



Latinoamérica: Impulso externo menos favorable, mientras que fuentes de incertidumbre interna se mantienen

Departamento de Estudios

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

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

Noviembre, 2021

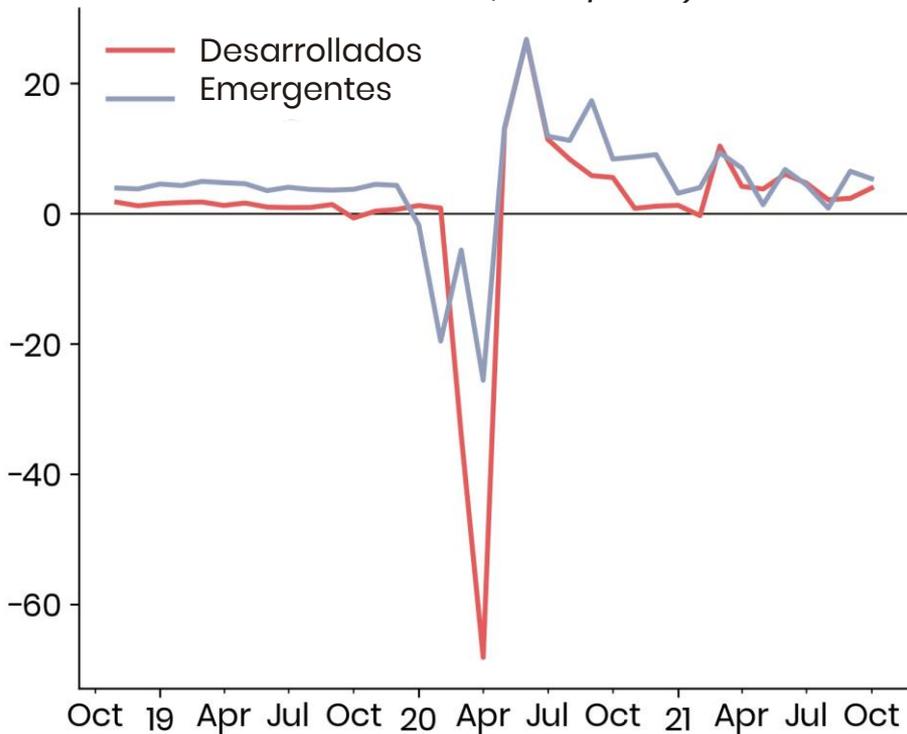


El impulso de crecimiento global se ha moderado y los temores de un estancamiento en el nivel de actividad y una inflación que se mantiene elevada ganan fuerza.

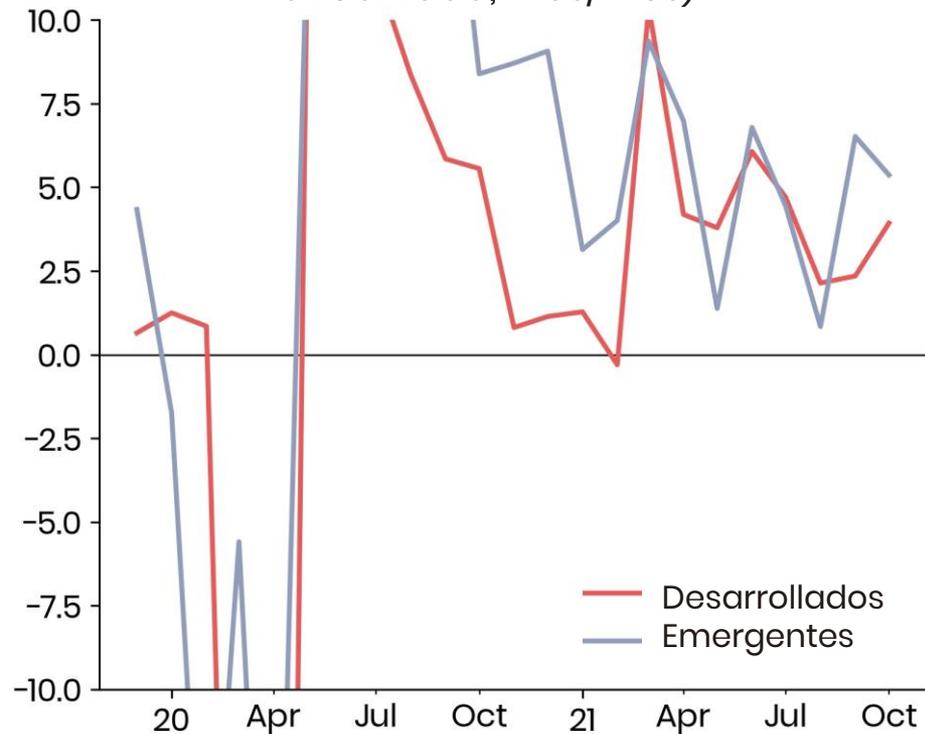
- Después de una recuperación económica potente, el ritmo de crecimiento global se moderó de manera importante, dejando perspectivas de actividad menores hacia adelante.
- En particular en China, la moderación en el ritmo de crecimiento se ha visto alimentada por nuevos shocks que agregan incertidumbre respecto al nivel de actividad que puede alcanzar la economía.
- En este país, las vulnerabilidades financieras en el sector inmobiliario ponen incertidumbre respecto a un impacto mayor en el nivel de actividad general de la economía. No obstante, una inflación acotada y amplio espacio en el ámbito fiscal permitirían que el estímulo de la autoridad vaya aumentando.
- Con respecto a los riesgos inflacionarios, las disrupciones en la oferta global han sido menos transitorias de lo que se pensaba. En el último tiempo se ha sumado alzas en el precio de la energía en varias economías, lo que agrega mayores presiones de costos y suma incertidumbre respecto a los niveles de crecimiento. Esto ha aumentado los temores de un escenario donde el crecimiento se estanca y la inflación se mantiene elevada.
- Con todo, la Reserva Federal anunció el inicio del retiro de las medidas no convencionales, este sería gradual y ordenado, tal como se ha anunciado con anticipación, por lo que el impacto en las tasas y otros activos financieros sería de menor magnitud al vivido en el episodio del *taper tantrum*. De todas maneras el nivel de expansividad monetaria en países desarrollados continuaría elevado en el mediano plazo.

Después de una recuperación económica potente la primera mitad de este año, el ritmo de crecimiento global se ha moderado de manera importante, dejando al *peak* de crecimiento atrás.

Indicador de Actividad (variación % anualizada, mes/mes)



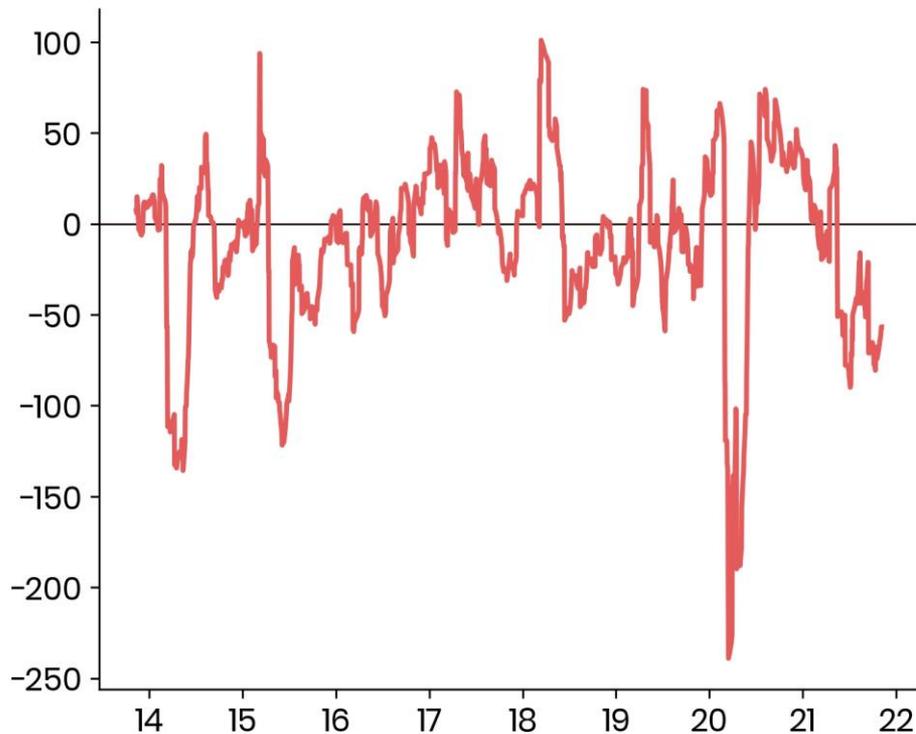
Indicador de Actividad (variación % anualizada, mes/mes)



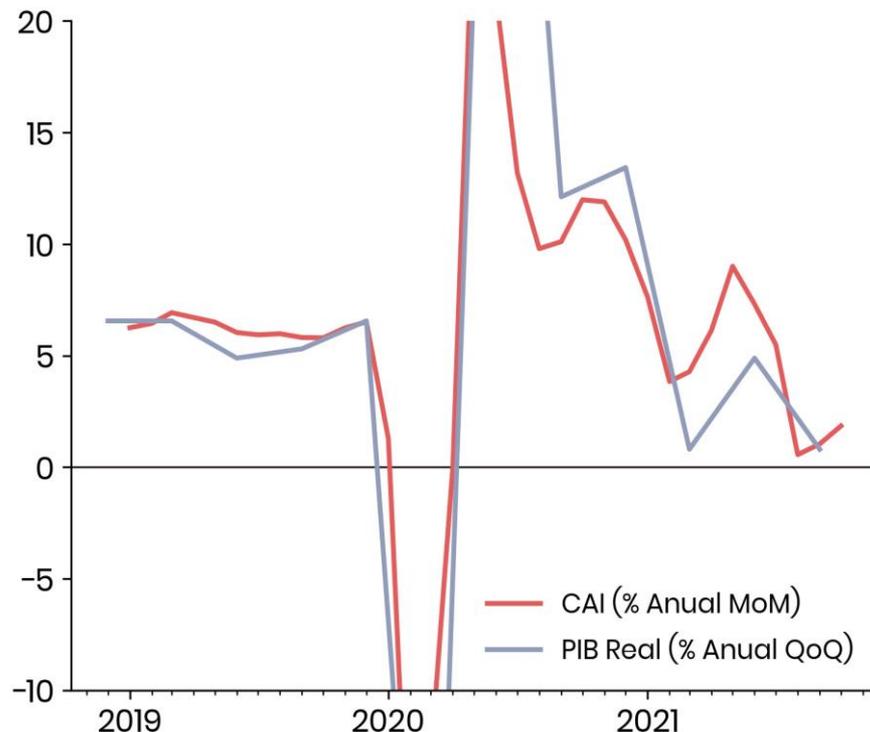
Fuente: Goldman Sachs y Estudios Security.

Por otra parte, la moderación en el ritmo de crecimiento de China se ha visto alimentada por nuevos shocks que agregan incertidumbre respecto al nivel de actividad que puede alcanzar la economía.

Sorpresas económicas China

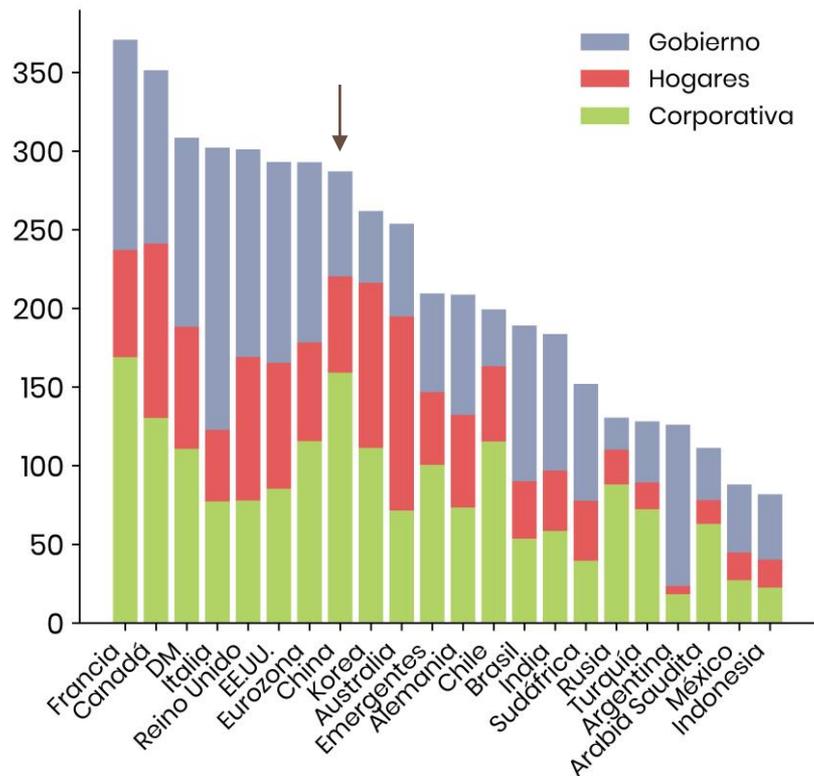


China: Indicadores de Actividad

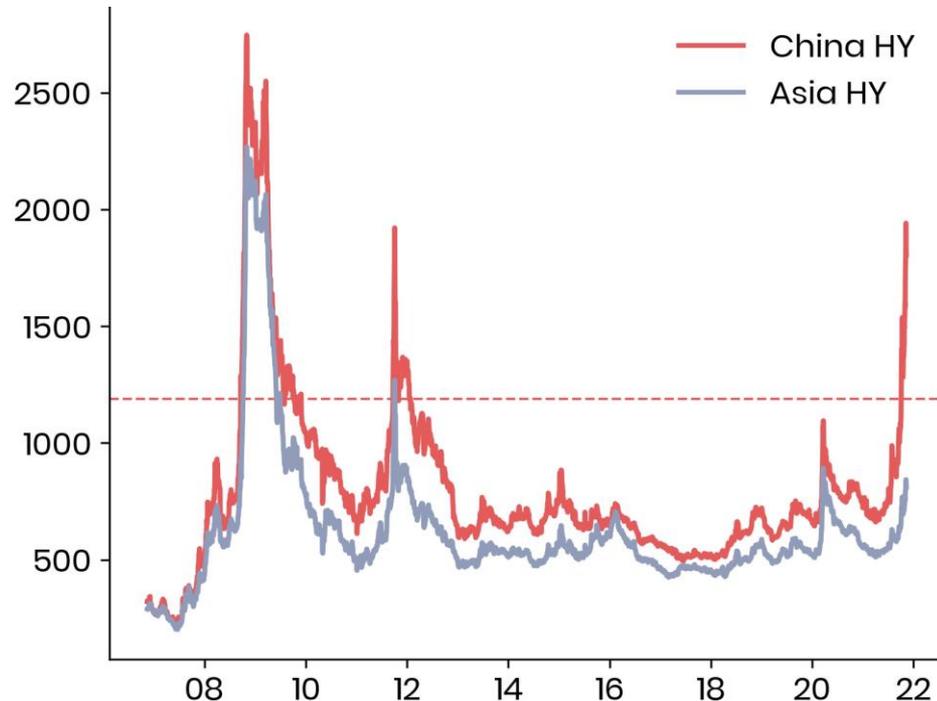


Vulnerabilidades financieras en el sector inmobiliario ponen incertidumbre respecto a un impacto mayor en el nivel de actividad.

