

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA.
SEGUNDO SEMESTRE DE 2021.
PERSPECTIVAS, VULNERABILIDADES Y ESPACIO
DE LAS POLÍTICAS

RESUMEN

La recuperación de la actividad económica en América Latina parece haberse consolidado en el segundo semestre, tras verse interrumpida en casi todos los países en el segundo trimestre por la evolución desfavorable de la pandemia. Ello ha llevado a que en los últimos meses se haya producido una revisión generalizada al alza de las previsiones de crecimiento en la región para 2021. En este contexto, los sistemas bancarios de la región se mantienen saneados, aunque algunos indicadores —como la morosidad— empiezan a acusar la persistencia de la crisis. Además, se ha producido una notable desaceleración del crédito, vinculada en parte a la retirada generalizada de los programas de apoyo. La evolución de la recuperación, heterogénea por países, vendrá determinada por la superación de la pandemia, y se espera que siga descansando en la fortaleza de la demanda externa y de los precios de las materias primas, en el apoyo generalizado de las políticas económicas —aunque gradualmente con menor intensidad—, y en las favorables condiciones de financiación en la región, que, aunque se han tensionado recientemente, se mantienen acomodaticias en términos históricos. Un condicionante clave será la dinámica de la inflación, que ha repuntado notablemente y con carácter generalizado en la región, y, en concreto, su naturaleza más o menos transitoria. Dada la elevada incertidumbre existente sobre las perspectivas económicas, en el Informe se presentan escenarios alternativos referentes a una serie de variables epidemiológicas, económicas y financieras. En cuanto a los indicadores de vulnerabilidad macrofinanciera en la región, permanecen contenidos en los sectores externo y bancario, pero se mantienen elevados en el ámbito de las finanzas públicas, en un contexto de notable incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas.

Palabras clave: América Latina, economía latinoamericana, perspectivas económicas, crisis sanitaria, movilidad, materias primas, inflación, condiciones de financiación, flujos de capital, ahorro de los hogares, tensiones políticas y sociales, política monetaria, sostenibilidad de la deuda pública, derechos especiales de giro del FMI.

Códigos JEL: C11, E31, E52, E58, E62, F01, F30, F47.

Resumen ejecutivo

La recuperación de la actividad económica en América Latina parece haberse consolidado en el segundo semestre del año, tras verse interrumpida en casi todos los países en el segundo trimestre por el devenir de la pandemia. Ello ha llevado a que en los últimos meses se haya producido una revisión generalizada al alza de las previsiones de crecimiento en la región para 2021. La recuperación sigue siendo heterogénea por países y se está apoyando en la favorable evolución de la demanda externa y de los precios de las materias primas, en el apoyo generalizado de las políticas económicas (que, aunque ha comenzado a retirarse, mantienen un tono expansivo) y en las condiciones de financiación en la región (que, si bien se han tensionado recientemente, se mantienen acomodaticias en términos históricos).

En este contexto macrofinanciero, los sistemas bancarios de la región se mantienen saneados, aunque algunos indicadores, como la morosidad, empiezan a acusar la persistencia de la crisis. Además, se ha producido una notable desaceleración del crédito —especialmente, del empresarial—, vinculada en parte a la retirada generalizada de los programas públicos de sostenimiento del crédito. La rentabilidad bancaria repuntó en algunos países en paralelo con el aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés, al igual que lo hicieron las ratios de capital.

La normalización de la pandemia sigue siendo el principal elemento condicionante de la recuperación. Las más importantes fuentes de incertidumbre relacionadas con la pandemia se derivarían de la eventual aparición de nuevas variantes que resten efectividad al incompleto proceso de vacunación. En caso de producirse, esta situación podría incidir con particular intensidad en las economías emergentes, si bien América Latina está mostrando en el período más reciente unos de los mayores porcentajes de penetración de las vacunas y de población con inmunidad natural entre las regiones emergentes.

La intensidad de la recuperación dependerá, en todo caso, de la eventual materialización de algunos riesgos macrofinancieros. En el Informe se proporcionan estimaciones de los costes económicos asociados a varios escenarios de riesgo para las dos principales economías de la región —Brasil y México—, que incluyen un aumento del precio de las materias primas por encima de lo esperado, un escenario en el que el aumento reciente de la inflación acabe teniendo un carácter más persistente de lo previsto, que pudiera trasladarse a las expectativas de inflación y a mayores subidas de tipos de interés oficiales que las descontadas por los mercados

financieros, y un escenario en el que se simula el efecto de un aumento de la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas.

Las vulnerabilidades macrofinancieras en la región permanecen contenidas en los sectores externo y bancario, y se mantienen notablemente más elevadas en el ámbito de las finanzas públicas y en lo referente al entorno político. En este sentido, en el Informe se resaltan los riesgos asociados a la aparición o intensificación de tensiones políticas y sociales, en un contexto de intenso ciclo electoral en la región.

La inflación ha repuntado notablemente y con carácter generalizado en la región. Aunque este repunte parece tener una naturaleza predominantemente transitoria, pues no se ha trasladado a las expectativas de inflación de medio plazo, los bancos centrales de la región han iniciado un ciclo de endurecimiento de su política monetaria, si bien esta sigue manteniéndose en terreno netamente expansivo. Si el aumento de la inflación tuviera un carácter más permanente o se endurecieran las condiciones de financiación externas para las economías latinoamericanas, el margen de actuación de la política monetaria se vería restringido.

La posición de las finanzas públicas ha mejorado recientemente, dada la reducción observada de los déficits públicos, aunque los niveles de endeudamiento permanecen elevados, lo que condiciona el margen de la política fiscal. A pesar de las mejores perspectivas de crecimiento del PIB, persisten riesgos significativos sobre la dinámica de la deuda pública, especialmente dada la ausencia de marcos futuros claros para las necesarias consolidaciones presupuestarias a medio plazo.

En este contexto de reducción de los márgenes de las políticas macroeconómicas nacionales, sigue resultando clave el papel de la red de seguridad global y regional. En ese sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó una emisión de derechos especiales de giro (DEG), en agosto de 2021, que proporciona un importante colchón financiero mediante la reducción del riesgo y el fortalecimiento de la posición externa de los países emergentes, incluidos los de la región. Además, esta nueva emisión de DEG podría complementarse con mecanismos para la reasignación de los DEG excedentes de países desarrollados a los países en desarrollo y emergentes mediante fondos fiduciarios multilaterales.

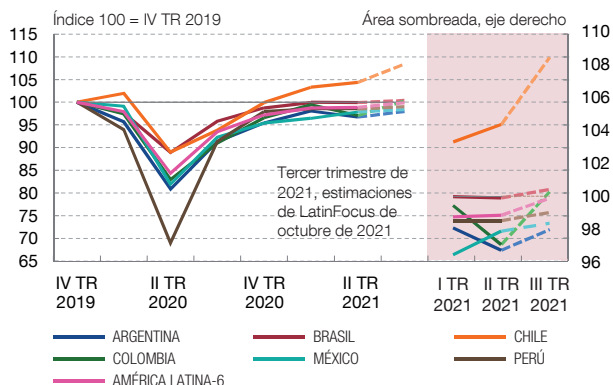
La actividad económica en América Latina continuó su recuperación en el segundo semestre de 2021, condicionada por la evolución de la pandemia

De acuerdo con la información más reciente, la actividad económica agregada de las principales economías de Latinoamérica podría registrar un avance cercano al 1 % en el tercer trimestre de este año con respecto al período abril-junio (véanse gráfico 1.1 y cuadro 1), apuntando a una consolidación de la recuperación en la segunda mitad del

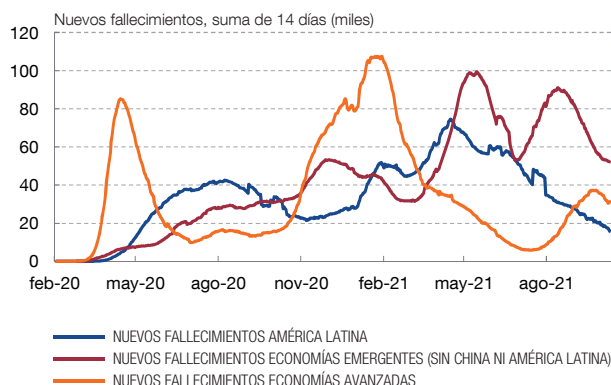
RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA EN EL TRAMO FINAL DE 2021, TODAVÍA CONDICIONADA POR LA PANDEMIA

El comportamiento más dinámico de la actividad en el tercer trimestre está permitiendo volver a una senda generalizada de recuperación económica, que se había visto interrumpida en el segundo trimestre del año por el devenir de la pandemia, aunque se sigue observando un debilitamiento del vínculo entre actividad económica y movilidad. Las tasas de vacunación en la región se han situado por encima de la media del resto de los países emergentes.

