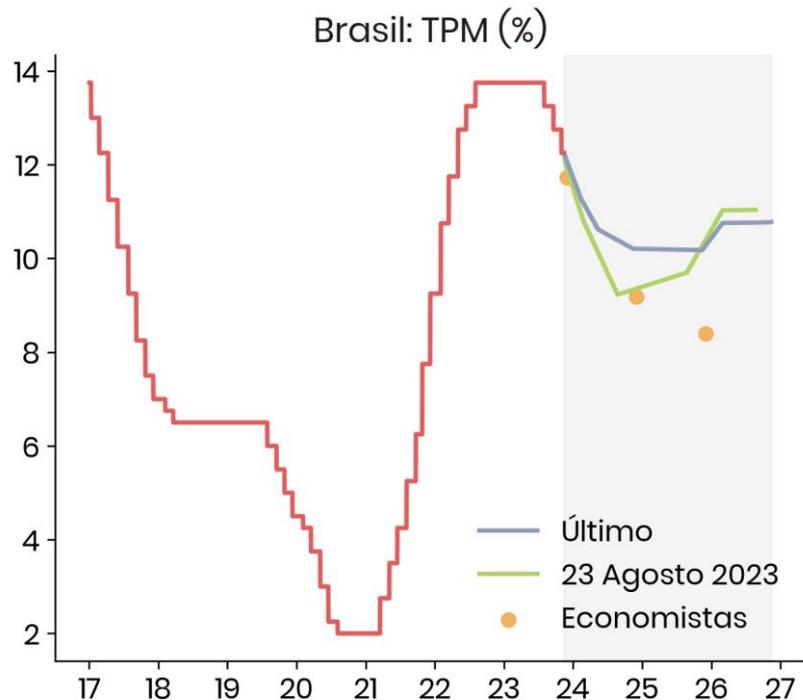
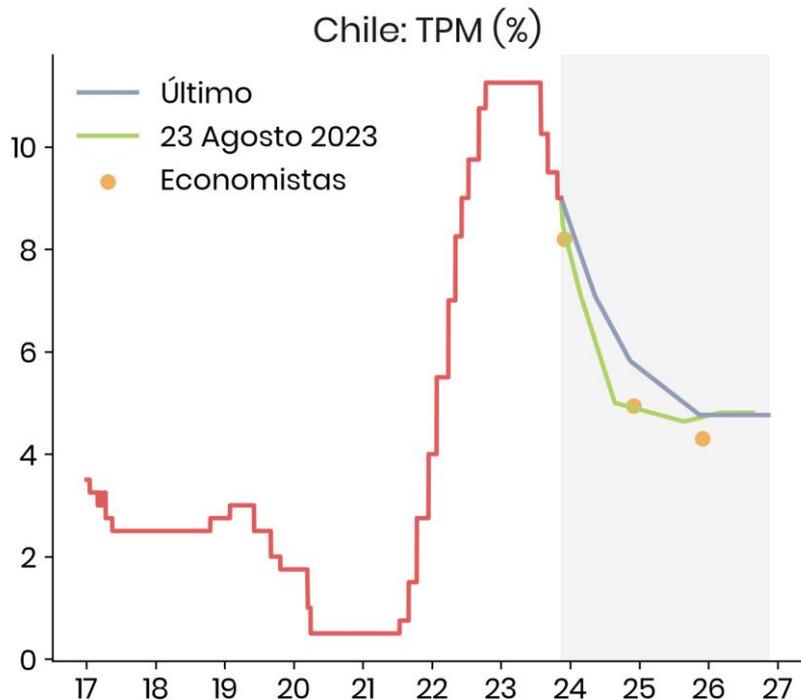
Asimismo, las expectativas de largo plazo del mercado se han seguido moviendo a la baja y se encuentran en los niveles promedio de los últimos años, con excepción de Colombia, donde todavía se mantiene un desvío importante.