Deuda Total sector no financiero (% PIB, IT21)

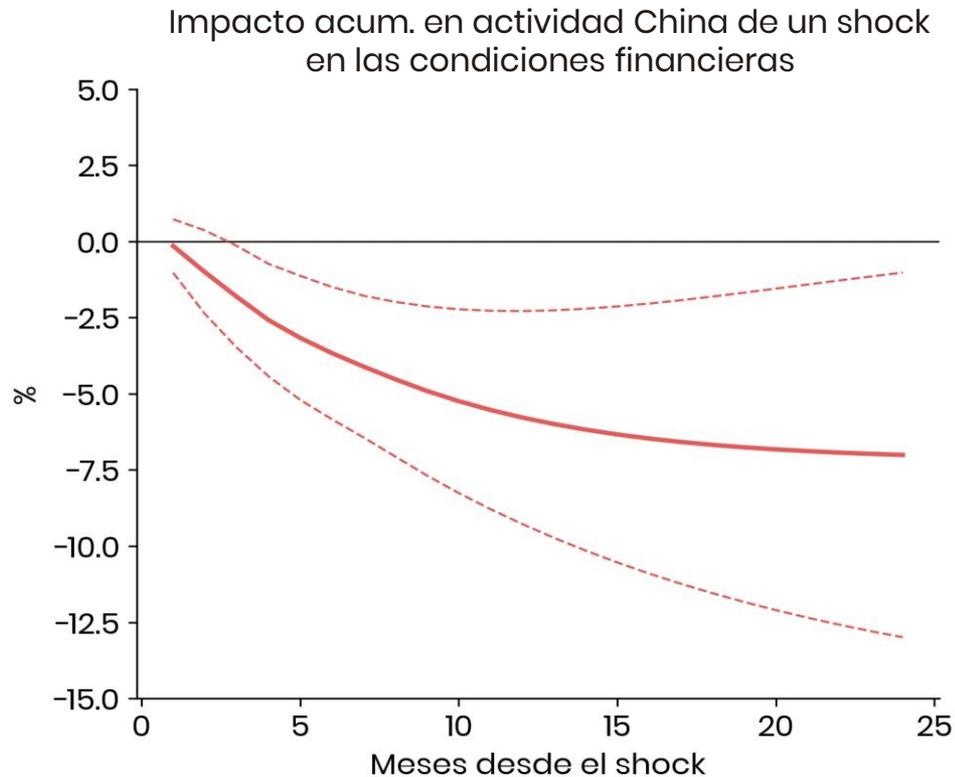
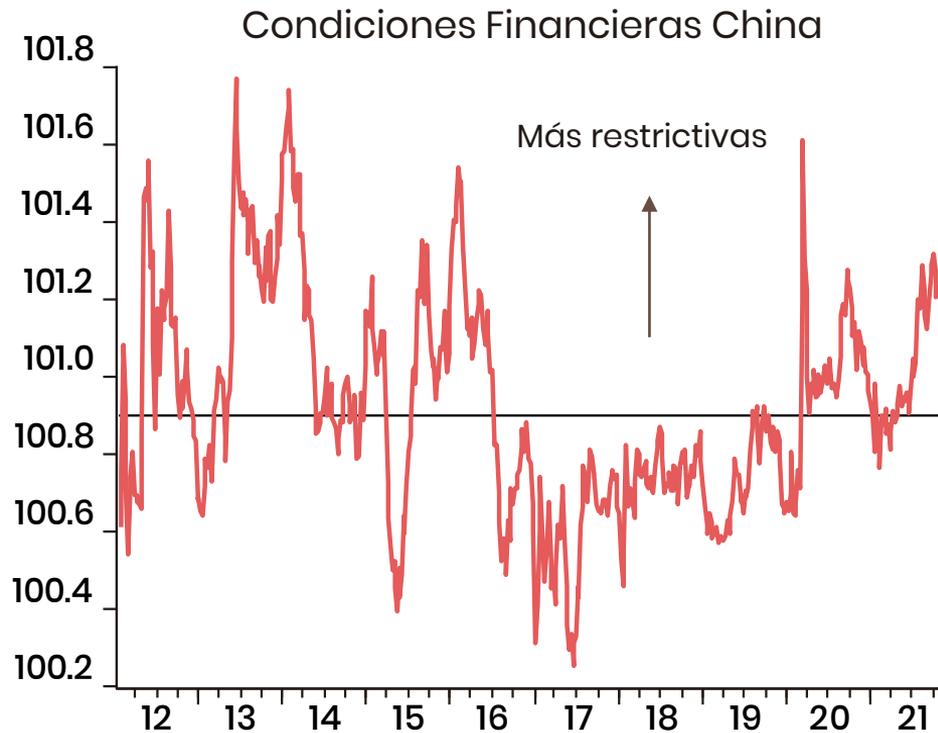


Spread CEMBI Asia y China HY (puntos base)



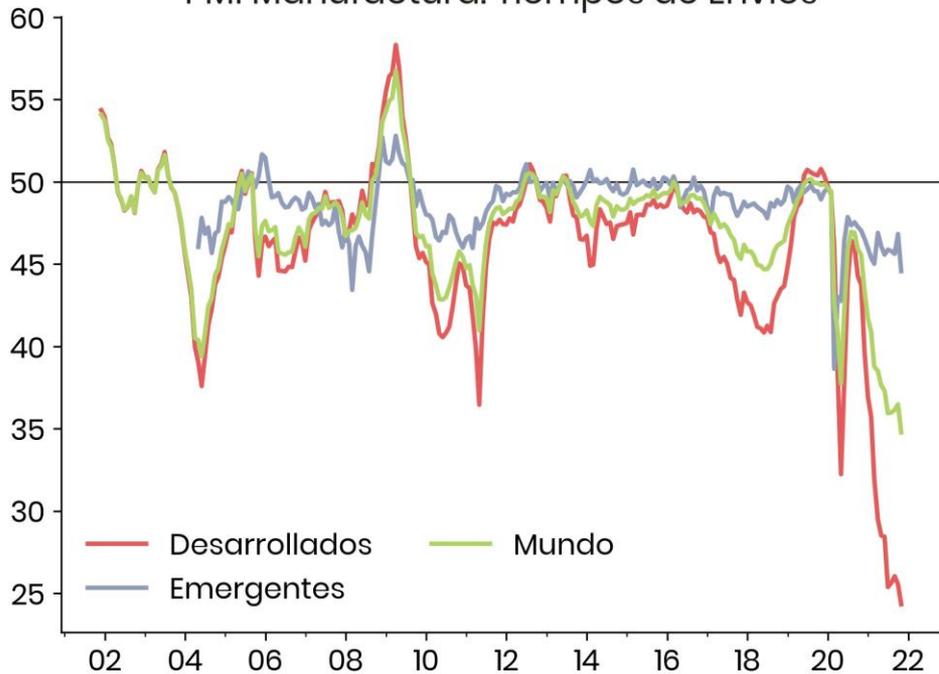
Fuente: BIS, Bloomberg y Estudios Security.

Pero el mayor impacto vendría dado por un deterioro en las condiciones financieras asociado a un contagio sistémico de la crisis del sector, que partió con Evergrande pero que ha ido mostrando señales de debilidad más generalizadas.

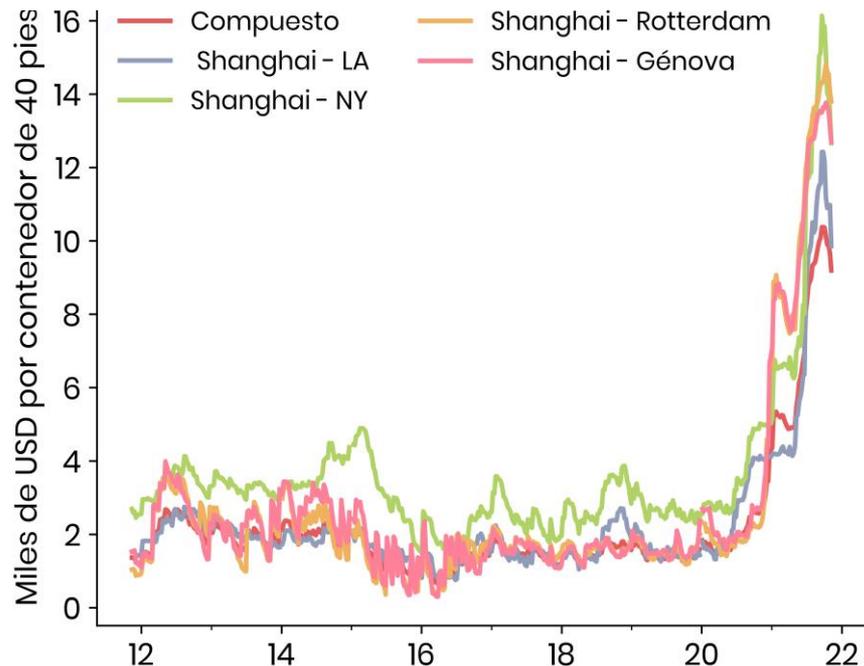


Adicionalmente, por el lado de las presiones inflacionarias, las interrupciones en la oferta global han sido menos transitorias de lo que se pensaba. Los Bancos Centrales han indicado que la inflación se podría mantener elevada hasta bien avanzado el próximo año.

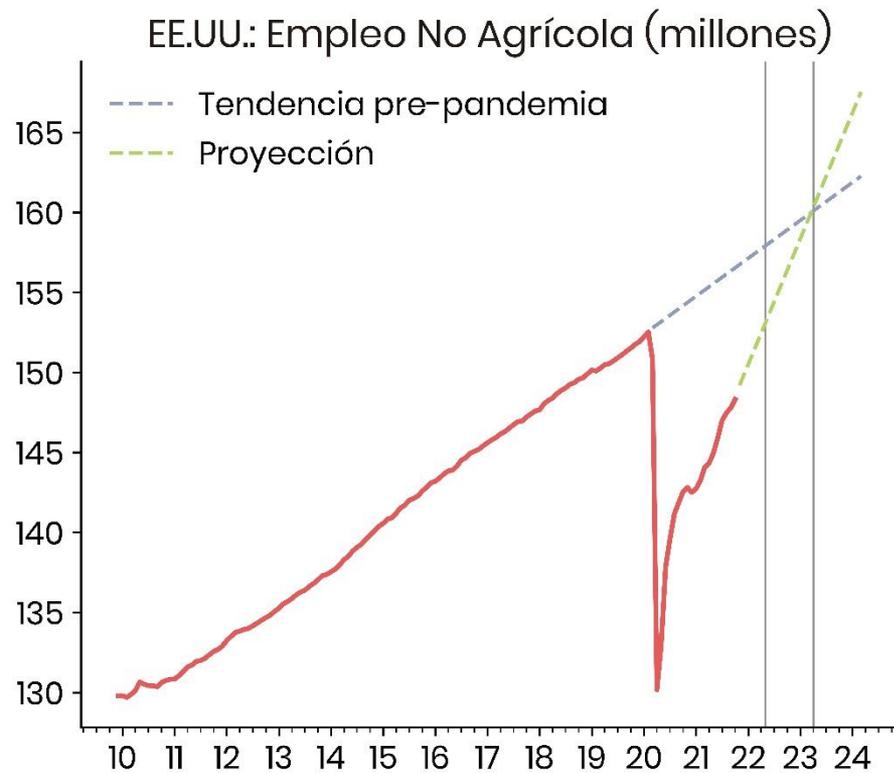
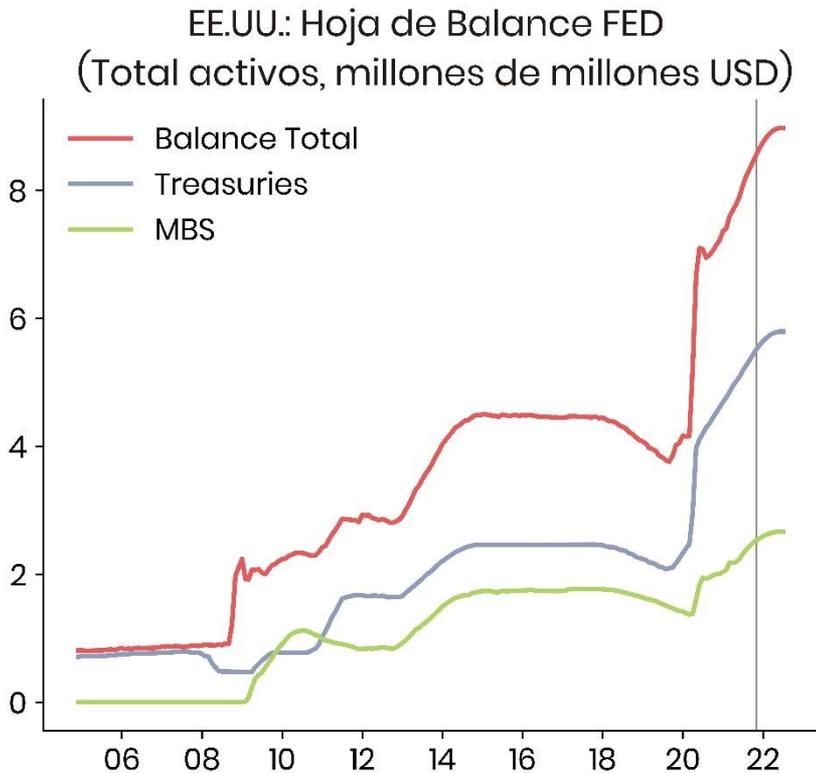
PMI Manufactura: Tiempos de Envíos