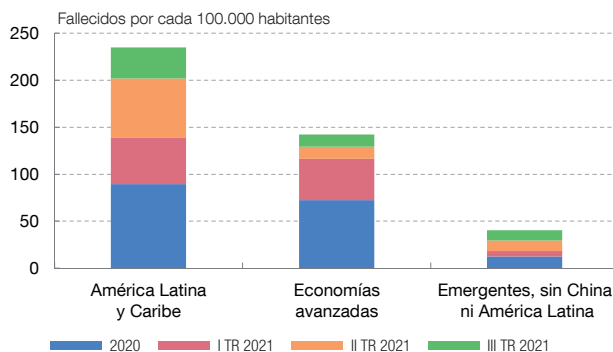
1 AMÉRICA LATINA-6 (a). EVOLUCIÓN DEL PIB REAL



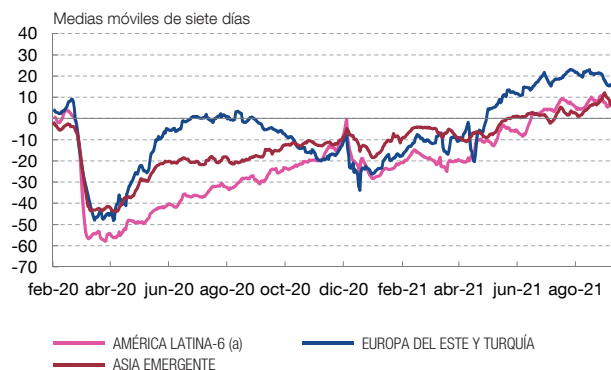
2 FALLECIDOS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA



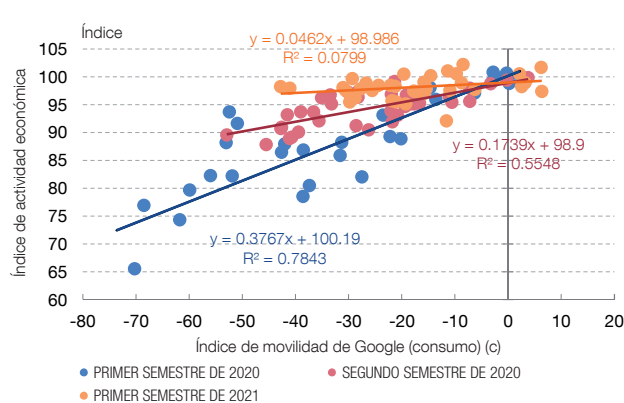
3 FALLECIMIENTOS EN LAS DISTINTAS OLAS



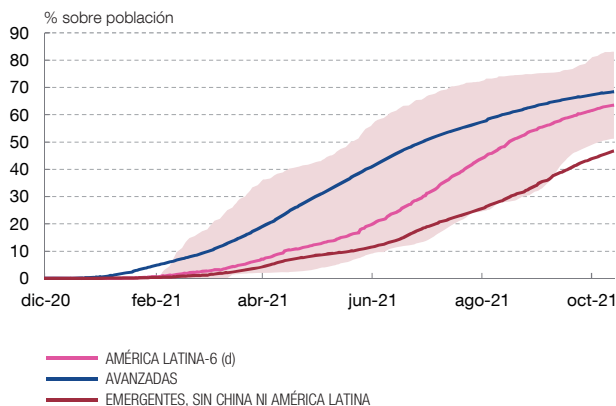
4 DATOS DE MOVILIDAD. CONSUMO (b)



5 ACTIVIDAD ECONÓMICA E ÍNDICE DE MOVILIDAD (c)



6 PORCENTAJE DE PERSONAS VACUNADAS QUE HAN RECIBIDO AL MENOS UNA DOSIS



FUENTES: Johns Hopkins, Google Mobility Report, Refinitiv, LatinFocus y estadísticas nacionales.

- a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- b Datos de movilidad relativos a actividades vinculadas con el consumo. «Consumo» es la media de las actividades «comercio minorista y ocio» y «alimentación y farmacia». El valor de referencia se calcula durante el período de cinco semanas comprendido entre el 3 de enero y el 6 de febrero de 2020.
- c Los puntos representan los datos mensuales de las seis principales economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) en cada uno de los semestres indicados.
- d El área sombreada representa, para cada momento en el tiempo, el mayor y el menor valor de los seis países que componen el agregado (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).



Cuadro 1

AMÉRICA LATINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	Promedio 2007-2019	Previsiones FMI (WEO, octubre de 2021)			2020				2021		
		2020	2021	2022	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)
PIB (variación respecto al período anterior) (b)											
América Latina y Caribe (c)	2,1	-7,0	6,3	3,0	-2,1	-13,8	11,1	4,0	0,6	0,0	1,0
Argentina	1,6	-9,9	7,5	2,5	-4,3	-15,5	12,9	4,5	2,8	-1,4	1,3
Brasil	1,9	-4,1	5,2	1,5	-2,3	-9,0	7,7	3,1	1,2	-0,1	0,5
México (d)	1,9	-8,5	6,2	4,0	-0,9	-17,3	12,7	3,3	1,1	1,5	0,5
Chile	3,1	-5,8	11,0	2,5	1,9	-12,7	5,4	6,5	3,4	1,0	3,9
Colombia (d)	3,7	-6,8	7,6	3,8	-2,6	-14,8	9,7	6,2	2,9	-2,4	3,3
Perú	4,9	-11,0	10,0	4,6	-6,0	-26,6	32,4	7,2	0,6	0,0	0,5
IPC (tasa interanual) (b)											
América Latina y Caribe (c)	5,5	6,4	9,3	7,8	3,6	2,5	2,9	3,5	4,2	6,1	7,2
Argentina	17,8	42,0	n/a	n/a	50,4	43,9	39,8	36,4	40,6	48,5	51,9
Brasil	5,6	3,2	7,7	5,3	3,8	2,1	2,6	4,3	5,3	7,7	9,6
México	4,2	3,4	5,4	3,8	3,4	2,8	3,9	3,5	4,0	6,0	5,8
Chile	3,3	3,0	4,2	4,4	3,7	2,9	2,7	2,9	3,0	3,6	4,9
Colombia	4,2	2,5	3,2	3,5	3,7	2,9	1,9	1,6	1,6	3,0	4,3
Perú	3,0	1,8	3,1	2,5	1,9	1,7	1,8	2,0	2,6	2,7	4,7
Saldo presupuestario (% del PIB) (b) (e)											
América Latina y Caribe (c)	-3,8	-8,7	-2,4	-1,0	-3,9	-6,9	-8,1	-8,6	-8,3	—	—
Argentina	-2,0	-8,3	n/a	n/a	-4,3	-7,1	-8,2	-8,3	-7,1	-4,5	—
Brasil	-4,9	-13,6	-6,2	-7,4	-6,1	-11,1	-13,5	-13,6	-12,7	-7,3	—
México	-2,2	-2,6	-4,2	-3,5	-1,9	-2,7	-2,1	-2,6	-2,9	-2,3	—
Chile	-0,6	-7,3	-7,9	-1,6	-2,8	-5,0	-7,5	-7,3	-7,6	-7,1	—
Colombia	-3,1	-8,1	-8,4	-6,4	-1,7	-4,5	-6,2	-8,1	-8,8	—	—
Perú	-0,9	-9,4	-5,4	-3,9	-2,8	-4,8	-7,2	-9,4	-9,4	-7,4	—
Deuda pública (% del PIB) (b)											
América Latina y Caribe (c)	52,7	77,2	72,7	73,3	62,6	68,2	70,6	69,8	69,8	65,2	—
Argentina	44,3	86,3	n/a	n/a	82,7	94,6	90,9	86,3	83,1	70,5	—
Brasil	61,3	88,8	90,6	90,2	76,9	83,6	88,7	88,8	87,8	83,2	—
México	38,4	53,9	59,8	60,1	51,4	54,8	56,0	53,9	56,0	52,3	—
Chile	14,6	32,5	34,4	37,3	29,1	30,8	32,0	32,5	32,4	32,6	—
Colombia	47,4	61,8	66,7	67,6	52,9	56,8	61,0	61,8	63,7	63,1	—
Perú	29,7	34,7	35,0	36,9	26,3	30,2	31,9	34,7	36,3	33,9	—
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (b) (e)											
América Latina y Caribe (c)	-1,9	0,2	-0,6	-1,0	-2,1	-1,7	-0,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,6
Argentina	-1,3	0,8	1,0	0,8	0,1	1,2	1,8	0,9	0,9	0,8	1,0
Brasil	-2,3	-1,8	-0,5	-1,7	-3,8	-3,2	-2,1	-1,8	-1,7	-1,3	-0,8
México	-1,5	2,4	0,0	-0,3	0,0	-0,5	1,1	2,4	2,6	2,9	0,6
Chile	-1,4	1,3	-2,5	-2,2	-3,3	-1,3	0,2	1,3	0,7	-1,1	-3,9
Colombia	-3,6	-3,7	-4,4	-4,0	-4,4	-4,2	-3,6	-3,6	-3,9	-4,5	-4,4
Perú	-2,5	0,8	0,4	0,1	-0,4	0,0	0,8	0,8	0,1	-0,9	0,5
Deuda externa (% del PIB) (b)											
América Latina y Caribe (c)	35,2	56,3	49,8	48,9	39,1	42,5	45,1	47,3	47,4	45,1	—
Argentina	38,4	71,0	—	—	61,9	65,9	68,3	69,8	68,9	63,2	—
Brasil	35,4	44,3	—	—	35,1	37,0	40,1	44,0	44,6	44,6	—
México	21,3	34,2	—	—	28,5	31,8	33,8	34,3	34,6	31,6	—
Chile	68,3	82,5	—	—	72,4	80,9	83,6	82,3	78,1	72,9	—
Colombia	38,9	56,9	—	—	44,3	49,9	52,8	56,7	55,8	53,8	—
Perú	40,1	43,2	—	—	35,4	39,0	41,6	43,3	44,9	41,9	—
PRO MEMORIA: Agregado de economías emergentes, excluidas América Latina y China (FMI, WEO de octubre de 2021)											
PIB (tasa interanual)	4,5	-3,5	5,4	5,3	—	—	—	—	—	—	—
IPC (tasa interanual)	7,0	6,3	7,3	6,1	—	—	—	—	—	—	—
Saldo presupuestario (% del PIB)	-0,7	-6,4	-4,1	-3,1	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública (% del PIB)	39,6	57,9	58,0	58,6	—	—	—	—	—	—	—
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,7	0,0	0,7	0,4	—	—	—	—	—	—	—
Deuda externa (% del PIB)	27,6	29,3	28,7	27,8	—	—	—	—	—	—	—
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	31,5	32,0	31,8	31,9	—	—	—	—	—	—	—