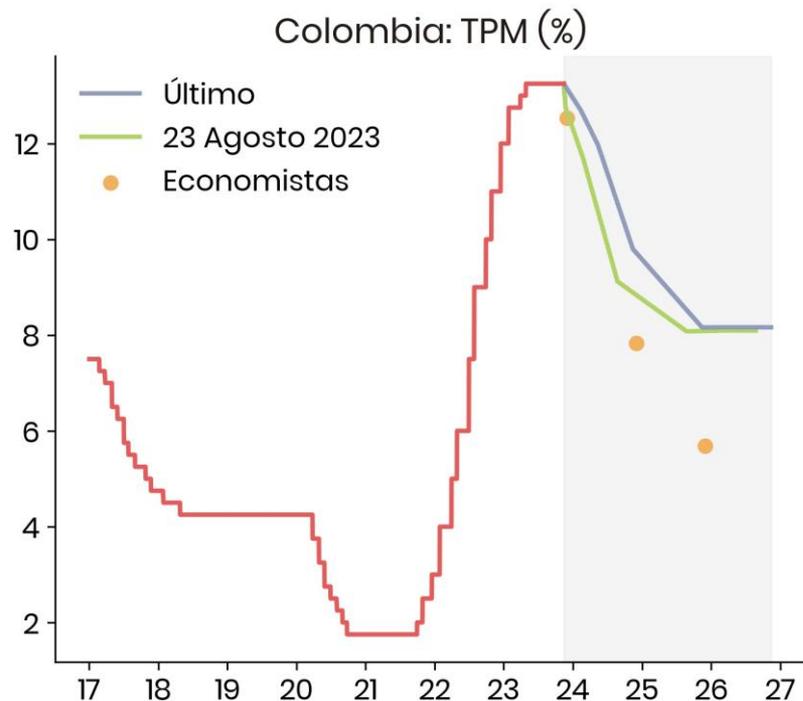
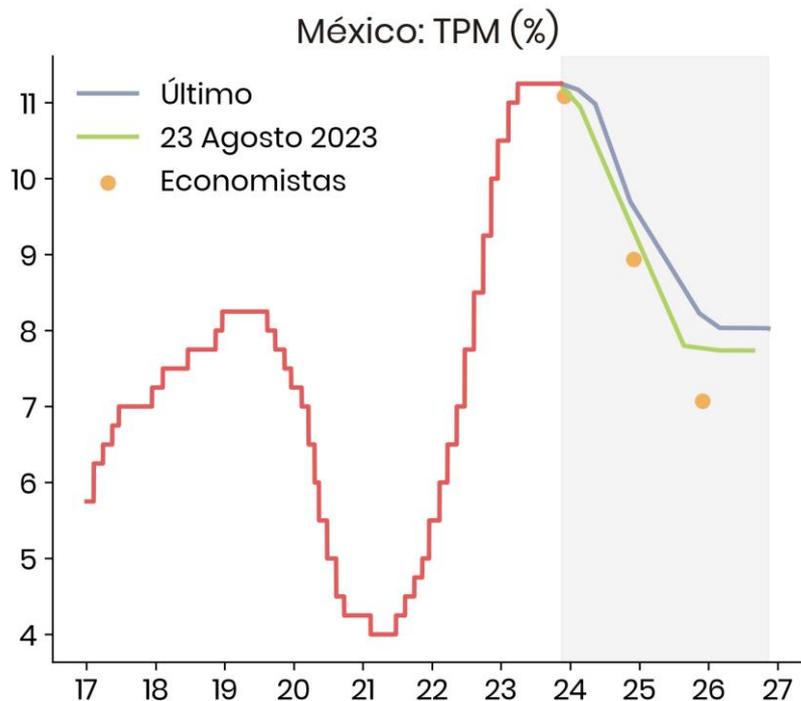
La inflación ha evolucionado de acuerdo a lo esperado en todas las economías, con esto se mantiene la expectativa de inflaciones que vuelven o se acercan bastante a las metas durante 2024.

IPC (var %, fin de período)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	51	95	180	180
Brasil	10,1	5,8	5,0	4,0
Chile	7,2	12,8	4,0	3,0
Colombia	5,6	13,1	9,0	5,0
México	7,4	7,8	4,7	4,0
Perú	6,4	8,5	4,0	2,8