Costos de transporte marítimo

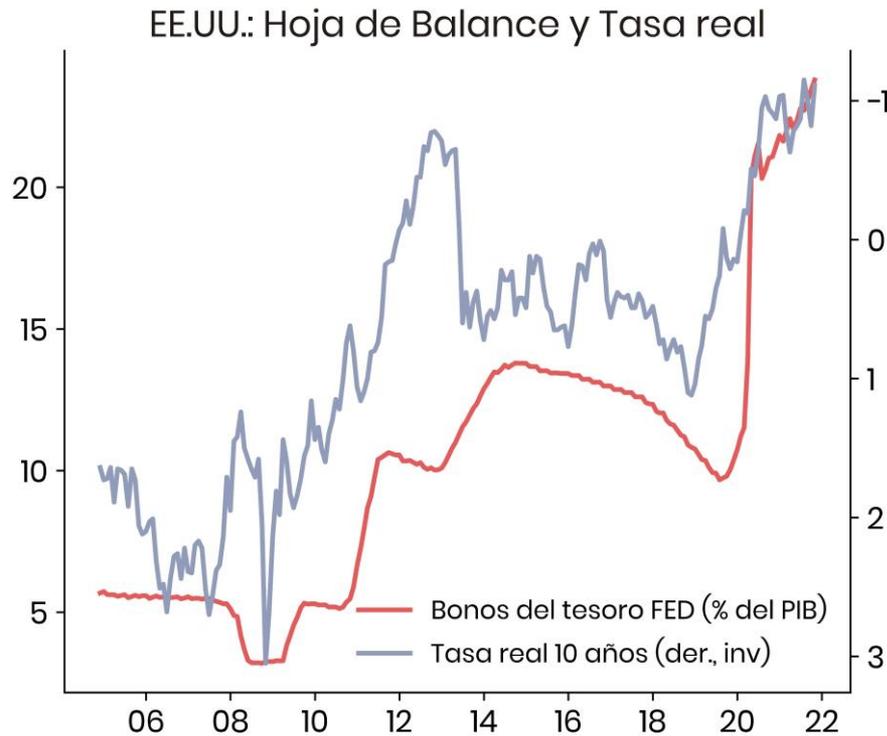
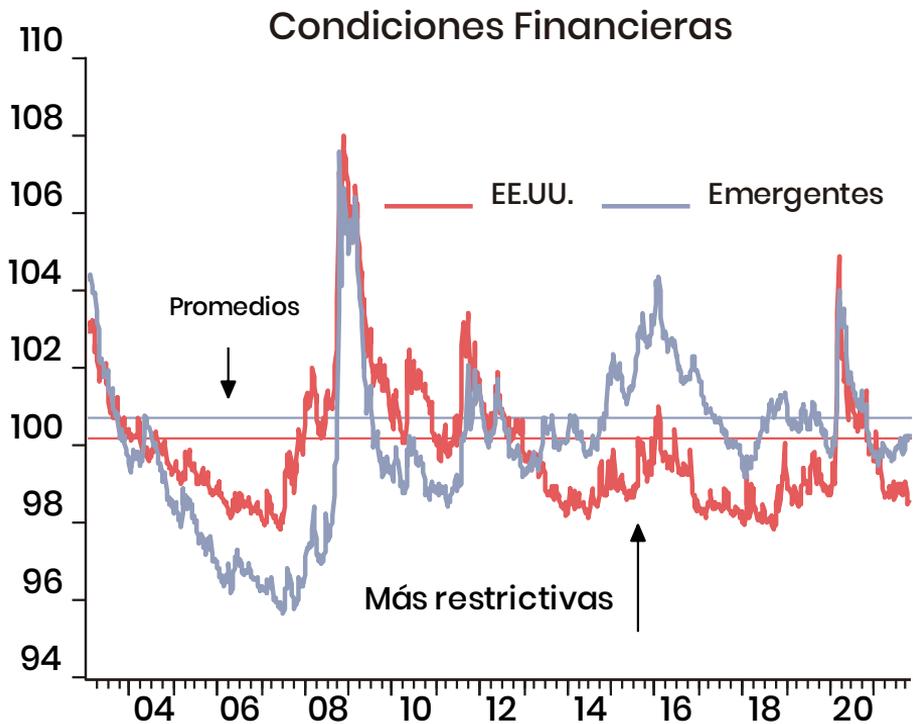


Con todo, la FED inició el retiro de las medidas no convencionales, mostrándose paciente por el momento respecto a las primeras alzas de tasas. Se espera que la inflación sea transitoria y aún quedaría espacio para que el mercado laboral alcance el empleo total.

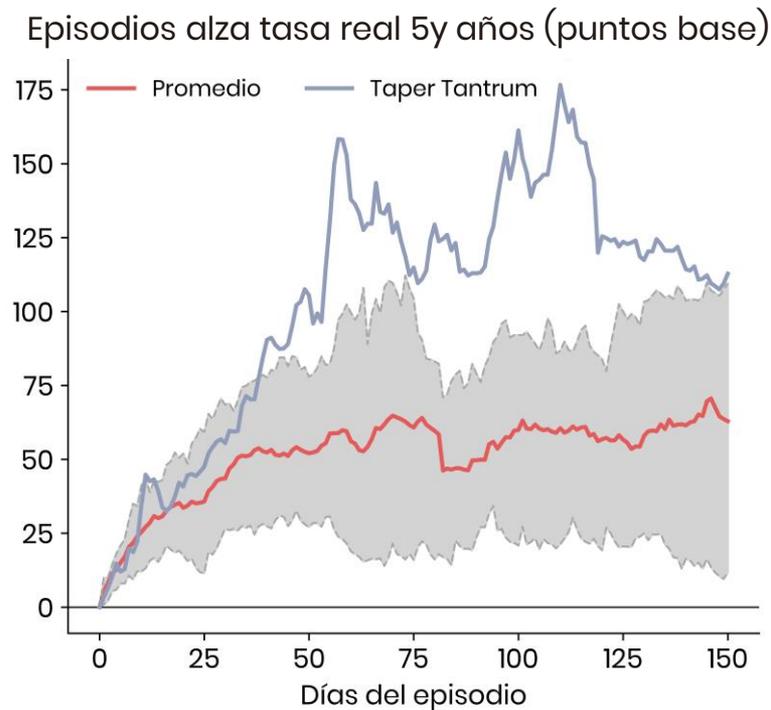
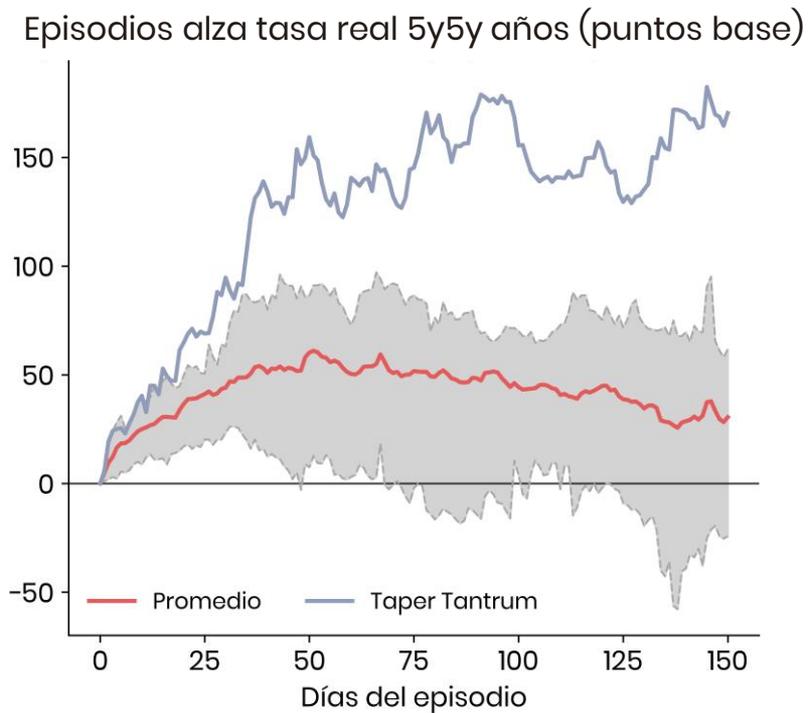


Fuente: Fred y Estudios Security.

Las condiciones financieras se mantendrían expansivas, a pesar del retiro de las medidas no convencionales. El retiro sería gradual y ordenado, tal como se ha anunciado con anticipación.

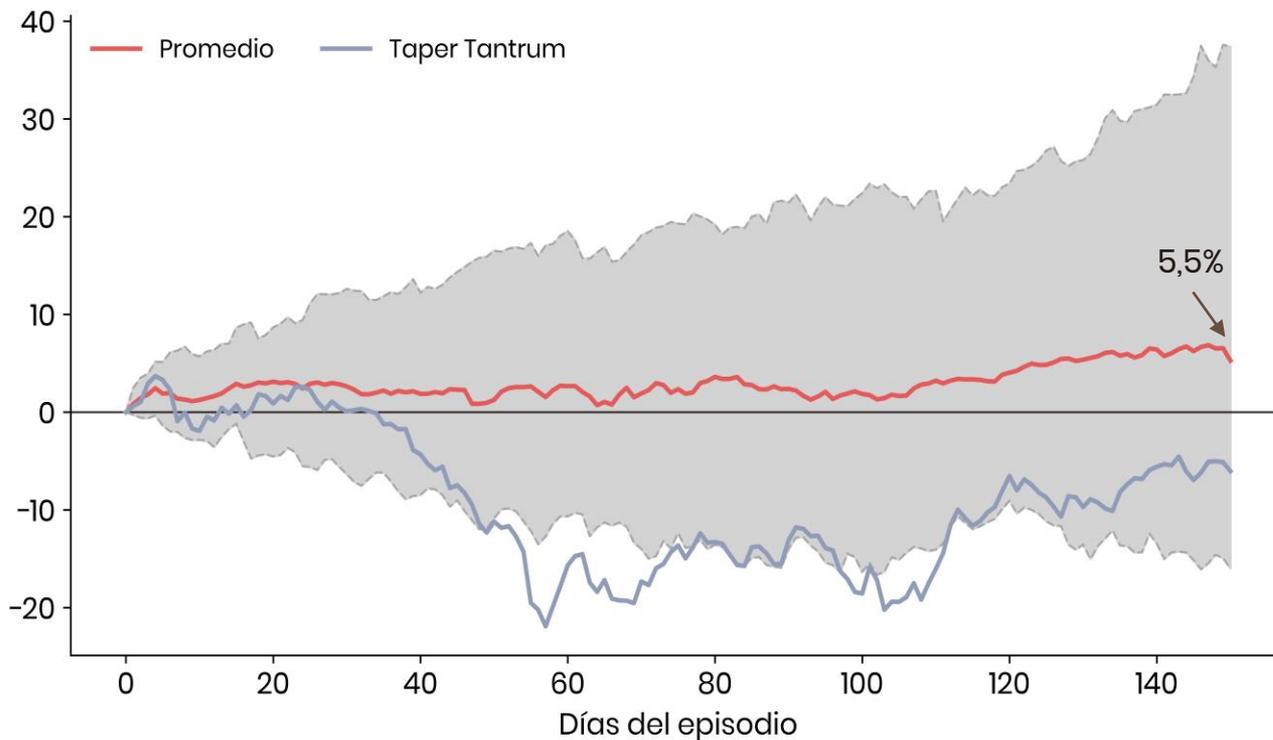


Impacto en las tasas y otros activos financieros diferiría del vivido en el episodio del *taper tantrum*.



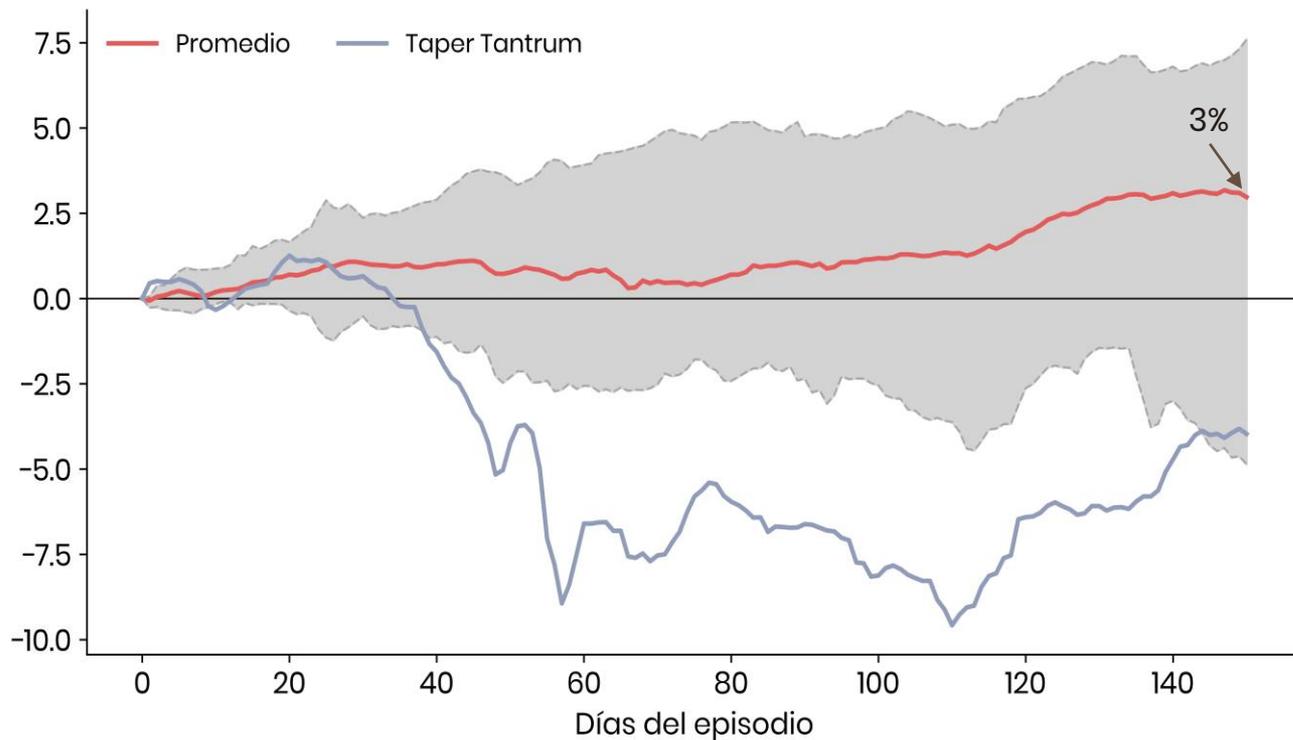
La historia indica que los activos de riesgo, y bolsas de América Latina incluidas, pueden soportar estas alzas de tasas.

MSCI América Latina en alzas tasas 5 años (%)

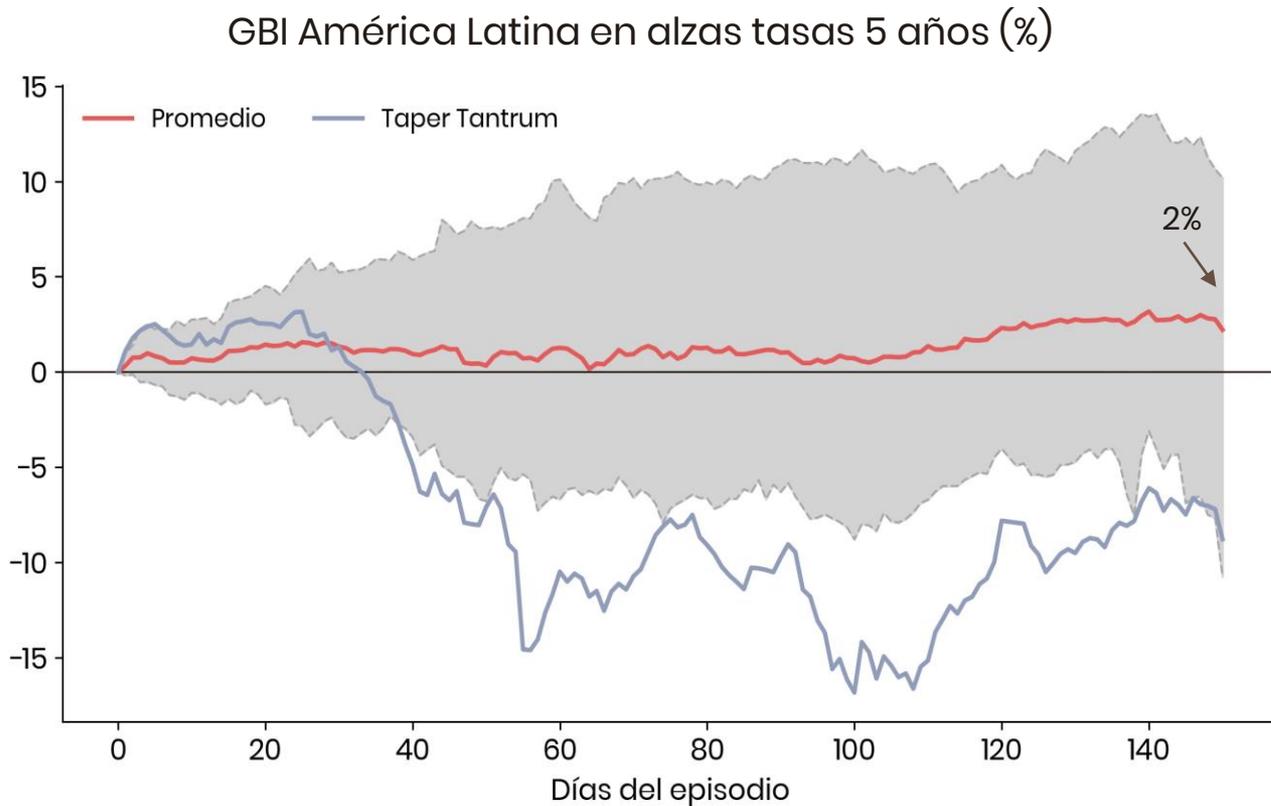


Para la renta fija corporativa en dólares también es posible pensar en retornos positivos a pesar de las mayores tasas.