FUENTES: FMI, Refinitiv, LatinFocus y estadísticas nacionales.

- a Estimaciones de LatinFocus de octubre de 2021 para el PIB y la balanza por cuenta corriente. Datos publicados para el IPC.
b América Latina y el Caribe representan un 7,3 % del PIB mundial medido en PPP. Las seis economías mostradas representan un 86 % sobre el total de América Latina y el Caribe (FMI).
c Datos trimestrales, agregado de las seis principales economías (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), y para la inflación, agregado sin Argentina.
d Series ajustadas de estacionalidad.
e Media móvil de cuatro trimestres.

ejercicio. Este comportamiento más dinámico reciente está permitiendo volver a una senda generalizada de recuperación económica, dado que, con las notables excepciones de México y, en menor medida, de Chile, aquella se había visto interrumpida en el segundo trimestre del año. De hecho, las economías de Argentina, Brasil y Colombia registraron caídas del PIB en ese trimestre, mientras que en Perú el crecimiento fue nulo. Esta evolución vino explicada, en parte, por razones idiosincrásicas en algunos países, como el recrudecimiento de las tensiones sociales en mayo en Colombia, pero, principalmente, reflejó un elemento común ligado al devenir de la incidencia de la crisis sanitaria, tras reinstaurarse en varios países algunas de las medidas de restricción para enfrentarse al aumento de los contagios, y también por el propio comportamiento preventivo de la población (véanse gráficos 1.2 a 1.4). No obstante, se sigue observando una disminución progresiva del impacto económico de la reducción de la movilidad, pues se aprecia una reducción de la correlación entre movilidad y actividad, posiblemente reflejando la adaptación creciente de los agentes económicos a la emergencia sanitaria (véase gráfico 1.5).

Los factores externos han seguido apoyando la recuperación en América Latina

Entre los factores externos que están apoyando la recuperación en la región, cabe resaltar el crecimiento en los principales socios comerciales, entre los que destacan el área del euro y, aunque han mostrado cierta desaceleración en los últimos meses, Estados Unidos y China (véase gráfico 2.1). También la evolución positiva del precio de las materias primas y, por tanto, de los términos de intercambio, que se mantienen por encima de sus medias históricas, e incluso en alguna de ellas —como el petróleo— ha registrado aumentos significativos recientemente (véase gráfico 2.2). Del mismo modo, como se describirá con mayor detalle más adelante, las condiciones globales de financiación han seguido siendo favorables, apoyadas por el mantenimiento de políticas expansivas en las economías desarrolladas, y han continuado los flujos de capitales positivos hacia América Latina, así como los flujos de remesas a la región, muy relevantes para México y para las economías de América Central y el Caribe.

Los factores internos, por su parte, muestran mejoras en el frente sanitario, un menor apoyo por parte de las políticas económicas y cierto endurecimiento de las condiciones de financiación

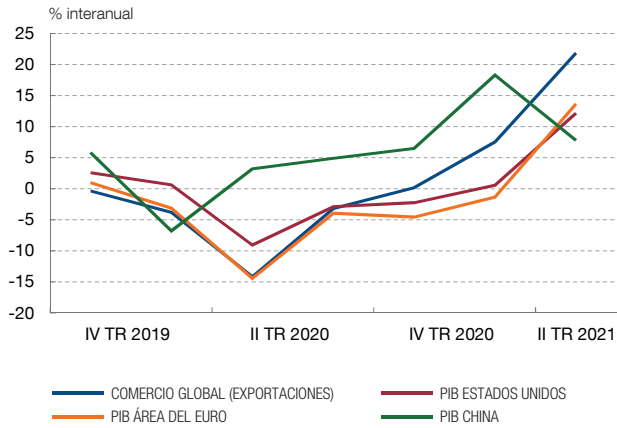
Las medidas de confinamiento, que se endurecieron en los primeros meses de 2021 como respuesta a la agudización de la pandemia, con diferencias entre países, comenzaron a flexibilizarse de nuevo de forma clara desde mayo, dejando de limitar el dinamismo de la actividad desde entonces. En este sentido, además, hay que destacar que el proceso de vacunación se ha acelerado notablemente, y las tasas de vacunación en la región se han situado, en general, en niveles elevados en comparación con otras economías emergentes (véase gráfico 1.6). Por su parte, el

Gráfico 2

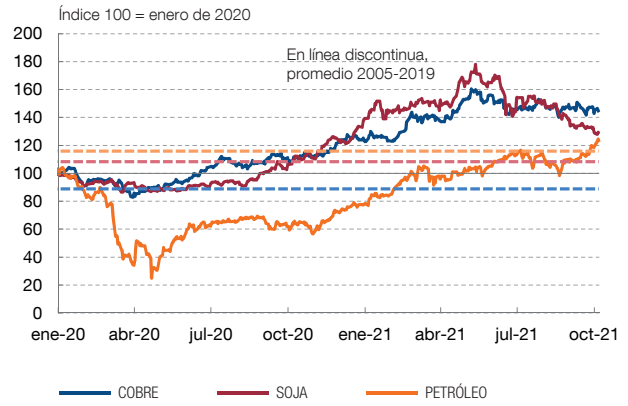
LA RECUPERACIÓN SE ESTÁ APOYANDO EN FACTORES EXTERNOS FAVORABLES Y ESTÁ SIENDO HETEROGÉNEA POR PAÍSES

La recuperación se está viendo favorecida por factores externos, como el crecimiento de los principales socios comerciales, y por la dinámica positiva de los precios de las materias primas, que continúan por encima de su media histórica. La recuperación está siendo desigual entre países. Si bien Brasil, Chile y Colombia podrían recuperar el nivel previo a la pandemia este mismo año, se estima que en el resto no se producirá, al menos, hasta 2022. Los efectos negativos en el mercado de trabajo están siendo más persistentes que en actividad.