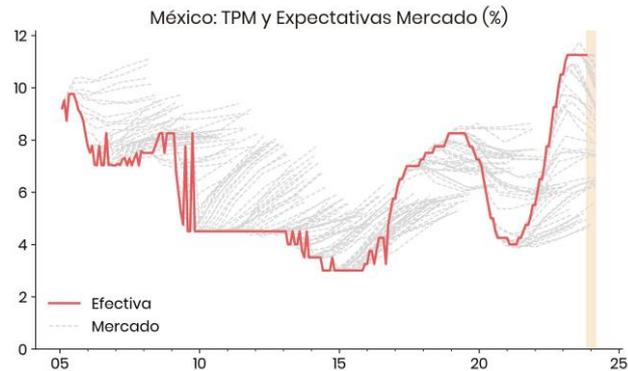
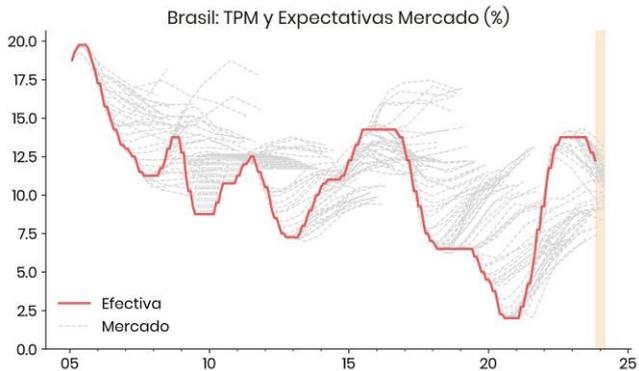
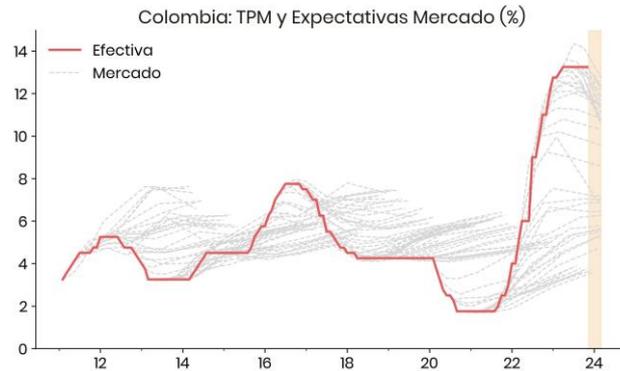
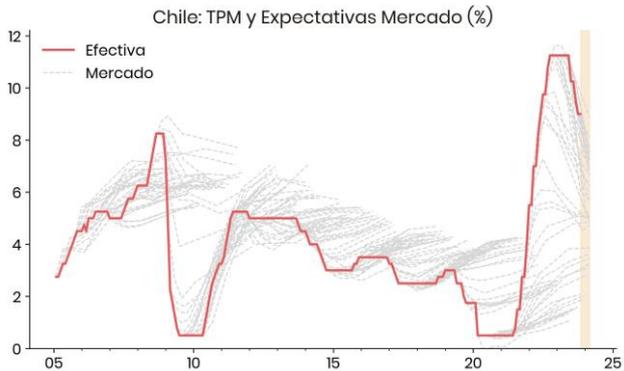
El mercado anticipa una trayectoria de la política monetaria que continuaría con los recortes de tasa de la mano de las menores inflaciones. En el último trimestre el mercado se ajustó hacia un nivel de menor expansividad, de la mano del escenario externo y la dinámica de actividad en EE. UU. (1/2)



El mercado anticipa una trayectoria de la política monetaria que continuaría con los recortes de tasa de la mano de las menores inflaciones. En el último trimestre el mercado se ajustó hacia un nivel de menor expansividad, de la mano del escenario externo y la dinámica de actividad en EE. UU. (2/2)



Con todo, el mercado históricamente ha tendido a anticipar una trayectoria de tasas más altas por más tiempo, en todos los países.



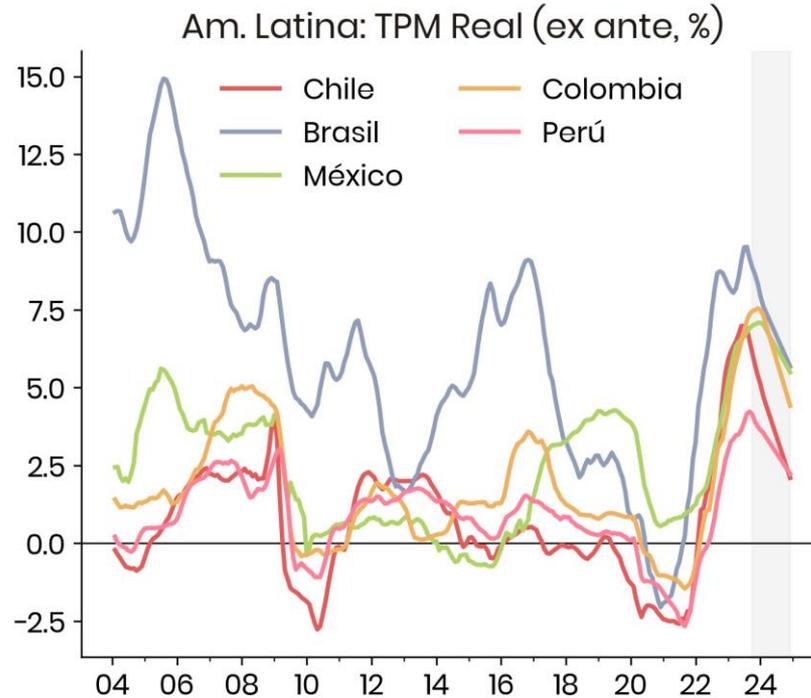
Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Las tasas de política terminarían el año levemente por sobre lo anticipado previamente y se seguirían moviendo, a un ritmo heterogéneo, hacia niveles neutrales durante 2024.