CEMBI América Latina en alzas tasas 5 años (%)



En la renta fija en moneda local, el balance de riesgos es algo peor. Retorno vía tasas debiera ser negativo, lo que sigue dejando al tipo de cambio como la variable más relevante.

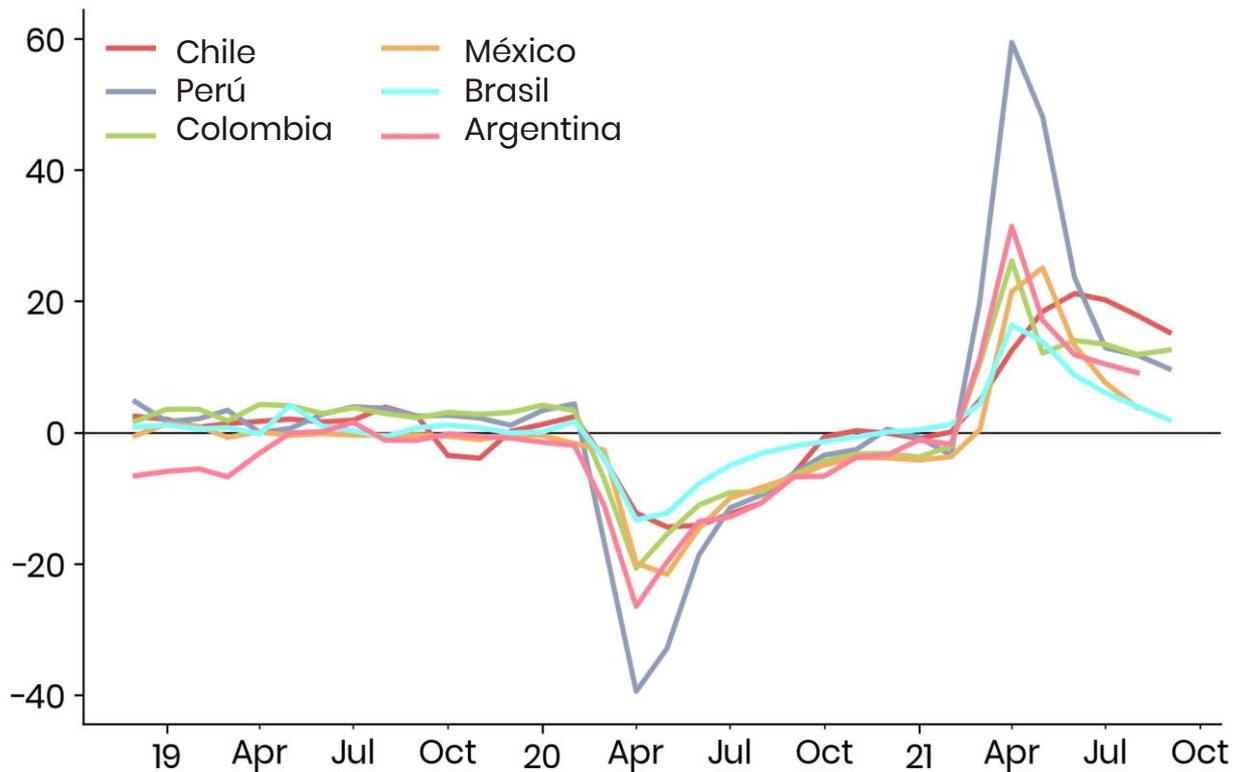


El impulso asociado a la reactivación doméstica debiese continuar en el corto plazo, sin embargo factores de incertidumbre locales continuarían pesando en las perspectivas de la región.

- En América Latina, el nivel de actividad se recuperó durante este año, con un fuerte impulso en la primera mitad del año dado por mayores precios de materias primas y una mayor demanda interna.
- Una mejor evolución de la pandemia debiese permitir que la recuperación doméstica continúe con impulso. El nivel de confinamiento llegó a los mínimos en los últimos meses, dado por menores imposiciones de la autoridad, así como por la mejora en los casos observados, lo que se explica importantemente por el nivel de vacunación alcanzado.
- Sin embargo, la actividad ha continuado sorprendiendo a la baja y las perspectivas de crecimiento se moderan para el próximo año. Esto como consecuencia de un crecimiento más desacelerado de China y menor también en los países desarrollados, lo que le resta impulso al sector externo de la región.
- Asimismo, ruidos locales asociados a procesos electorales, junto al desafío de mantener estables los niveles de endeudamiento agregan incertidumbre respecto al crecimiento futuro y mantendrían acotadas las perspectivas de inversión en el corto plazo, a pesar de buenas perspectivas en el precio de las materias primas.
- Por otro lado, la inflación se ha mantenido en niveles elevados, explicado en parte por el alza de materias primas a nivel global, así como disrupciones en las cadenas de suministro globales, pero una depreciación de las monedas asociadas a primas locales también impacta de manera importante.
- Un deterioro de las expectativas de inflación ha obligado a los Bancos Centrales a iniciar el proceso de retiro de estímulo monetario, lo que ha ido presionando las tasas locales. Una estabilización de los niveles de inflación se debiese lograr en 2023, como respuesta al retiro del estímulo monetario y el menor dinamismo de la economía, sin embargo, para descomprimir las primas que se han ido acumulando en los activos locales es necesario también que los niveles de incertidumbre asociados a factores idiosincráticos vayan disminuyendo.

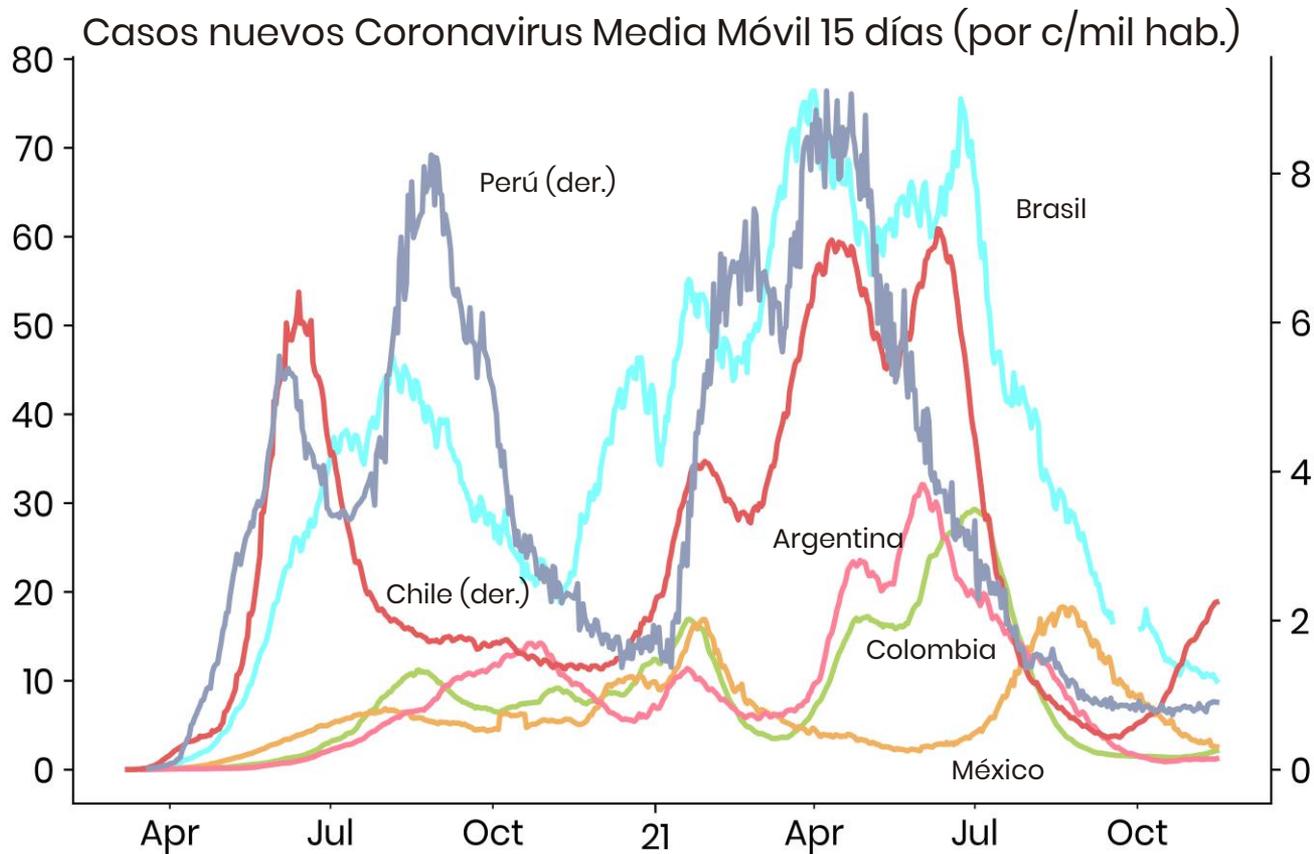
Actividad se ha recuperado durante este año, dado por mayores precios de materias primas y una mayor demanda interna.

Índices de Actividad económica (% año/año)



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

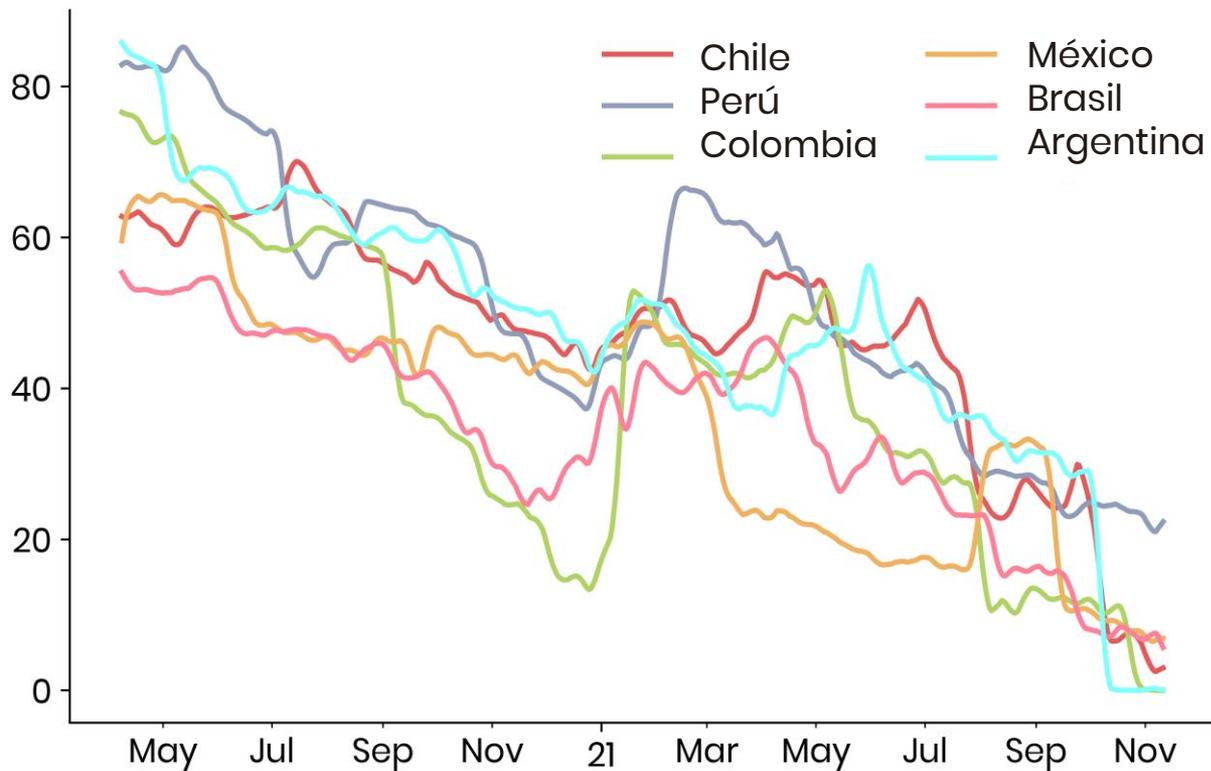
Una mejor evolución de la pandemia debiese permitir que la recuperación doméstica continúe con impulso.



Fuente: OWID y Estudios Security.

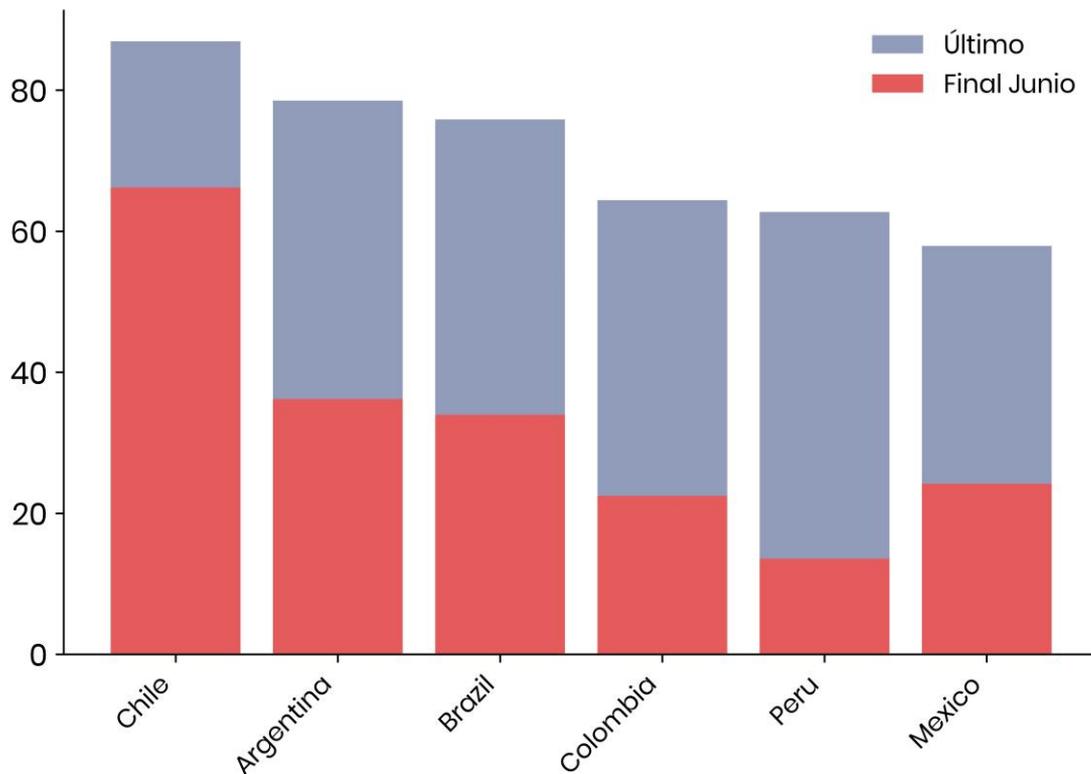
El nivel de confinamiento se encuentra en los mínimos de la pandemia, dado por menores imposiciones de la autoridad, así como por la mejora en los casos observados.