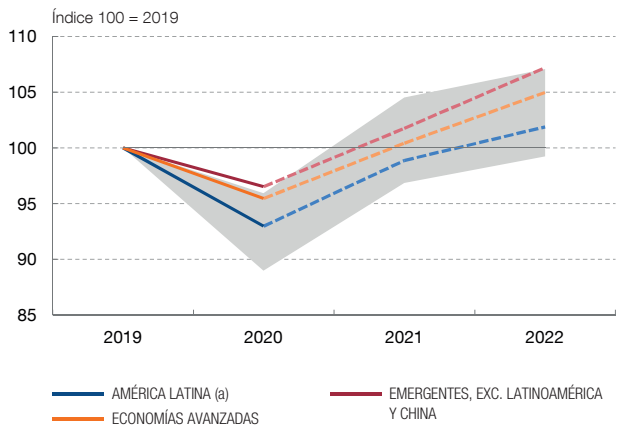
1 DETERMINANTES EXTERNOS



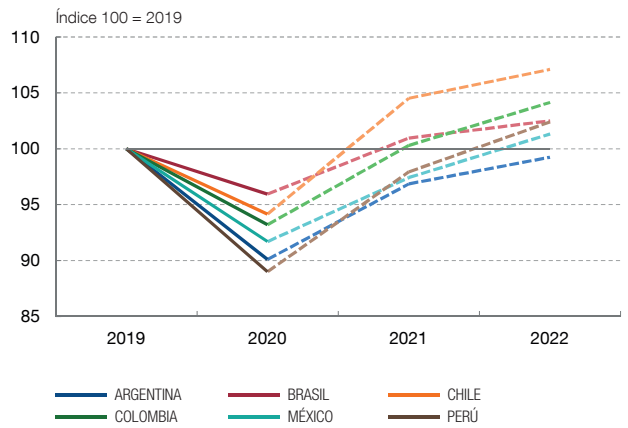
2 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



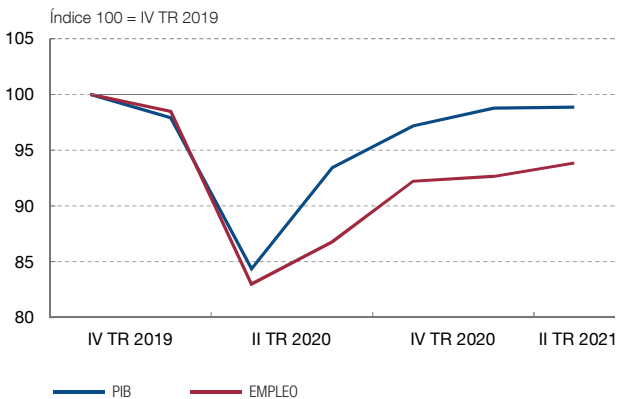
3 NIVELES DEL PIB POR ÁREAS



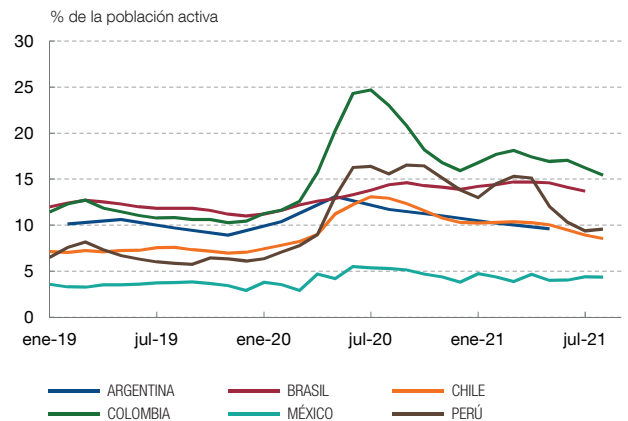
4 NIVELES DEL PIB EN LAS SEIS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA



5 ACTIVIDAD Y EMPLEO



6 TASA DE PARO



FUENTES: FMI, Refinitiv y CPB World Trade Monitor.

a Agregado de América Latina y el Caribe (FMI). El área sombreada corresponde al rango entre el máximo y el mínimo valor para cada año entre las seis principales economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).



apoyo generalizado¹ de las políticas económicas, que resultó crucial para mitigar el impacto económico de la crisis sanitaria y, en sus fases iniciales, mantener el normal funcionamiento de los mercados financieros, ha comenzado a retirarse, especialmente en el caso de la política monetaria, aunque mantiene un tono expansivo. Por otro lado, las condiciones de financiación internas se han endurecido, al producirse un aumento de los tipos de interés de más largo plazo en moneda local.

Las perspectivas económicas para el conjunto de 2021 han mejorado

En este contexto, y a diferencia de lo observado en otras economías emergentes, como las asiáticas, las proyecciones de crecimiento de las economías latinoamericanas se han revisado al alza para 2021, después de que en 2020 la región sufriera la peor contracción de su PIB desde que existen datos disponibles y el peor desempeño de todas las regiones emergentes (-7%)² (véase gráfico 2.3). Así, las previsiones más recientes del FMI³ apuntan a un crecimiento del 6,3 % en 2021, lo que supone una revisión al alza de 1,7 puntos porcentuales (pp) con respecto a sus previsiones de abril⁴, en línea con la pauta generalizada de los analistas de mejorar las perspectivas económicas para la región⁵. Por países, se espera una elevada heterogeneidad, con tasas de crecimiento para 2021 que van desde el 5,2 % previsto para Brasil hasta el 11 % para Chile. No obstante, con carácter general, la tasa media de variación del PIB estimada para 2021 refleja en gran medida el pronunciado dinamismo que presentaron las economías de la región en el segundo semestre de 2020, que está dando lugar a un efecto de arrastre significativo este año⁶ (véase gráfico 2.4).

La recuperación sigue siendo heterogénea entre los distintos países de la región y por sectores de actividad

Los distintos ritmos de recuperación en la región en el corto plazo se explican por el desigual punto de partida previo a la pandemia en cuanto a vulnerabilidades

1 Para una descripción de las principales medidas de política económica de los países de la región, véanse, entre otros, Banco de España (2020a), Banco de España (2020b) (para los programas de compra de títulos de deuda), Banco de España (2020c) (para el papel de las instituciones internacionales), Banco Interamericano de Desarrollo (2021) (en particular, para las medidas micro- y macroprudenciales). Véase también Banco Central de Chile (2020) para una descripción y valoración de las medidas adoptadas en países como Chile o Perú, que autorizaban a los ahorradores en los planes de pensiones privados a retirar una fracción de sus ahorros.

2 Véanse Banco de España (2020d), Banco de España (2021) y Hernández de Cos (2021), donde se consideran las características estructurales diferenciales de América Latina que podrían explicar la mayor caída de la actividad observada en 2020.

3 Véase Fondo Monetario Internacional (2021a).

4 Véase Fondo Monetario Internacional (2021b).

5 Véase el recuadro 1 de este Informe para una evaluación cuantitativa de los principales factores explicativos de este aumento de la previsión de crecimiento del PIB en 2021 para las dos mayores economías de la región (Brasil y México).