TPM (% , cierre)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina*	38	75	140	90
Brasil	9,25	13,75	11,75	9,0
Chile	4,0	11,25	8,0	4,5
Colombia	3,0	12,0	12,75	8,0
México	5,50	10,5	11,25	9,0
Perú	2,5	7,5	6,75	4,5

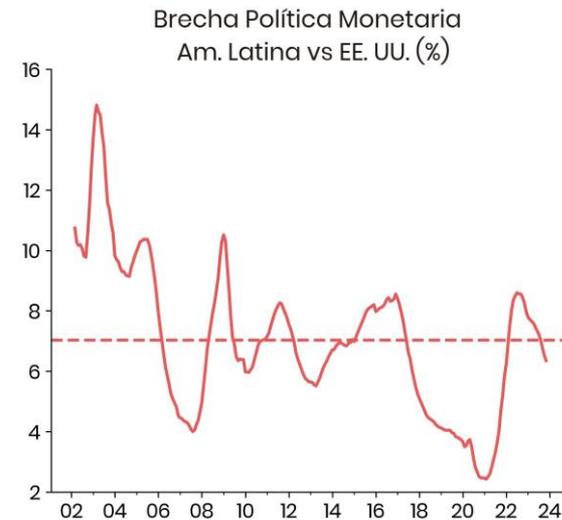
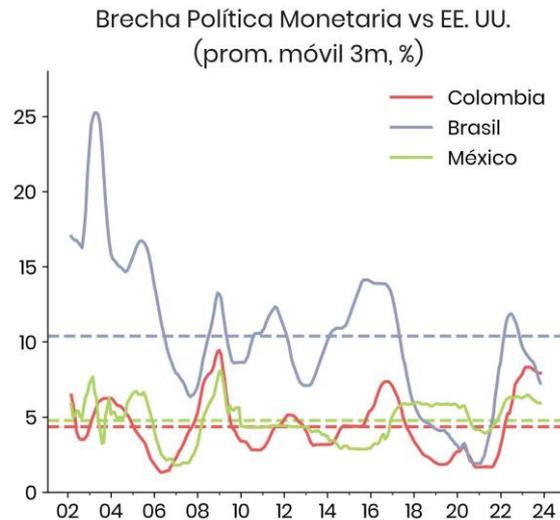
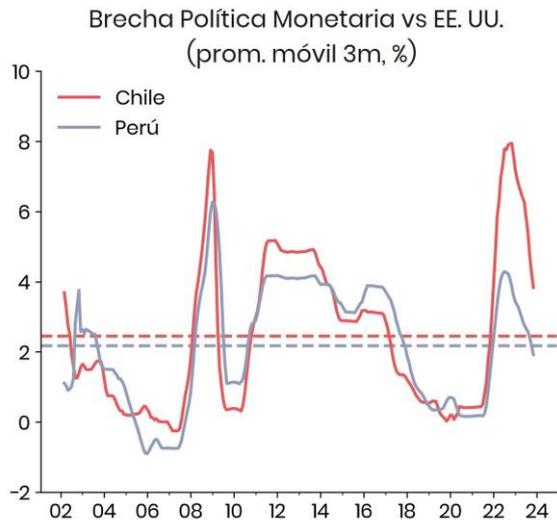
* El 26 de septiembre de 2018 el Banco Central argentino cambió su marco de política a uno que utiliza la base monetaria en lugar de las tasas como referencia.

La tasa de política monetaria en términos reales se mantiene alta y se anticipa que siga en terreno positivo y contractivo por buena parte del 2024.