Índice de Confinamiento Efectivo



Parte importante se debe a la mejora en el nivel de vacunación. Con esto, el riesgo de nuevos confinamientos a pesar de futuros rebrotes es menor.

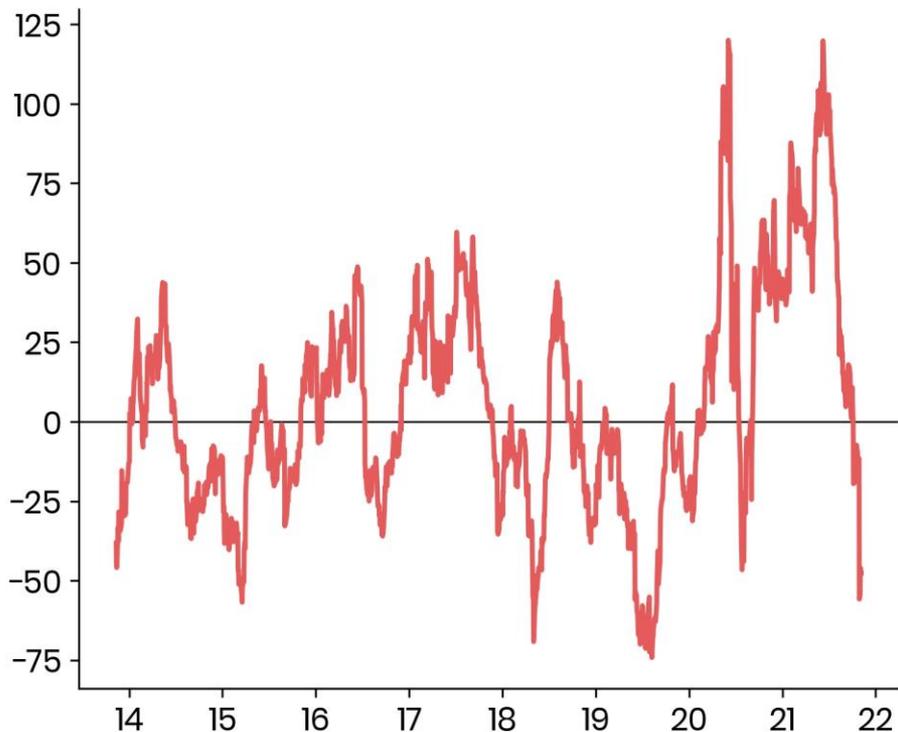
Porcentaje de la población vacunada con al menos una dosis



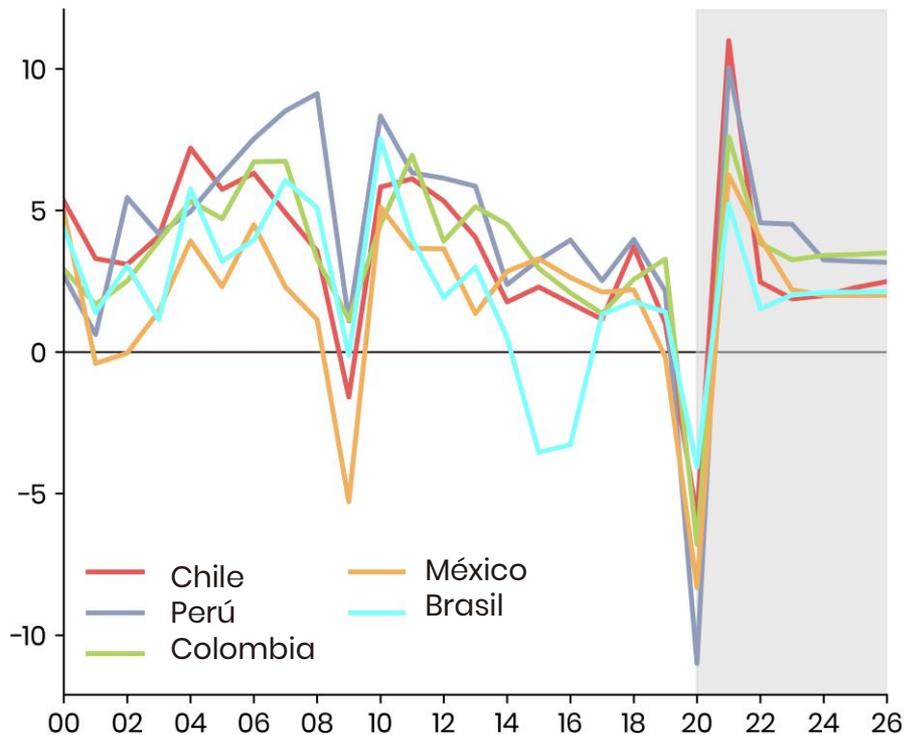
Fuente: OWID y Estudios Security.

Sin embargo, la actividad ha continuado sorprendiendo a la baja en la segunda mitad de este año y las perspectivas de crecimiento se moderan para los próximos.

Sorpresas económicas A. Latina



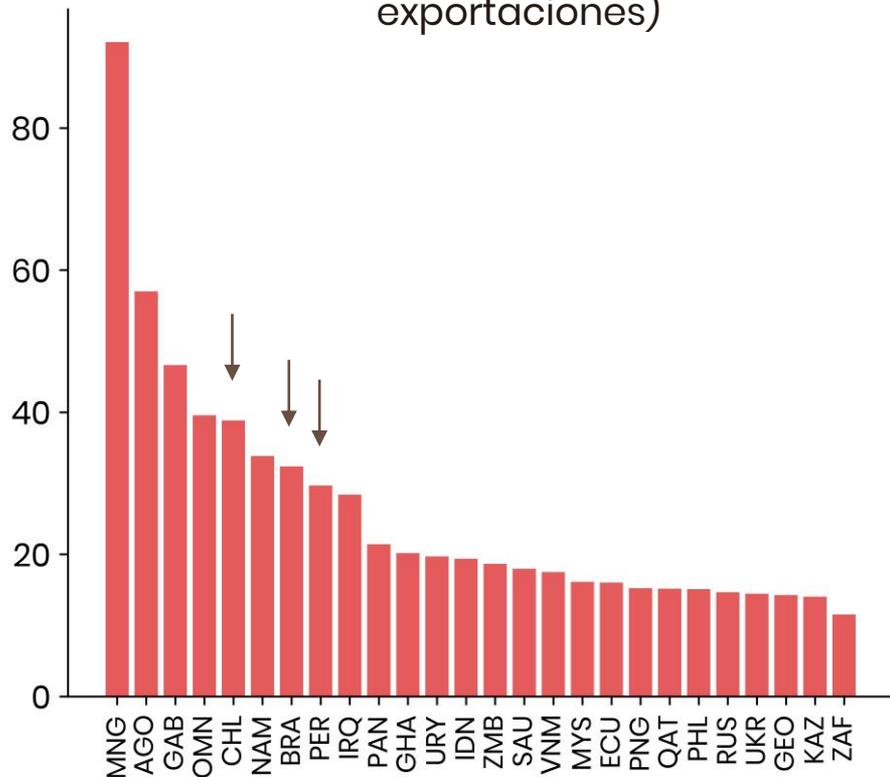
PIB real (% año/año)



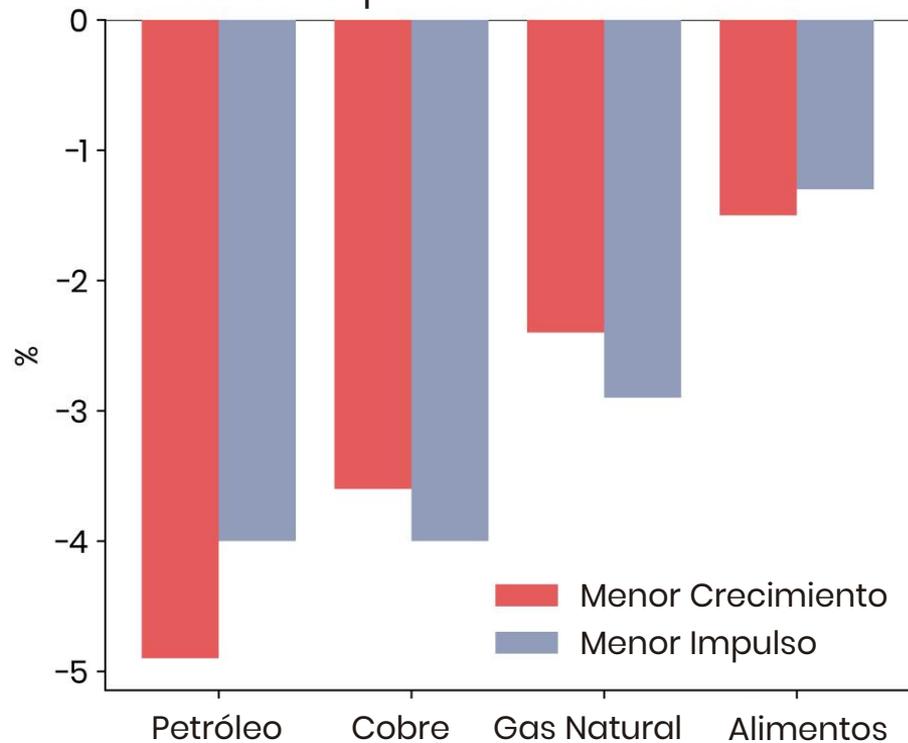
Fuente: FMI, Citi y Estudios Security.

Un crecimiento más desacelerado de China le resta impulso al sector externo de la región, el que se materializa principalmente por el impacto en el precio de materias primas.

Exportaciones a China (% del total de exportaciones)

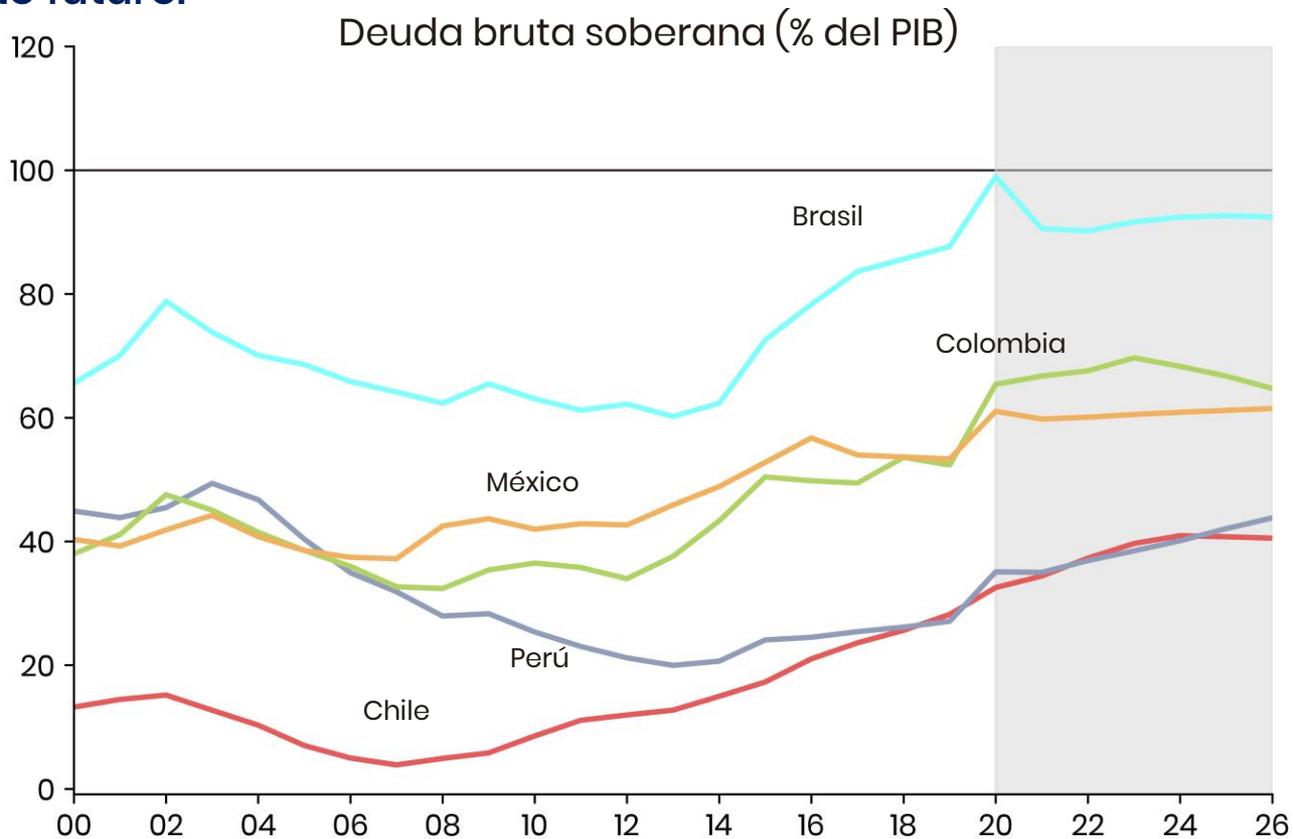


Impacto acumulado (6 m) en precio materias primas a shocks en China



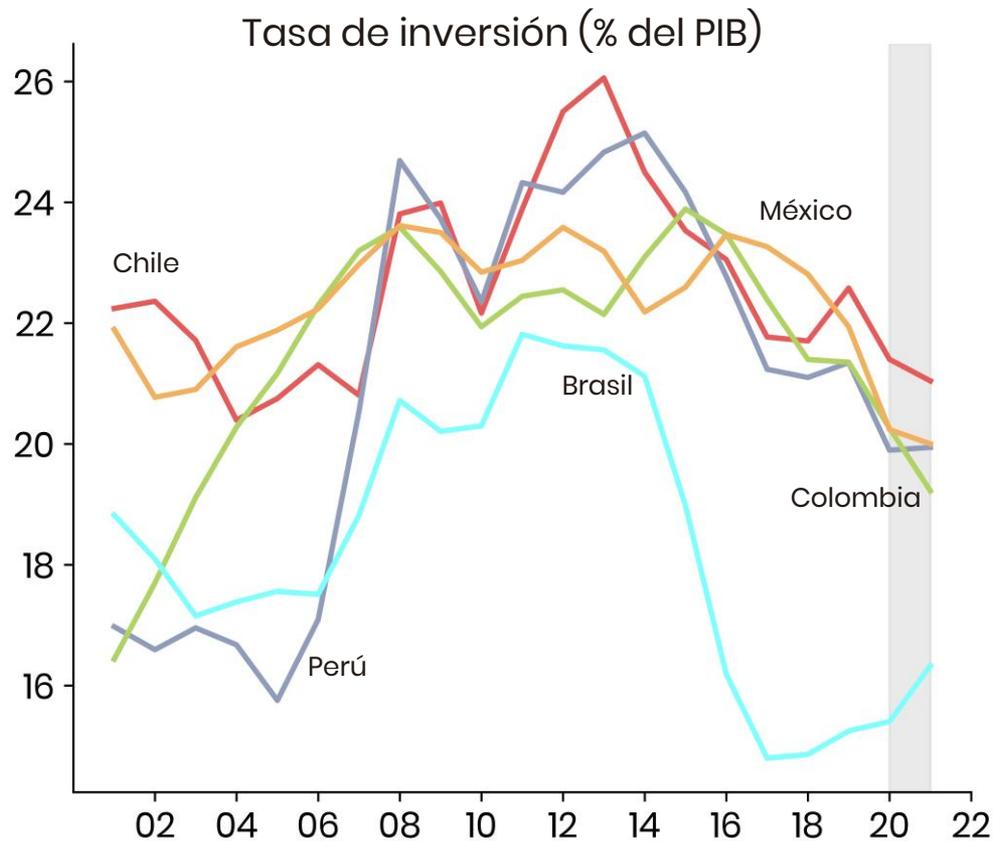
Fuente: FMI y Estudios Security.