6 Sobre el efecto de arrastre, véase González Mínguez y Martínez Carrascal (2019).

económicas, las diferencias en el apoyo inicial y ritmo de retirada de las políticas económicas⁷, la evolución de la demanda externa, tanto en lo referente a su composición por productos y socios comerciales como por el grado de apertura de las economías, y las distintas estrategias de contención de la enfermedad, tanto en las medidas de restricción de la movilidad como en la evolución del proceso de vacunación (véase gráfico 1.6 de nuevo). De esta manera, algunas economías (como las de Brasil y Chile) que han recibido un notable apoyo de las políticas económicas y han sufrido menores restricciones de movilidad, en el primer caso, y registrado un mayor ritmo de vacunación, en el segundo, ya habrían recuperado en el tercer trimestre de 2021 el nivel de PIB de finales de 2019, de acuerdo con las proyecciones disponibles (véase gráfico 1.1 de nuevo). Sin embargo, los efectos en el mercado de trabajo de la crisis provocada por la pandemia de COVID-19 están siendo más persistentes, y fueron mucho mayores que los de crisis anteriores⁸, observándose notables pérdidas en los niveles de ocupación (véase gráfico 2.5), una caída en la participación laboral y aumentos en la tasa de paro (véase gráfico 2.6) mucho más marcados⁹.

Por sectores de actividad, el avance de las manufacturas no pareció verse ralentizado significativamente en la primera mitad del año por los cuellos de botella que han surgido en las cadenas globales de valor, y los servicios se mostraron más dinámicos (véase gráfico 3.1). Por el lado de la demanda, destaca la fuerte recuperación de la inversión (véase gráfico 3.2), que se situó por encima del nivel previo a la pandemia en casi todas las economías, con la notable excepción de México, cuando había sido el componente del PIB en la región que había registrado el peor comportamiento desde 2014.

La posición de las balanzas por cuenta corriente también mostró una evolución heterogénea en el primer semestre de 2021, tras exhibir mayoritariamente posiciones de superávit en 2020 (véase cuadro 1), dependiendo fundamentalmente de la evolución de la balanza comercial de bienes. En ese sentido, en algunos países (como Chile, Colombia y Perú) se ha producido una fuerte recuperación de las importaciones, en línea con la evolución de la demanda interna y por encima de las exportaciones, pese a que estas también mostrarían un marcado dinamismo y unos términos de intercambio favorables. La balanza de rentas, históricamente deficitaria en América Latina, ha mostrado un mayor déficit (a medida que se incrementan las ganancias de las empresas extranjeras), al igual que la cuenta de servicios (los asociados al turismo aún se mantienen deprimidos con respecto al

7 Destacan, en este sentido, los cuantiosos estímulos —especialmente, fiscales— en Brasil, Chile y Perú, y de mucha menor magnitud en el caso de México. Véanse Banco de España (2020a), Banco Interamericano de Desarrollo (2021) y «Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic» en Methodological and Statistical Appendix del Fiscal Monitor.

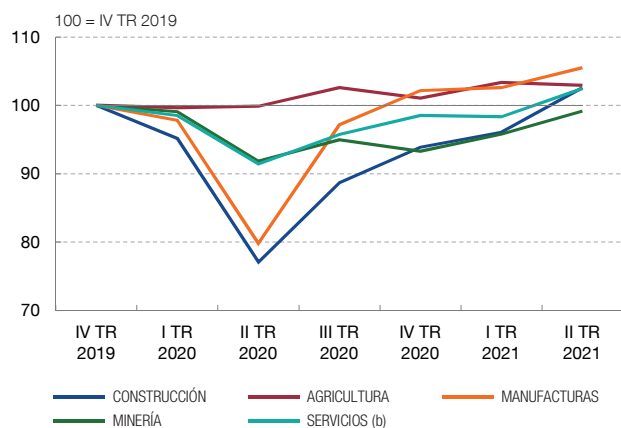
8 Además, a diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores, no se ha observado un aumento del empleo informal que hubiera permitido absorber parte de la perturbación.

9 El impacto de la crisis está siendo desigual por géneros y niveles de renta y de educación en la región. Véase Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2021a).

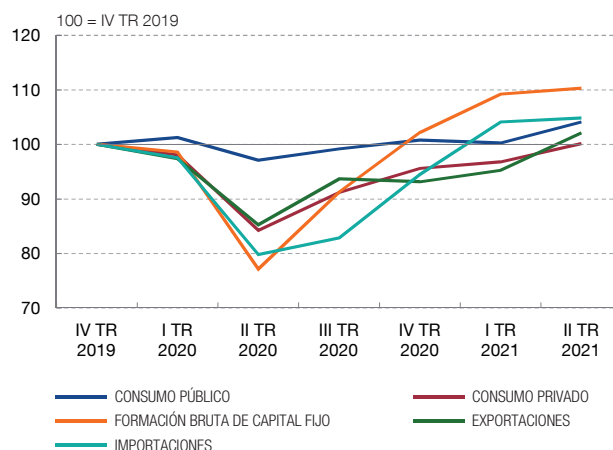
HETEROGENEIDAD POR SECTORES Y COMPONENTES DE LA DEMANDA. EL AHORRO SE MANTIENE ELEVADO

Por sectores de actividad, las manufacturas continuaron el avance sostenido y los servicios se mostraron más dinámicos. Por el lado de la demanda, destaca la fuerte recuperación de la inversión. Por otra parte, el ahorro continúa en niveles elevados, en algunos casos todavía en máximos de las dos últimas décadas.

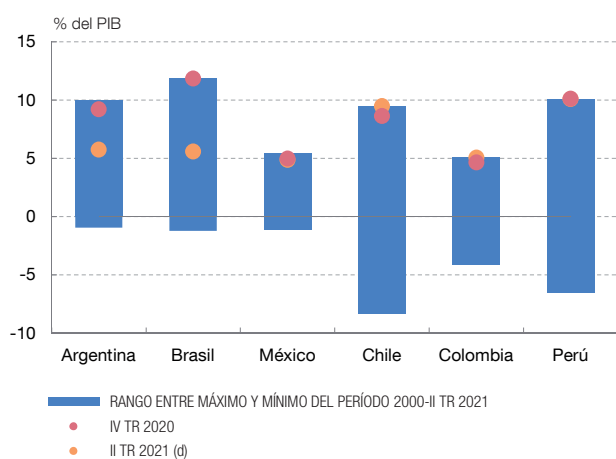
1 EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL PIB POR EL LADO DE LA OFERTA (a)



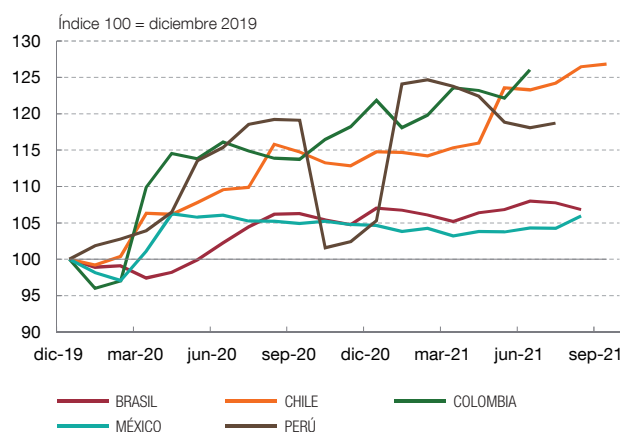
2 EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA (a)



3 AHORRO (c)



4 DEPÓSITOS BANCARIOS (e)



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

b El sector servicios no incluye exactamente los mismos subsectores entre países.

c Capacidad de financiación (+) y necesidad de financiación (-) del sector privado interno.

d Primer trimestre de 2021 para Colombia.

e En términos reales.



nivel previo a la pandemia). La única cuenta que opera en sentido contrario es la balanza de transferencias, dada la favorable evolución de las remesas en algunas economías. En cualquier caso, la posición de la balanza por cuenta corriente es, en general, mucho más favorable que la registrada en la década anterior y —en esta ocasión, y a diferencia de otros episodios pasados en la región— las restricciones de financiación externa son menores.

La inflación ha repuntado notablemente y con carácter generalizado en la región

La inflación ha pasado a situarse, en las principales economías de la región con objetivo de inflación, por encima del límite superior del intervalo objetivo. El aumento con respecto a los mínimos históricos registrados en 2020 (véase gráfico 4.1) viene explicado principalmente por los componentes más volátiles —alimentos y energía— (véase gráfico 4.3), partidas que tienen un mayor peso en las cestas de consumo en las economías emergentes en general, y en las latinoamericanas en particular, aunque también se ha observado un aumento de la inflación subyacente (véase gráfico 4.2). Detrás de este aumento de la inflación se encuentran una serie de factores comunes, como la incidencia de efectos de base, el rebote en el consumo privado, la incidencia de elementos de oferta ligados a las disrupciones en las cadenas de valor, y el impacto rezagado de las depreciaciones cambiarias¹⁰, dado que, en esta ocasión, el aumento del precio de las materias primas no ha venido acompañado de apreciaciones de los tipos de cambio como en episodios históricos anteriores¹¹ (véase gráfico 4.4). También se pueden mencionar factores idiosincrásicos nacionales. Por ejemplo, Brasil ha experimentado una sequía severa, con efectos sobre el precio de la electricidad y de algunos alimentos, y Colombia sufrió un episodio de protestas populares que llevó asociado un aumento del precio de los alimentos.