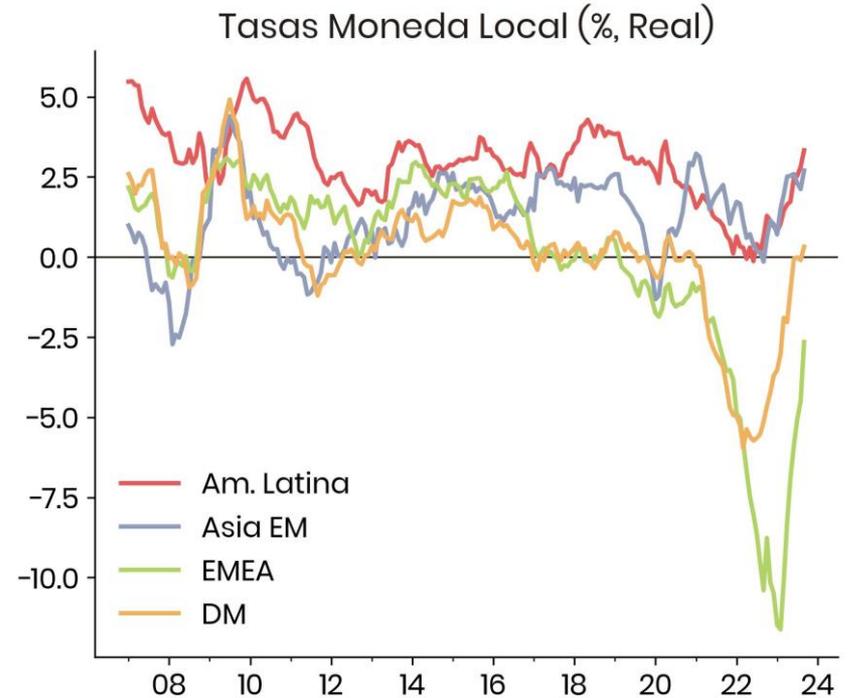
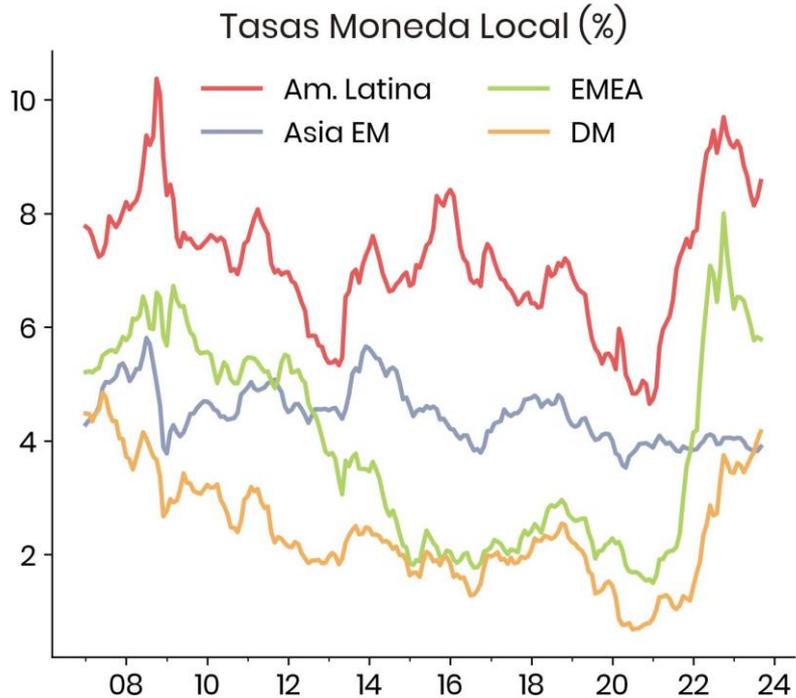


* Tasas de política graficadas como promedio móvil trimestral.

Por otro lado, la brecha entre la política monetaria de los países de la región y EE. UU. se ha movido a la baja marcadamente en Chile, Brasil y Perú, después de haber alcanzado máximos a principios de año. En Colombia aún queda espacio para que esta brecha se mueva hacia niveles promedio.



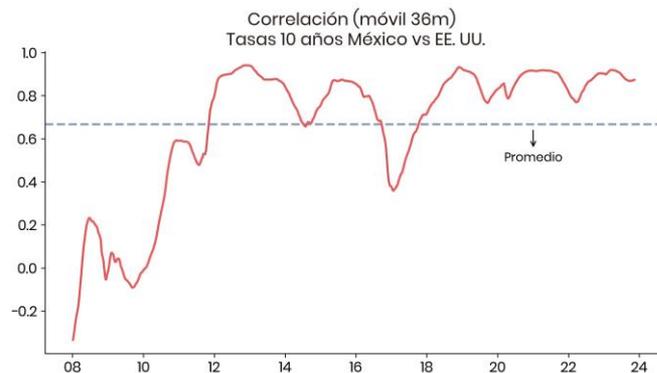
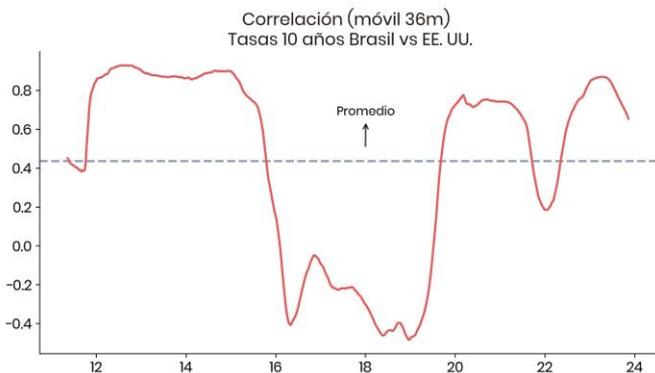
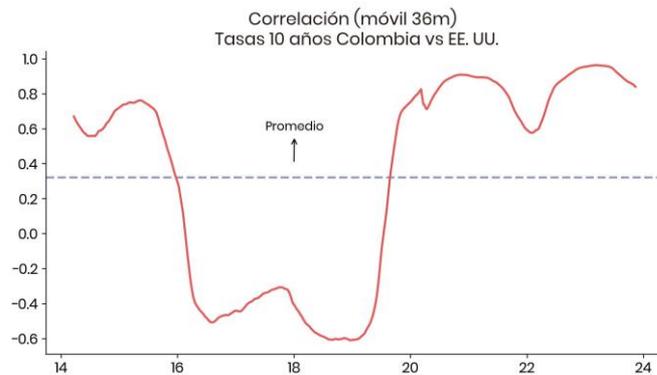
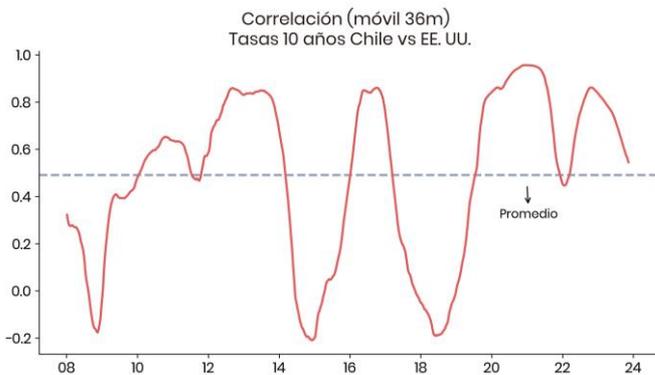
En términos relativos, las tasas de la región en moneda local siguen siendo las más altas. En términos reales se encuentran en niveles similares con las de Asia Emergente y acortando la brecha con las tasas de otros mercados emergentes y los países desarrollados.