Los ruidos locales asociados a procesos electorales, junto al desafío de mantener estables los niveles de endeudamiento, agregan incertidumbre respecto al crecimiento futuro.



Fuente: FMI y Estudios Security.

En general, riesgos de cambios en las políticas económicas mantendrían acotadas las perspectivas de inversión en el corto plazo, a pesar de mejores perspectivas en precios de materias primas.

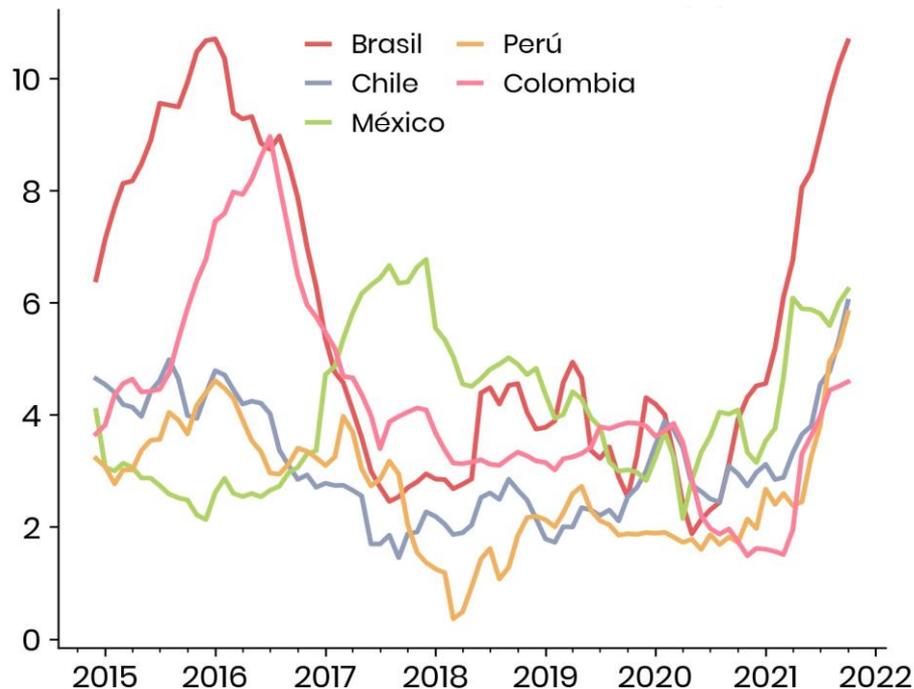


Esperamos que la región crezca en torno a un 2% el 2022, algo por debajo de los consensos de mercado, principalmente por fuentes de incertidumbre que no se resolverían pronto.

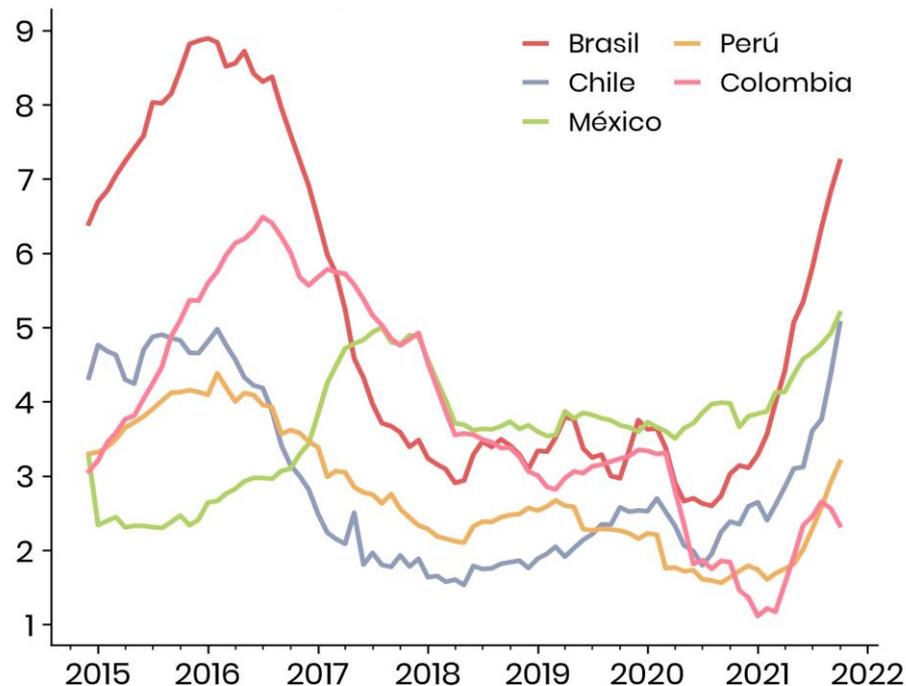
PIB (var % a/a)	2020	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	-9.9	7.9	2.1	2.0
Brasil	-4.1	5.0	1.5	2.0
Chile	-5.8	12.0	1.5	2.0
Colombia	-6.8	8.0	3.7	3.0
México	-8.3	6.0	2.0	2.0
Perú	-11.0	11.2	3.7	3.5

Por otro lado, la inflación se ha mantenido en niveles elevados, explicado en parte por el alza de materias primas y disrupciones en las cadenas de oferta a nivel global.

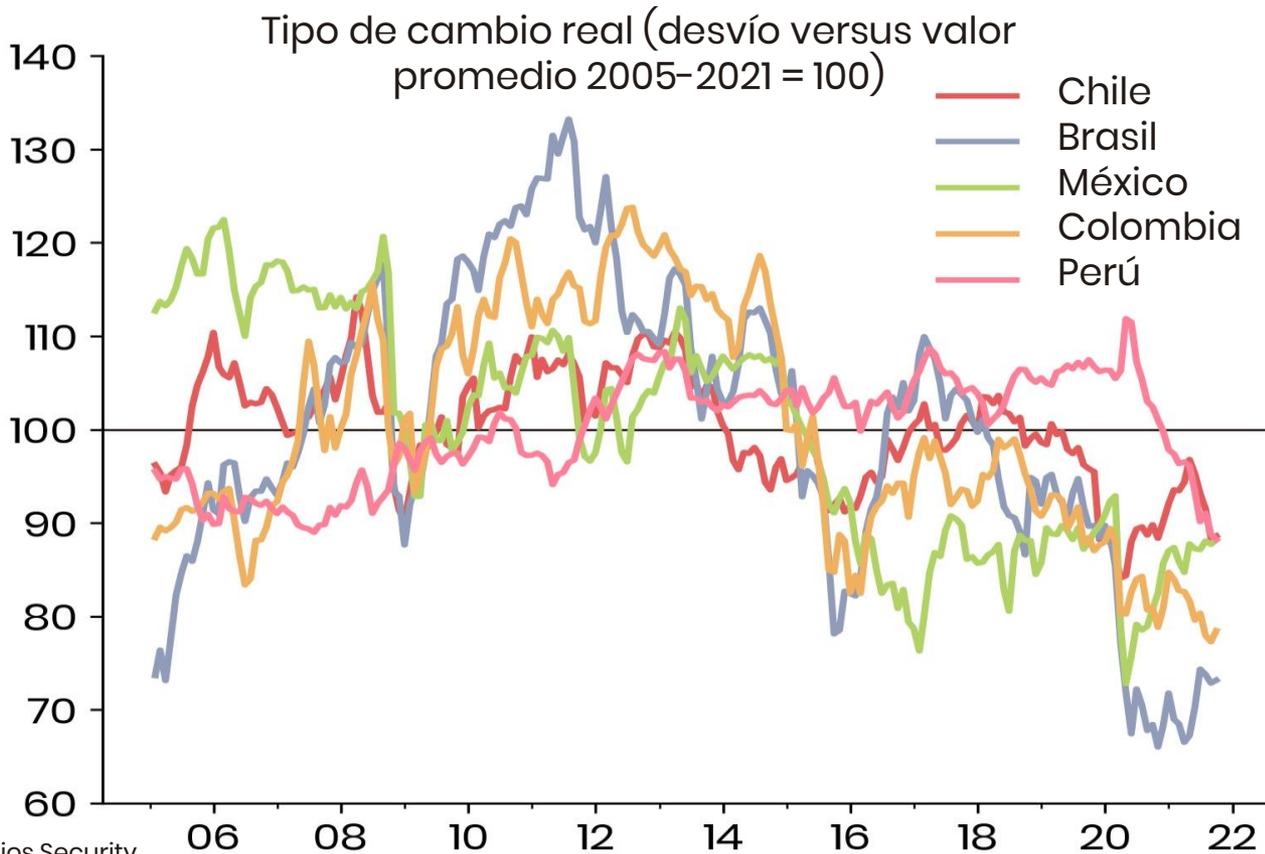
Inflación (% año/año)



Inflación Subyacente (% año/año)



Sin embargo, una depreciación de las monedas asociadas a mayores primas locales también impacta de manera importante. En tipo de cambio real, las monedas de la región se encuentran entre un 15% y 25% depreciadas.

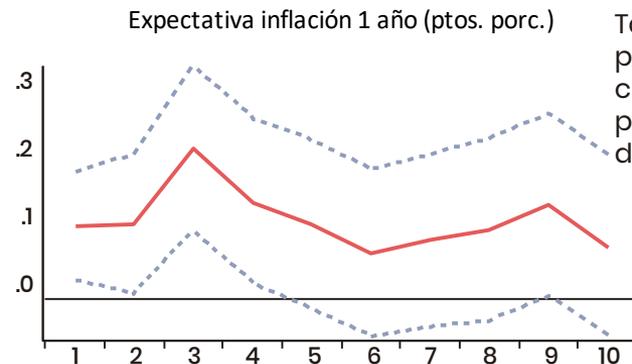
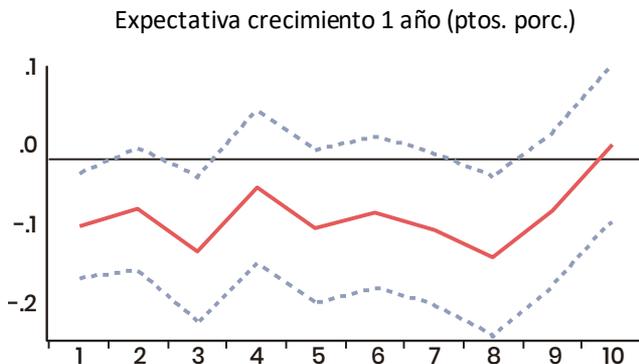
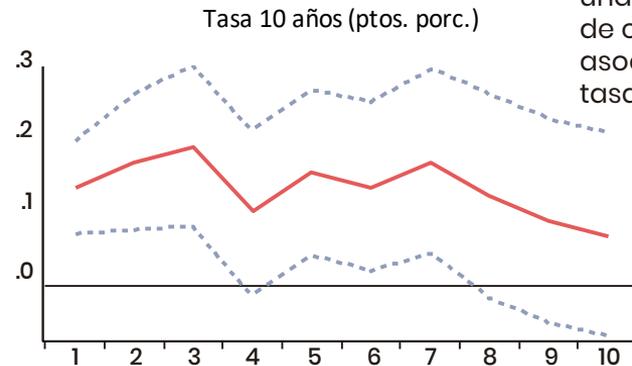
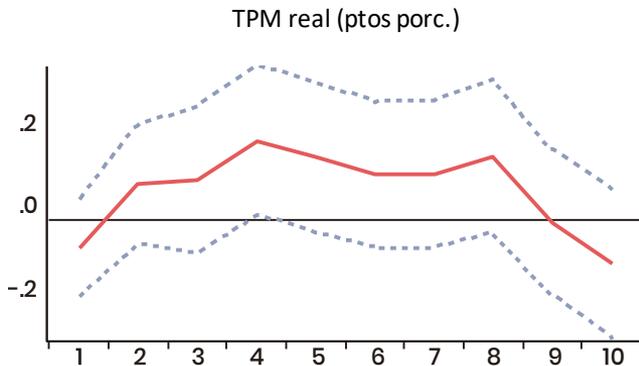


Fuente: BIS y Estudios Security.

Debilitamiento del tipo de cambio real no solo lleva a peores perspectivas de inflación, sino que también disminuye las de crecimiento.