Por otro lado, a pesar de que los bancos centrales de la región destacan que las economías, en general, mantienen una brecha negativa de producción¹², los cambios en el comportamiento de los consumidores y los problemas de oferta en algunos sectores, ocasionados por la pandemia y las medidas de restricción para enfrentarla, han modificado los precios relativos de algunos bienes y servicios, lo que complica la diferenciación entre perturbaciones de carácter transitorio o más permanente y, por tanto, el diagnóstico del carácter y la magnitud de las presiones inflacionistas. En ese sentido, estas presiones inflacionistas, que también se observan a escala global, aunque con menor intensidad, parecen tener una naturaleza predominantemente transitoria, lo que se refleja en el hecho de que las expectativas de inflación en la región para finales de 2022, y para más largo plazo, se sitúan cercanas a los objetivos de inflación de los distintos bancos centrales (véanse gráficos 4.5 y 4.6). No obstante, dada la inusualmente elevada incertidumbre sobre el comportamiento de la inflación a escala global, no puede descartarse una mayor persistencia de la dinámica alcista en los precios¹³.

10 Véase Forbes *et al.* (2020).

11 El aumento en el precio de las materias primas habitualmente venía acompañado de una apreciación de los tipos de cambio en los países exportadores de estos productos. Pero en esta ocasión se han observado depreciaciones, en parte porque no se han registrado entradas de flujos de capitales para invertir en estos sectores de la misma magnitud que en episodios anteriores.

12 En el caso de Chile, no obstante, la demanda interna se ha mostrado muy dinámica, gracias a las transferencias de renta desde el sector público y a las retiradas de los fondos de pensiones.

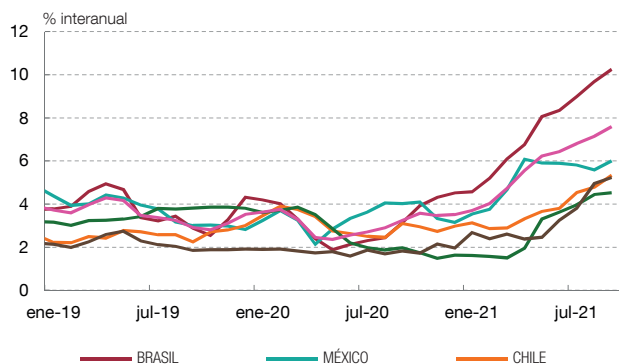
13 Véase, por ejemplo, el capítulo 2 de Fondo Monetario Internacional (2021a).

Gráfico 4

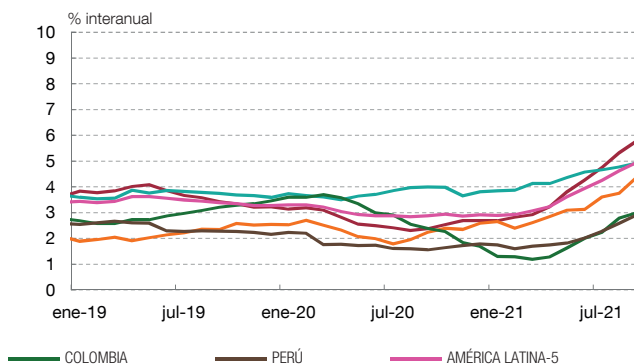
LA INFLACIÓN HA AUMENTADO NOTABLEMENTE EN LA REGIÓN, DEBIDO PRINCIPALMENTE A LOS COMPONENTES MÁS VOLÁTILES (ENERGÍA Y ALIMENTOS)

El aumento de la inflación con respecto a los mínimos históricos registrados en 2020 se explica principalmente por un incremento de los precios de los alimentos y de la energía, aunque también se ha observado un aumento de la inflación subyacente. Otro factor que podría determinar este incremento es la depreciación cambiaria, generalizada en el conjunto de la región. De hecho, el aumento del precio de las materias primas no ha ocasionado esta vez una apreciación del tipo de cambio. Esta situación podría ser transitoria, pues las expectativas de inflación para finales de 2022 y para más largo plazo se sitúan cercanas a los objetivos de inflación de los distintos bancos centrales.

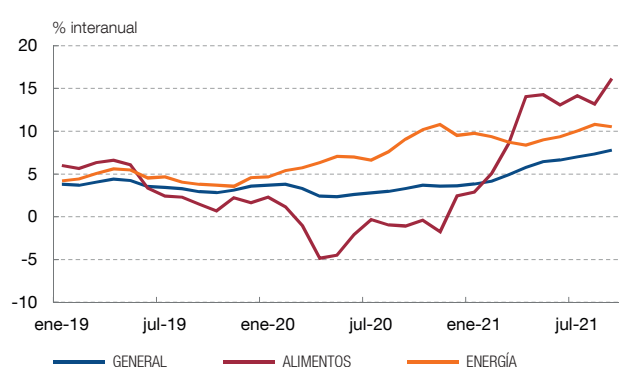
1 INFLACIÓN. AMÉRICA LATINA-5 (a)



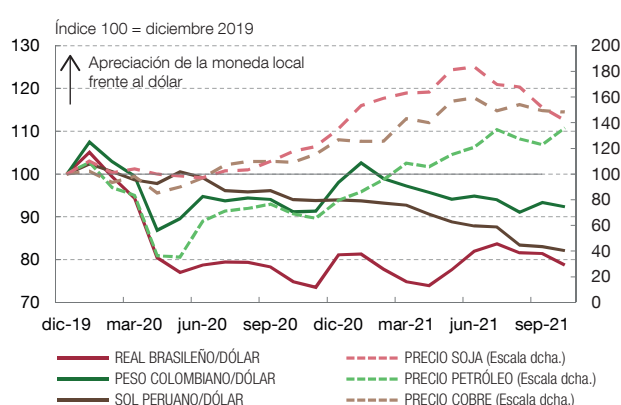
2 INFLACIÓN SUBYACENTE. AMÉRICA LATINA-5 (a)



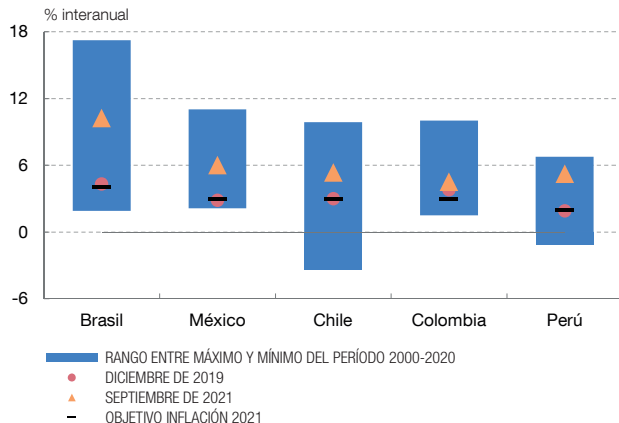
3 INFLACIÓN. AMÉRICA LATINA-5 (a)



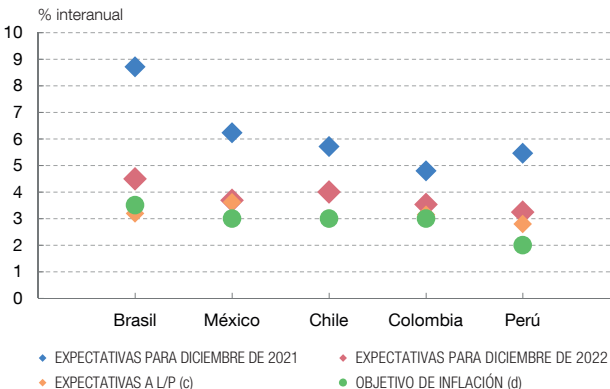
4 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS Y TIPOS DE CAMBIO (b)



5 INFLACIÓN



6 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (OCTUBRE DE 2021)



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecast y estadísticas nacionales.