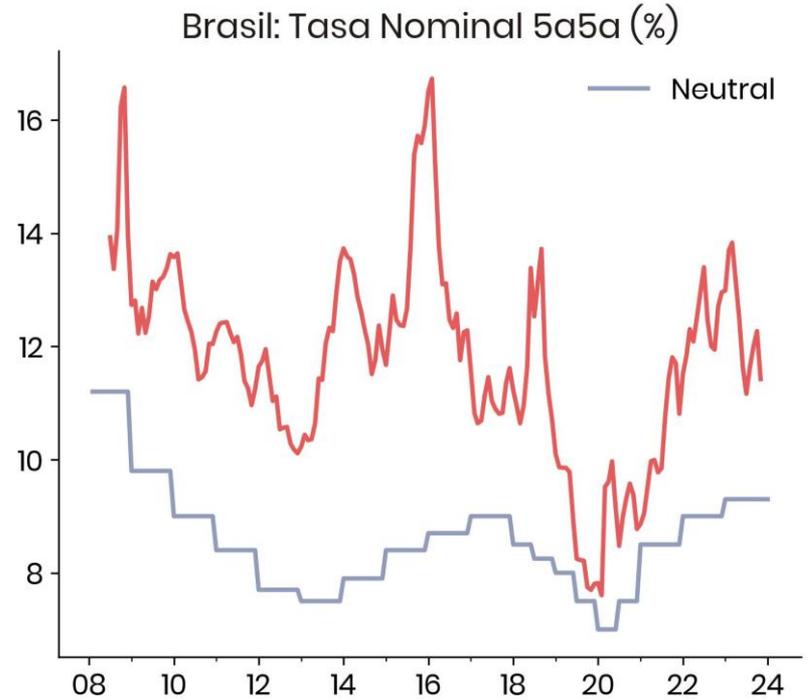
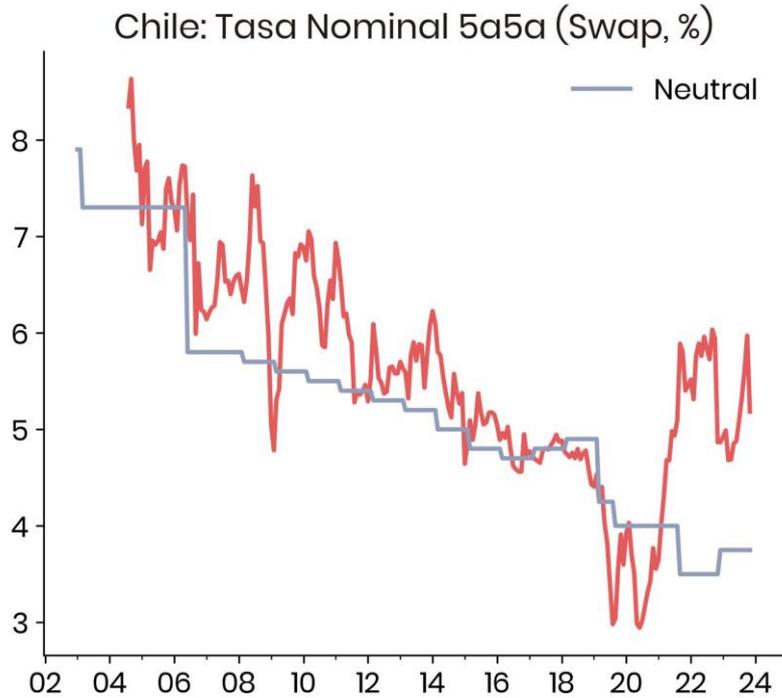
En las curvas locales se ve un nivel de estrés relevante, aunque la dinámica de las primas por plazo mantendría cierto nivel de tensión. En spreads se ve un panorama más desafiante para las clases de mayor riesgo crediticio.