Impacto de debilitamiento de 5% en el tipo de cambio real

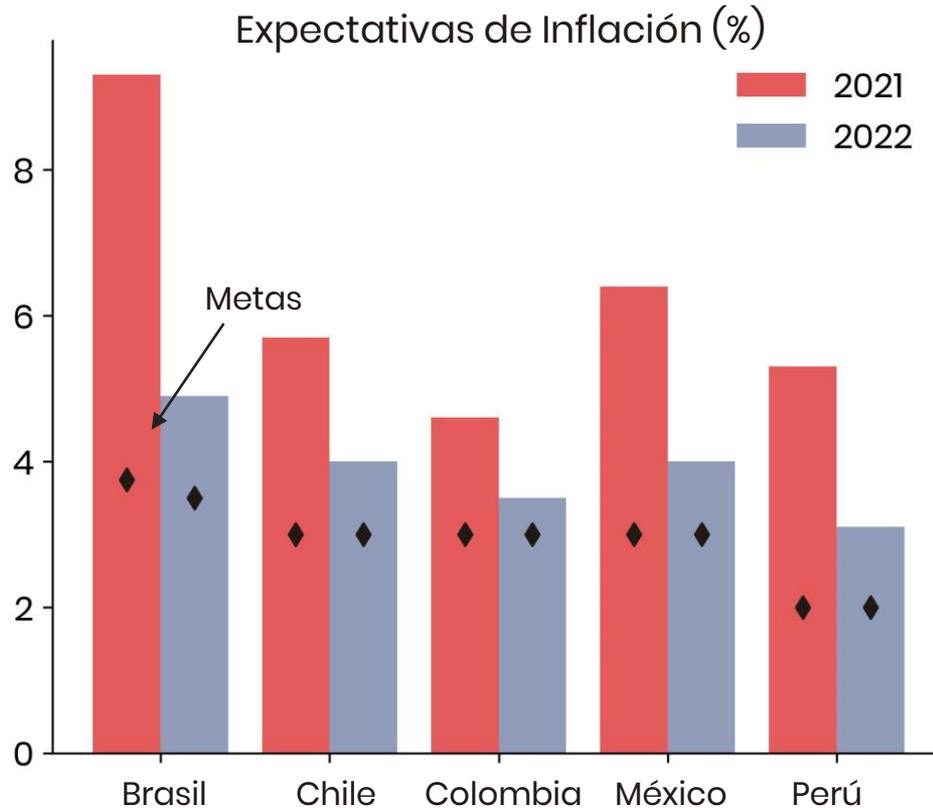
En economías emergentes, una depreciación del tipo de cambio real tiene asociada aumentos en tasas de corto y largo plazo



También caídas en las perspectivas de crecimiento de corto plazo y aumento en las de inflación

Semestres desde el shock

La inflación terminará lejos de los rangos objetivos este año, aunque también se observa un aumento de las expectativas para el siguiente.



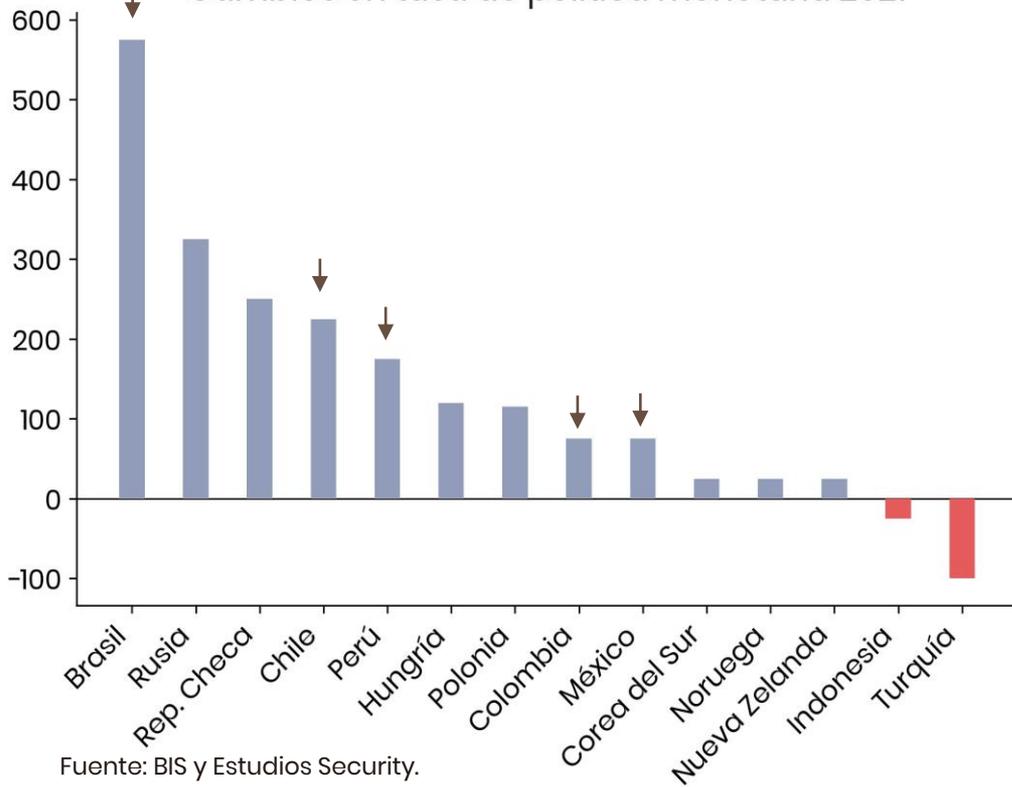
Fuente: Banrep, Banxico, BCB, BCCh, Consensus Forecast, Bloomberg y Estudios Security.

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

IPC (var %, fin de período)	2020	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	36	50	48	37
Brasil	4.5	9.3	5.0	3.3
Chile	3.0	6.6	4.5	3.5
Colombia	1.6	4.6	3.5	3.0
México	3.2	6.4	4.0	3.5
Perú	2.0	5.3	3.8	2.7

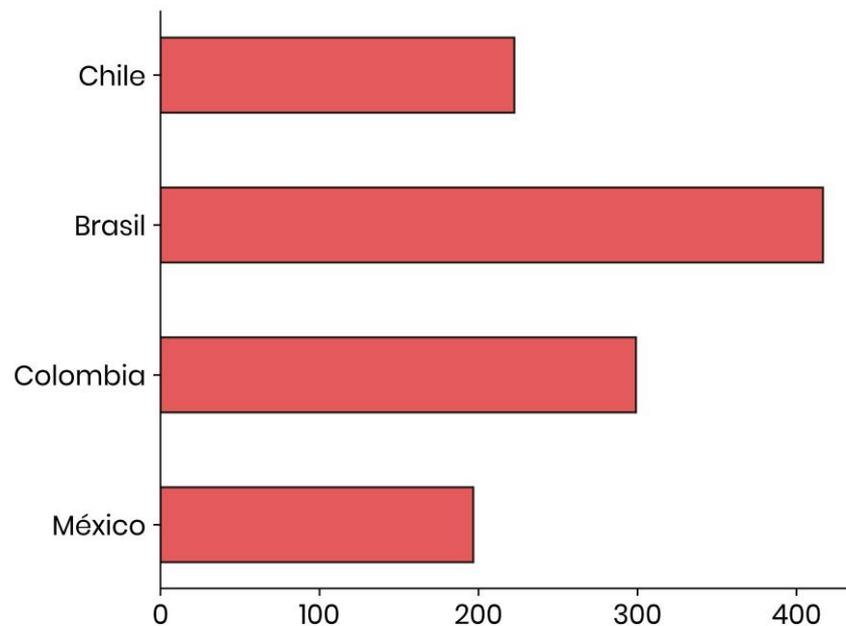
Los Bancos Centrales no han podido evitar iniciar el retiro del impulso monetario, con fuertes movimientos en Brasil y Chile, lo que está detrás también del pronóstico más moderado para el crecimiento de los próximos años. El mercado ha incorporado movimientos adicionales.

Cambios en tasa de política monetaria 2021



Fuente: BIS y Estudios Security.

Expectativas cambio TPM (puntos base)



* Expectativa definida como la diferencia entre la swap de 2 años y la tasa de política monetaria.

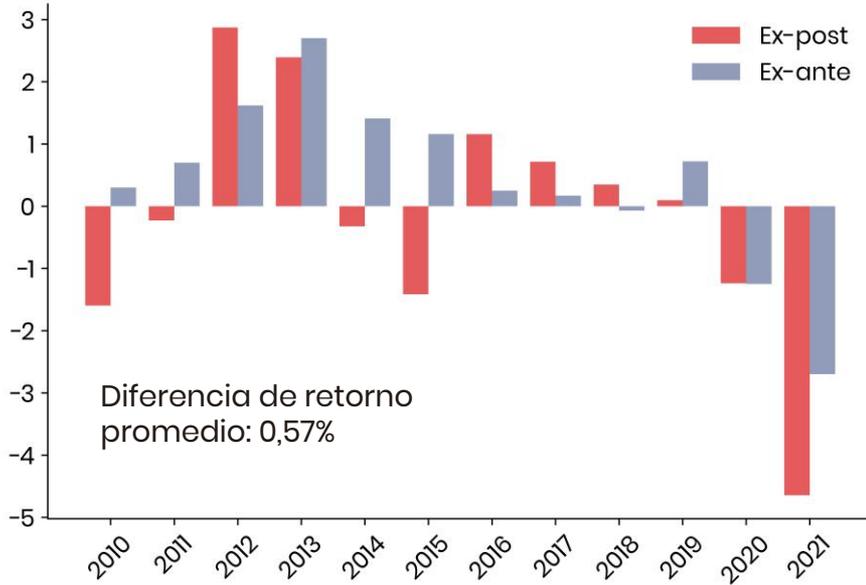
Los Bancos Centrales continuarían el ciclo de alzas de tasas hasta el primer trimestre del próximo año.

TPM (% , cierre)	2020	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina*	38	39	40	35
Brasil	2	9	10	8
Chile	0.5	4.0	4.5	4.5
Colombia	1.75	3.0	4.0	4.5
México	4.25	5.25	5.75	6
Perú	0.25	2.25	3.00	3.75

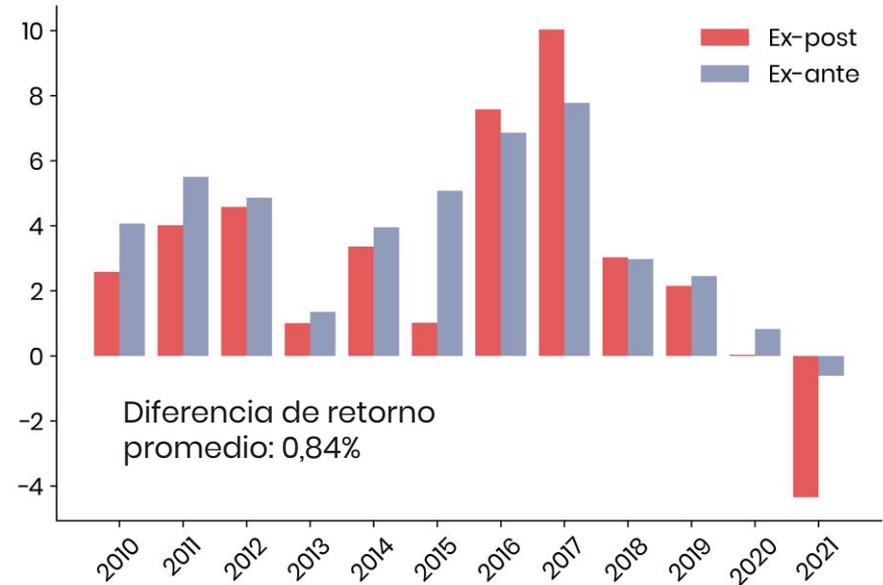
* El 26 de septiembre de 2018 el Banco Central argentino cambió su marco de política a uno que utiliza la base monetaria en lugar de las tasas como referencia.

Históricamente, inflaciones de mercado ex ante han tendido a subestimar los niveles de inflación efectivos. Esto implica que activos indexados a la inflación han tenido un retorno real mayor al de los activos nominales (1/2).

Chile: Comparativo retornos reales



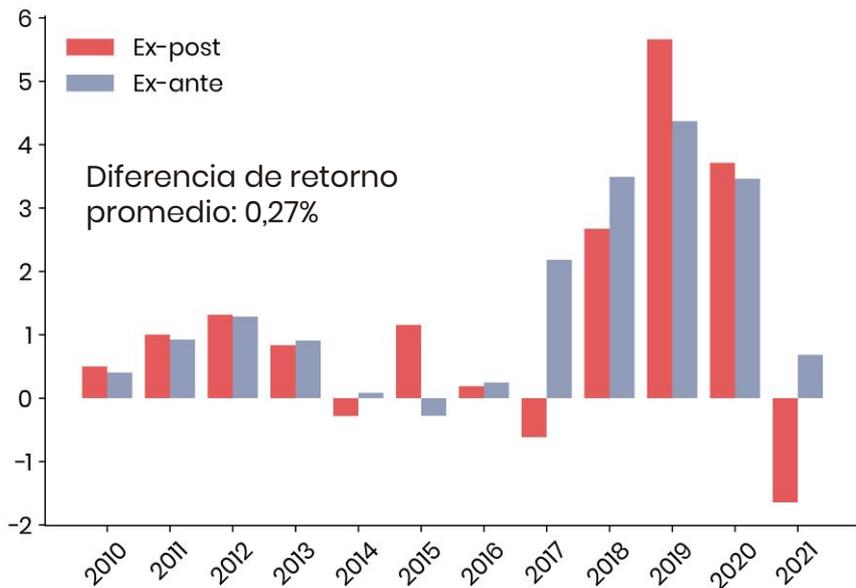
Brasil: Comparativo retornos reales



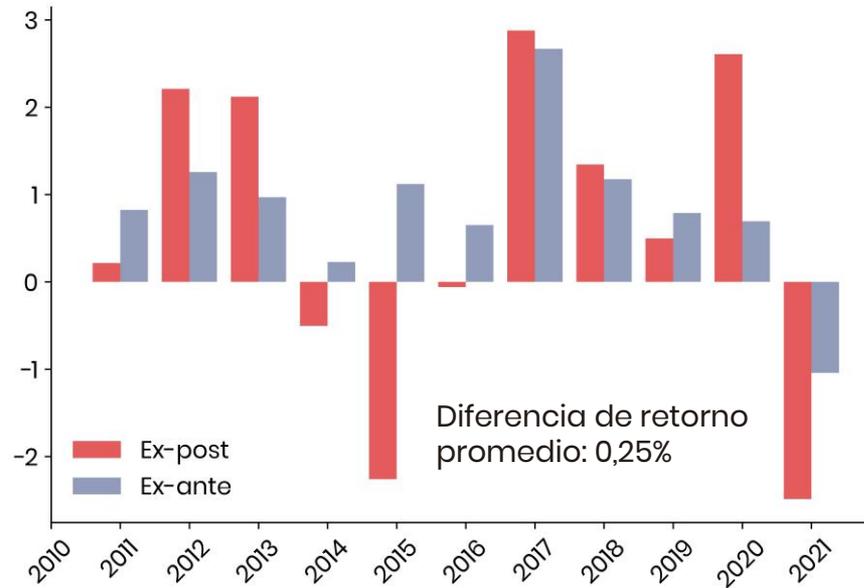
El retorno Ex-post corresponde al retorno real considerando la tasa nominal al inicio del año y inflación efectiva para ese año. Retorno Ex-ante corresponde a la tasa de inicio del periodo del instrumento indexado a la inflación para Chile o considerando la estimación de consenso de inflación al inicio del año para los otros países.

Históricamente, inflaciones de mercado ex ante han tendido a subestimar los niveles de inflación efectivos. Esto implica que activos indexados a la inflación han tenido un retorno real mayor al de los activos nominales (2/2).