- a Agregado de los cinco países con objetivos de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, ponderado por el criterio de paridad del poder adquisitivo.
- b Las líneas discontinuas corresponden a la principal materia prima exportada por los países, cuyo tipo de cambio está representado con la línea continua del mismo color.
- c Expectativas de inflación al plazo más largo disponible para cada país, obtenidas de las encuestas realizadas por los bancos centrales.
- d Los puntos indican el valor central del objetivo de inflación, que se mantiene constante para todos los países, excepto para Brasil, cuyos objetivos son 3,75 % en 2021, 3,50 % en 2022, 3,25 % en 2023 y 3,00 % en 2024 (en el gráfico se representa el objetivo para 2022).



Las condiciones de financiación en la región se mantienen acomodaticias en términos históricos, pero comenzaron a tensionarse a partir de febrero del presente año

Ante el reciente aumento de la inflación, los bancos centrales de la región han iniciado un ciclo de endurecimiento de su política monetaria, como se detallará más adelante en el Informe, a pesar de las brechas de producción negativas existentes y del predominio de riesgos a la baja sobre el crecimiento, como se describirá con posterioridad. Además, una serie de factores idiosincrásicos, relacionados con la incertidumbre acerca del curso futuro de la política fiscal en algunos países, en parte reflejo de las tensiones sociales y políticas registradas a lo largo del semestre, llevaron a un aumento de la volatilidad en los mercados internos (véanse gráficos 5.1 y 5.2), a incrementos de los tipos de interés a largo plazo en moneda local (véase gráfico 5.3) y, en algunos casos, también a aumentos de los diferenciales soberanos (véase gráfico 5.4), lo que en parte podría estar incidiendo en las dinámicas observadas en las divisas (véase gráfico 5.5) y en las bolsas (véase gráfico 5.6). Por su parte, las entradas de flujos de capitales de cartera se ralentizaron a partir de mayo, debido sobre todo a los destinados a bolsa (véanse gráficos 5.7 y 5.8).

En este contexto macrofinanciero, los sistemas bancarios de la región se mantienen saneados, aunque algunos indicadores — como la morosidad — empiezan a acusar la persistencia de la crisis y se ha producido una notable desaceleración del crédito

El Banco de España ha identificado en 2021 cinco economías latinoamericanas (México, Brasil, Chile, Perú y Colombia) entre los países con relevancia material para el sistema bancario español¹⁴. En estos países se observó a lo largo del último semestre una acusada desaceleración del crédito (véase gráfico 6.1). Esta evolución coincidió con el vencimiento o la reducción hacia finales de 2020 de la cuantía de varios de los programas de sostenimiento del crédito que se instrumentaron para paliar los efectos de la pandemia¹⁵. Además, se produjo un aumento del riesgo de crédito, en parte vinculado a la mayor incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas en algunos países. El desglose por sectores para el conjunto de la región apuntaría a que la desaceleración observada se debería a la acusada ralentización del crédito otorgado a las empresas, mientras que el crédito a hogares habría mantenido una cierta senda ascendente, con una tasa de incremento de la concesión de hipotecas que, en general, se aceleró. Al mismo tiempo, se ha

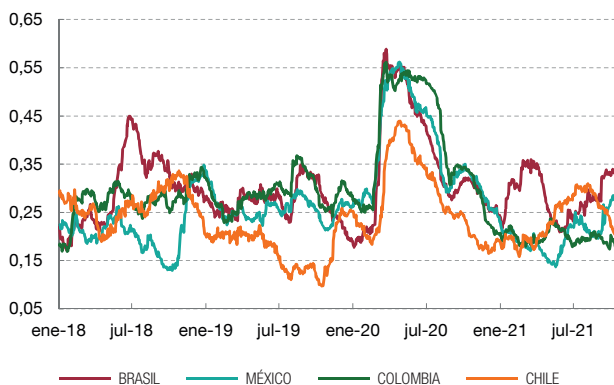
14 El Banco de España realiza anualmente un ejercicio de identificación de terceros países (esto es, de fuera del Espacio Económico Europeo) que tienen relevancia material para el sistema bancario español a efectos del colchón de capital anticíclico (CCA). Para ello se analiza el volumen de las exposiciones internacionales de las entidades bancarias españolas siguiendo las orientaciones metodológicas de la Junta Europea de Riesgo Sistémico. En 2021 se identificaron ocho países materiales, que comprenden Estados Unidos, Reino Unido y Turquía, además de las cinco economías latinoamericanas analizadas. Véase la [sección dedicada al CCA](#) en el sitio web del Banco de España.

15 Véase Buesa *et al.* (2021).

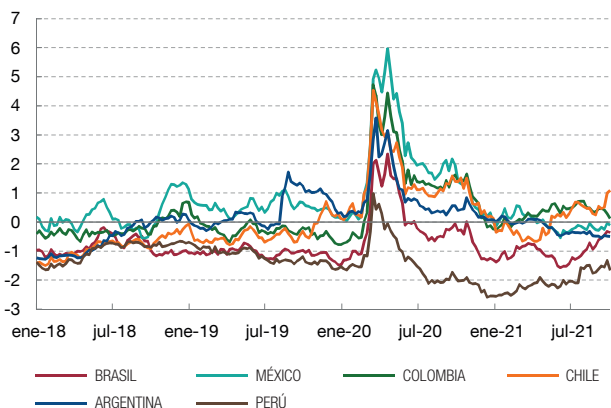
MERCADOS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS

Las condiciones financieras comenzaron a tensionarse a partir de febrero de 2021, tras el incremento de las presiones inflacionistas que llevó a los bancos centrales de la región a iniciar el proceso de normalización de la política monetaria. Factores idiosincrásicos propiciaron que las variables financieras de algunos países de la región se comportaran significativamente peor que sus pares, especialmente en los mercados locales de deuda. Las entradas de flujos de capitales de cartera se desaceleraron, especialmente en el tramo de bolsa, dado que las emisiones de renta fija marcaron nuevos máximos en términos acumulados.

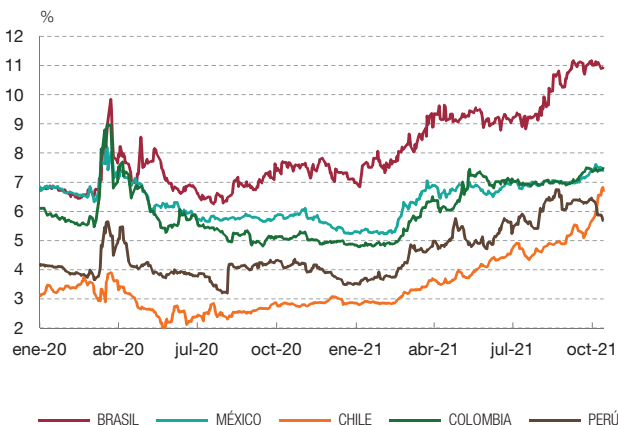
1 ÍNDICES DE TENSIONES FINANCIERAS



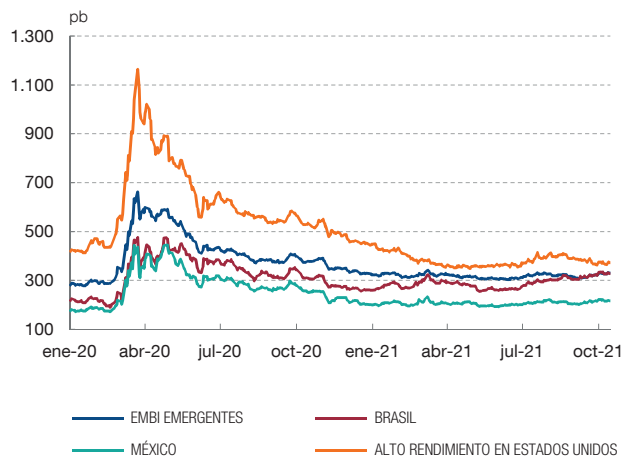
2 ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS (a)



3 TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN MONEDA LOCAL



4 DIFERENCIALES (RESPECTO AL TIPO A LARGO PLAZO DE ESTADOS UNIDOS)



FUENTES: Refinitiv, Dealogic y Banco de España.

a Un aumento indica un endurecimiento de las condiciones financieras.