- Las curvas locales se vieron presionadas al alza en el último trimestre en línea con el movimiento internacional, con un movimiento que fue 1:1 en algunos países, por sobre la relación histórica entre las tasas externas y locales. Con esto, **el nivel de estrés en las tasas locales se ve alto, versus las estimaciones de tasas neutrales**. En particular en el caso de Chile, la brecha está por sobre el percentil 75 de la historia de las últimas décadas.
- Con todo, **en el caso de Chile, la primas por plazo se ven bajas, de acuerdo con nuestras estimaciones, a pesar del aumento del último tiempo, así el segmento largo de la curva podría seguir enfrentado presiones ante una normalización de estas**. En el caso de Brasil la prima por plazo se ve por sobre los promedios, por lo que pensamos que una disipación de la tensión en las tasas podría traducirse más fácil en caídas.
- Por su parte, **las bolsas locales se siguen viendo atractivas en términos de valorizaciones versus las bolsas de las otras regiones emergentes**, con distintos múltiplos bajo los promedios históricos. Dentro de la región, el descuento de Chile versus las otras bolsas ha aumentado a la parte más alta del rango desde 2010.
- Los modelos de arbitraje **para los spreads** muestran que en general no hay grandes desvíos, aunque la categoría de mejor calidad crediticia se ve con espacio para compresión, mientras que la de mayor riesgo crediticio presenta espacios para alzas adicionales, así **recomendamos mantener una posición más cauta en los activos más riesgosos**.
- **La depreciación anticipada para el dólar global permitiría que las monedas enfrenten un 2024 menos presionado**, aunque es un riesgo la divergencia de la política monetaria versus EE. UU. en los países que comenzarán o intensificarán los recortes de tasas.

De continuar dándose la corrección a la baja en las tasas externa esto debería repercutir de igual manera en las tasas locales. La relación típica entre las tasas es de 0,4 – 0,5 para Chile, Brasil y Colombia. Mientras tanto en México la relación es más directa.



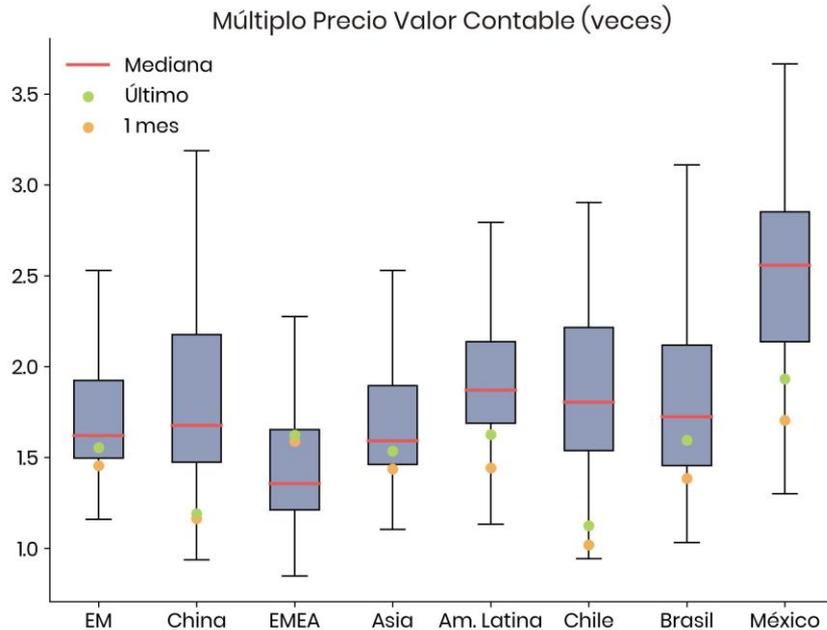
Las tasas de convergencia implícitas en las curvas locales parecen elevadas al comparar con las estimaciones de tasas neutras, sobre todo en Chile.