México: Comparativo retornos reales



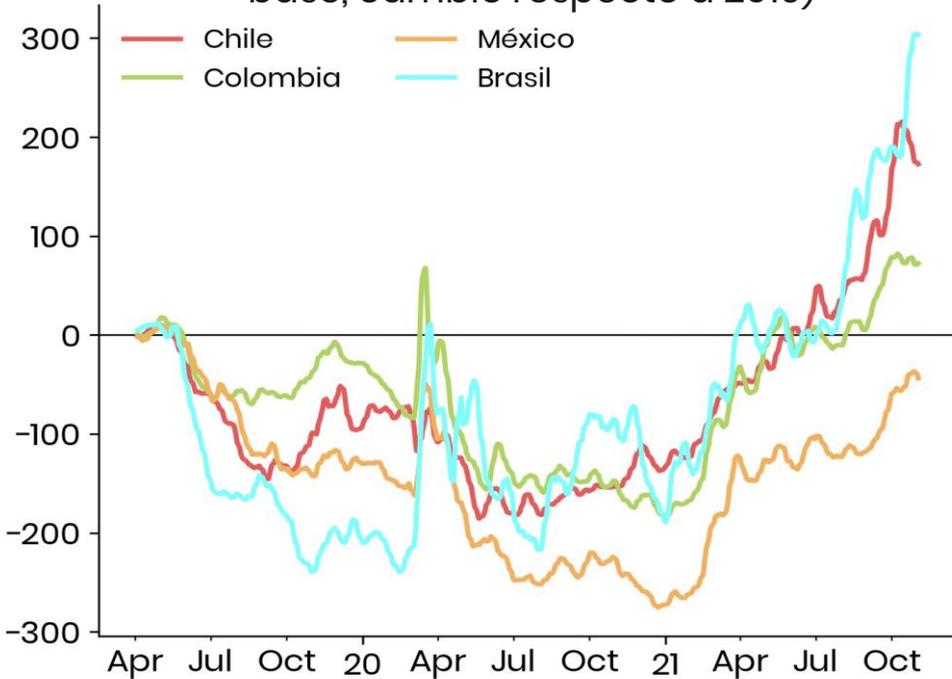
Colombia: Comparativo retornos reales



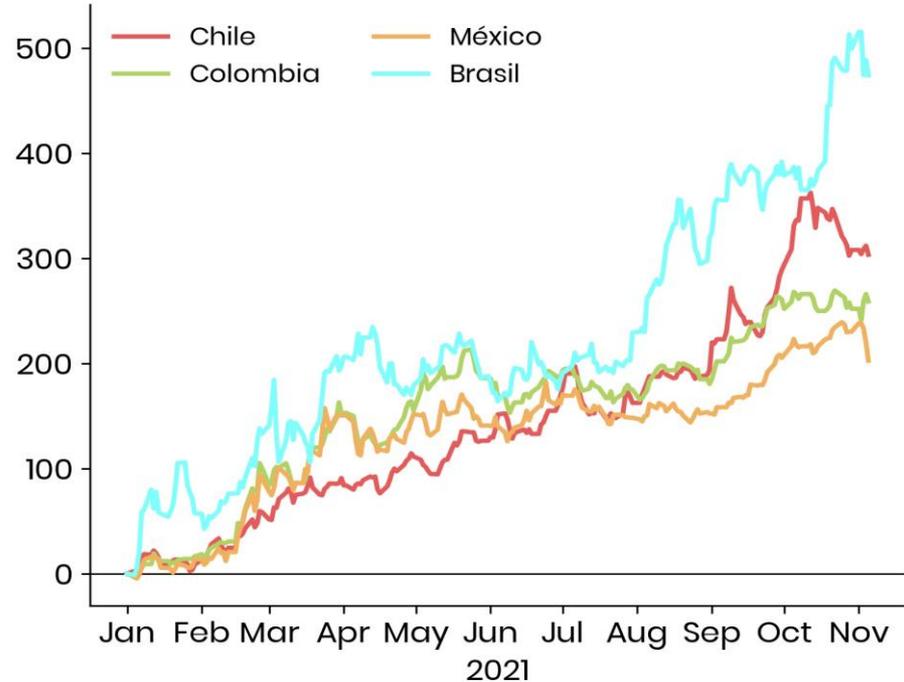
El retorno Ex-post corresponde al retorno real considerando la tasa nominal al inicio del año y inflación efectiva para ese año. Retorno Ex-ante corresponde a la tasa de inicio del periodo del instrumento indexado a la inflación para Chile o considerando la estimación de consenso de inflación al inicio del año para los otros países.

Expectativas de políticas monetarias menos expansivas han puesto presión sobre las tasas locales. Sin embargo, estas presiones también son reflejo de un aumento en las primas de riesgo por incertidumbre local.

Tasas swap nominales a 10 años (puntos base, cambio respecto a 2019)



Tasas swap nominales a 10 años (puntos base, cambio año a la fecha)



Temores asociados a un deterioro de los balances fiscales explicaría también el aumento en las tasas locales. El cambio en el nivel de deuda explica estimación de pendientes para una muestra de países emergentes.

Dependent Variable: Pendiente (SWAP10Y-TPM)

Method: Panel Least Squares

Date: 08/13/21 Time: 10:53

Sample: 1990S1 2021S1 IF EM_CH=1

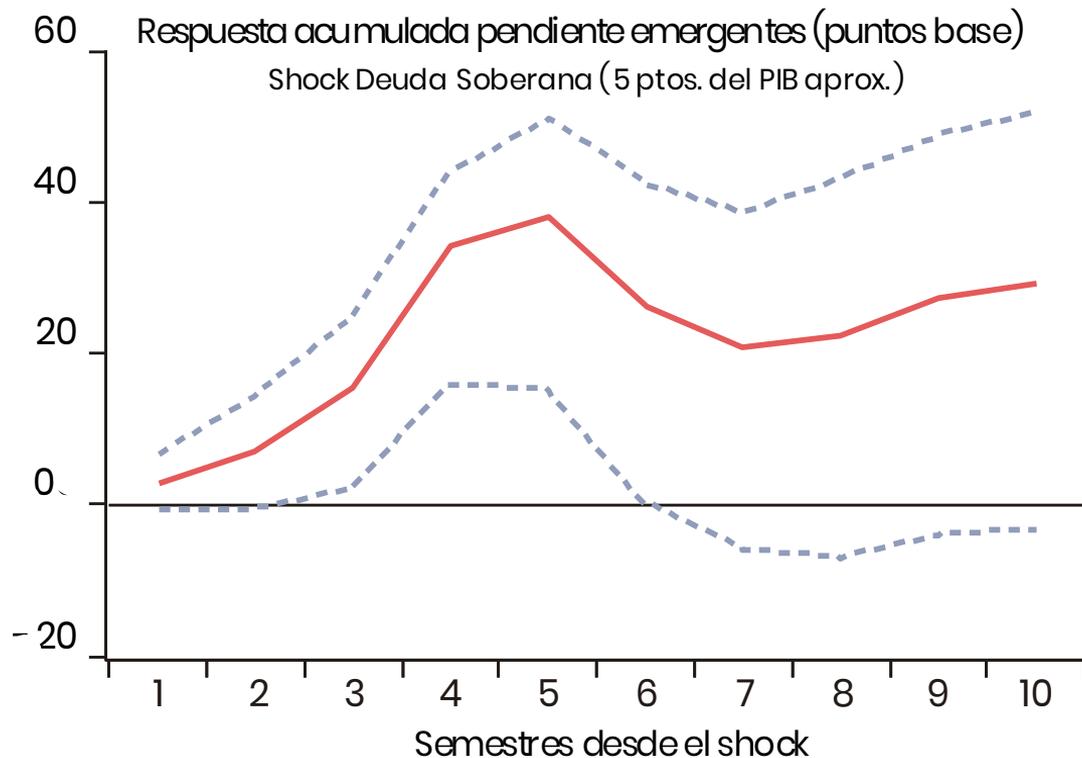
Periods included: 40

Cross-sections included: 17

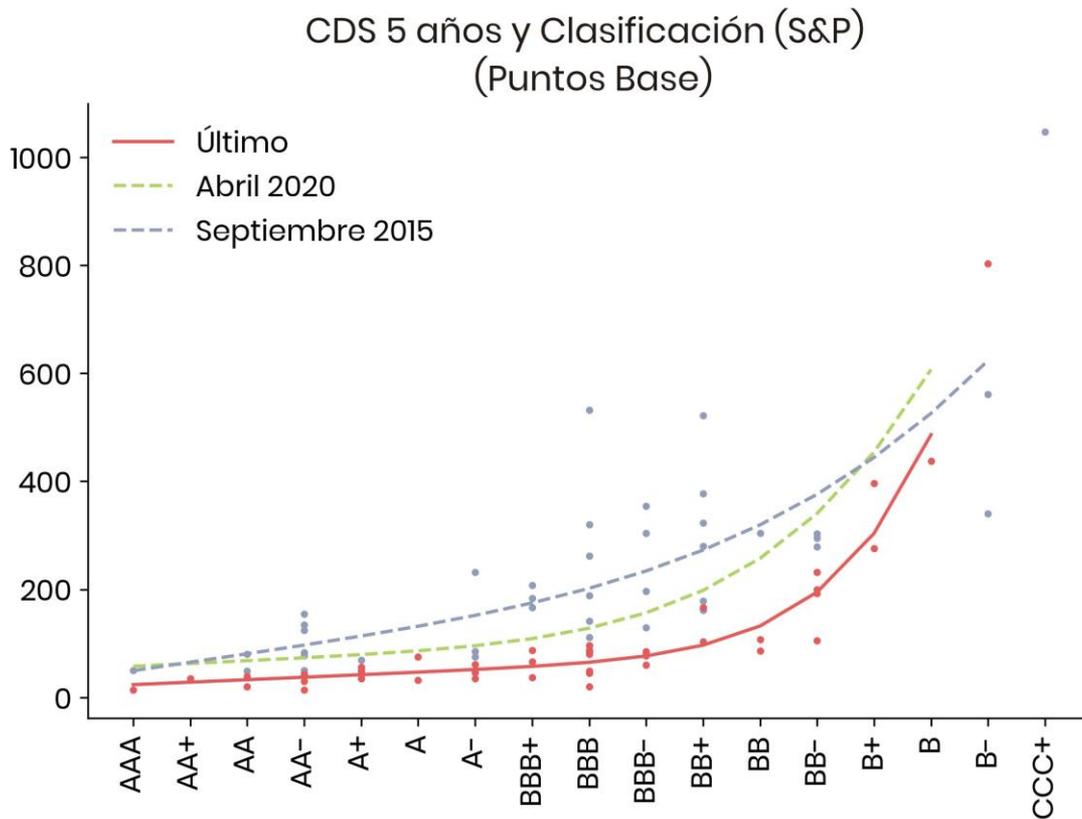
Total panel (unbalanced) observations: 537

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.009886	0.228609	8.791795	0.0000
Crec. CP	-0.228600	0.047035	-4.860230	0.0000
Crec. LP	0.257610	0.071936	3.581117	0.0004
Inflación CP	-0.545189	0.051722	-10.54076	0.0000
Inflación LP	0.017354	0.069809	0.248590	0.8038
Deuda (Var.)	0.040990	0.010786	3.800200	0.0002
TPM Real	-0.632085	0.017625	-35.86347	0.0000
UST 10y	0.598829	0.043202	13.86109	0.0000

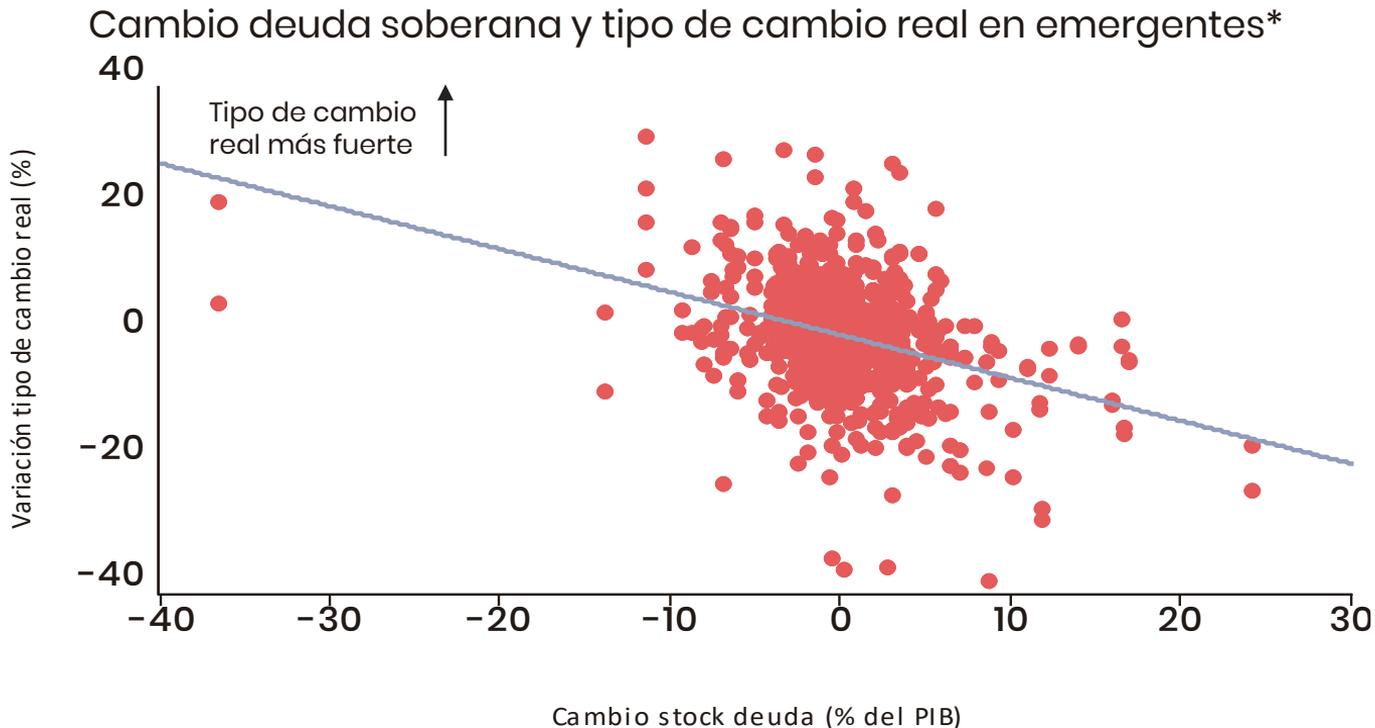
Para una muestra de mercados emergentes se encuentra que 5pp adicionales de deuda bruta implicarían cerca de 25pb de mayor pendiente (controlando por factores macro estándar).



Peores clasificaciones de crédito vienen acompañadas de un mayor 'castigo' en eventos de estrés financiero.



Perspectivas desfavorables respecto a los escenarios de política económica y el efecto en los niveles de endeudamiento explicarían también debilitamiento de los tipos de cambio reales.



* En base a muestra de panel semestral de 17 países emergentes, excluyendo a China. Un punto adicional de deuda tiene asociado un debilitamiento del tipo de cambio real de entre 0,5%-1%, controlando por efectos fijos por país y por semestre.

Para 2022 incertidumbre interna se mantendría elevada y compensaría efectos de una eventual depreciación del dólar global.

Tipo de Cambio (ML/USD, fin de período)	2020	2021 (e.)	2022 (e.)	2023 (e.)
Argentina	84.1	110	165	220
Brasil	5.2	5.4	5.3	5.3
Chile	711	800	800	750
Colombia	3,422	3,700	3,700	3,600
México	19.9	20.3	20.0	19.5
Perú	3.62	4.06	4.20	4.10



Latinoamérica: Impulso externo menos favorable, mientras que fuentes de incertidumbre interna se mantienen

Departamento de Estudios

Noviembre, 2021