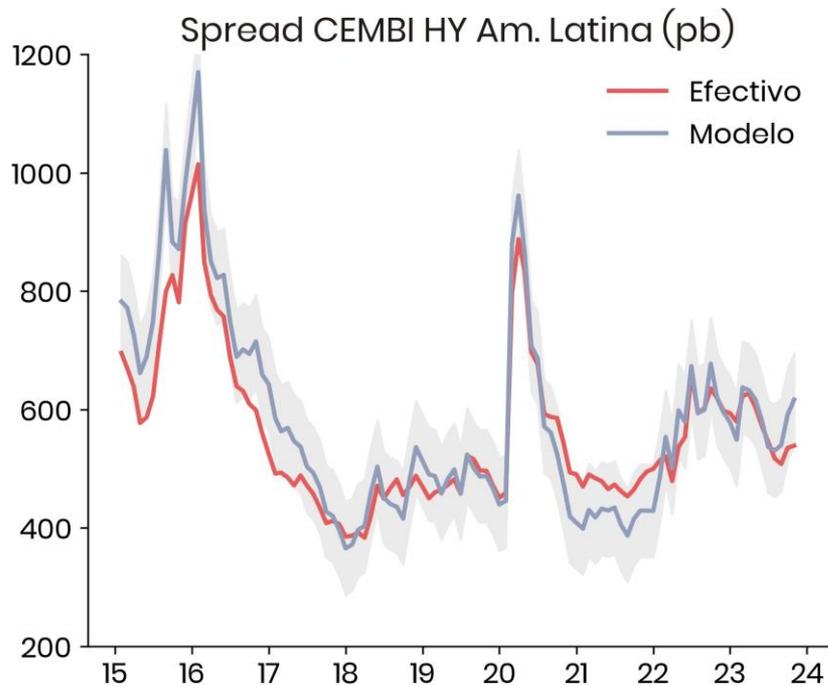
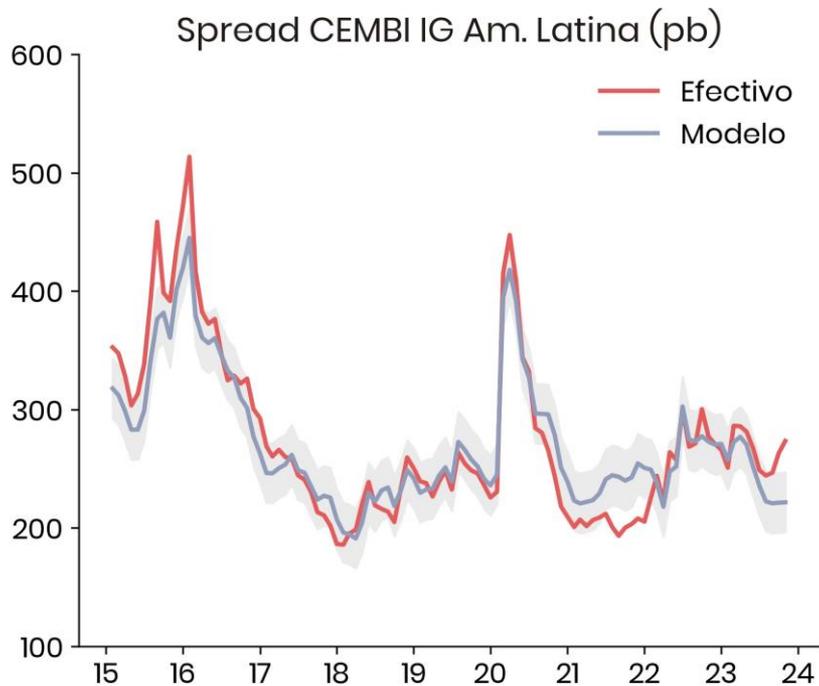
La prima por plazo si bien subió en Chile durante el último trimestre, todavía hay espacio para seguir normalizándose, con *drivers* que podrían venir de las mayores presiones fiscales. En Brasil, todavía quedaría espacio para caídas.



En bolsas, al comparar con las otras regiones emergentes, el mayor desvío en términos de múltiplos se da en México y Chile. Dentro de la región, el descuento de Chile versus las otras bolsas ha vuelto a la parte alta del rango desde 2010.



Los modelos de arbitraje para los spreads muestran que en general no hay grandes desvíos, aunque la categoría de mejor calidad crediticia se ve con espacio para compresión, mientras que la de mayor riesgo crediticio presenta espacios para alzas adicionales.



La descompresión en el dólar global permitiría que las monedas locales se sostengan durante 2024, aunque factores idiosincráticos y los inicios en los recortes de tasas pesarían en algunos países.

Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	2021	2022	2023 (e.)	2024 (e.)
Argentina	103	177	500	1000
Brasil	5.6	5.3	4.85	4.85
Chile	850	852	880	830
Colombia	4,070	4,100	4,200	4,300
México	20.5	19.5	17.5	18.5
Perú	4.00	3.81	3.80	3.80



Latinoamérica: expectativas de leve viento a favor a mediano plazo

Departamento de Estudios

Noviembre, 2023