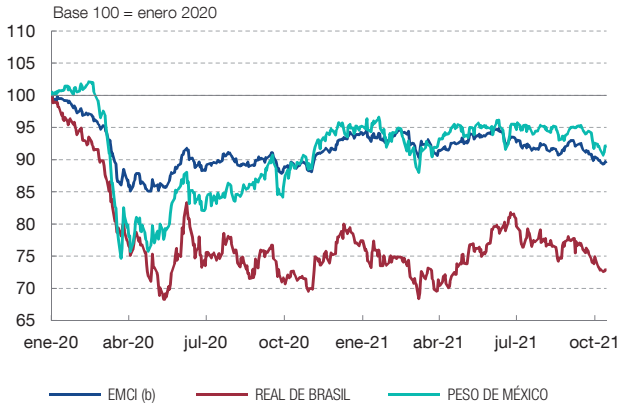


mantenido el proceso de desdolarización del crédito observado desde el inicio de la pandemia. Este hecho posiblemente sea consecuencia de que los programas de sostenimiento del crédito se realizaron en moneda local, de modo que los créditos otorgados en dólares cayeron, en media, a un ritmo del 23 % interanual en México desde comienzos de 2021, frente al 3% de los denominados en pesos. En Chile, la tendencia ha sido similar (-20 % en dólares y 4 % en pesos), mientras que en Perú la tasa de dolarización de los préstamos al sector privado cayó al 24 %, frente a los aumentos observados en el entorno del 30 % en el período previo a la pandemia.

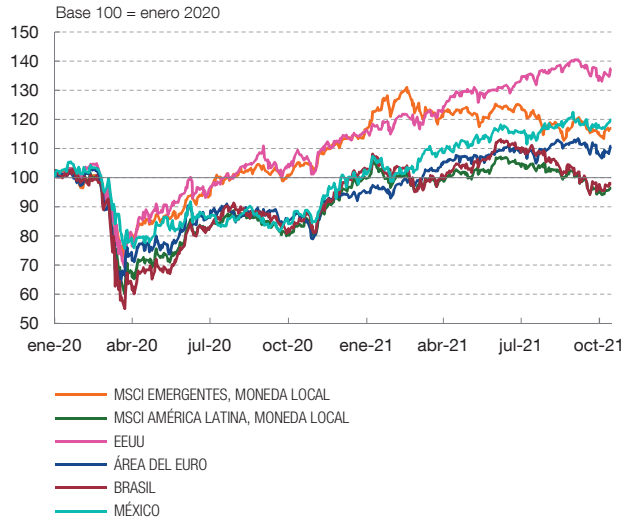
MERCADOS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS (cont.)

Las condiciones financieras comenzaron a tensionarse a partir de febrero de 2021, tras el incremento de las presiones inflacionistas que llevó a los bancos centrales de la región a iniciar el proceso de normalización de la política monetaria. Factores idiosincrásicos propiciaron que las variables financieras de algunos países de la región se comportaran significativamente peor que sus pares, especialmente en los mercados locales de deuda. Las entradas de flujos de capitales de cartera se desaceleraron, especialmente en el tramo de bolsa, dado que las emisiones de renta fija marcaron nuevos máximos en términos acumulados.

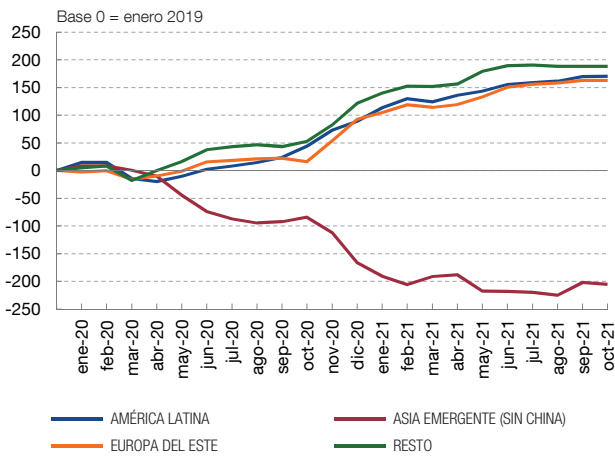
5 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



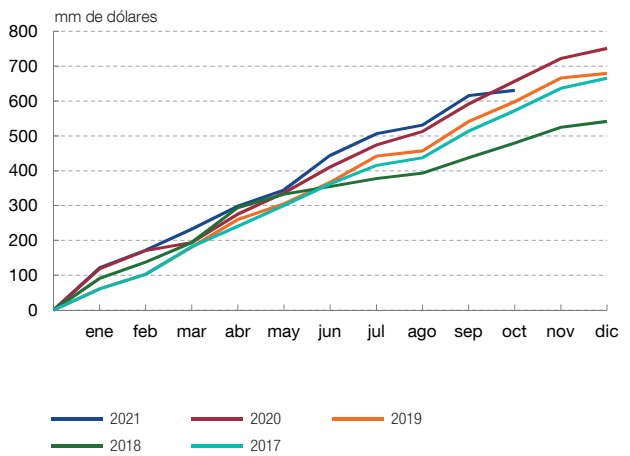
6 ÍNDICES DE BOLSA



7 EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA (MM DE DÓLARES, ACUMULADOS)



8 EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES DE ECONOMÍAS EMERGENTES (MM DE DÓLARES, ACUMULADOS)



FUENTES: Refinitiv, Dealogic y Banco de España.

b Tipo de cambio agregado de economías emergentes.

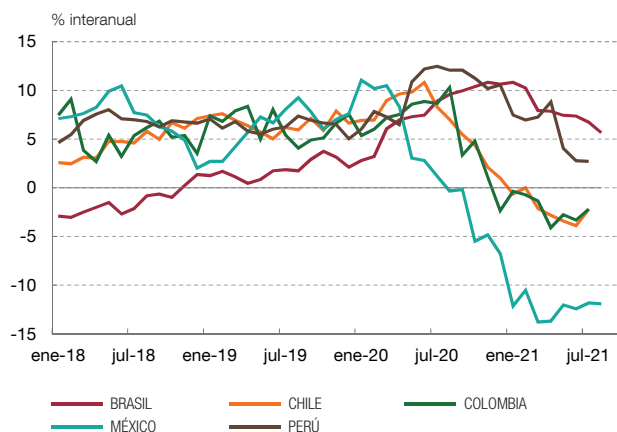


En el conjunto de la región, los tipos de interés de los créditos se mantienen aún por debajo de los previos a la crisis sanitaria. La desaceleración del crédito ha sido más suave, no obstante, que la de los depósitos, de modo que la ratio de apalancamiento ha descendido en toda la región, al igual que las emisiones de renta fija de los bancos en los mercados internacionales. Por otro lado, se registraron mejoras adicionales de

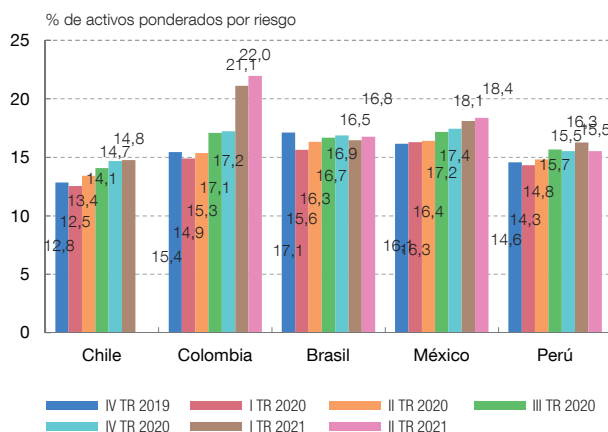
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SISTEMAS BANCARIOS DE AMÉRICA LATINA MÁS RELEVANTES PARA LA BANCA ESPAÑOLA

A lo largo del semestre el crédito se desaceleró acusadamente, ante el vencimiento o la disminución de la cuantía de varios de los programas de sostenimiento del crédito que se instrumentaron para paliar los efectos de la pandemia, y del aumento del riesgo de crédito, en parte debido al aumento de la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas. La rentabilidad bancaria repuntó a medida que se elevaron los tipos de interés, mientras que las ratios de capital se mantuvieron elevadas gracias a un descenso de los activos.

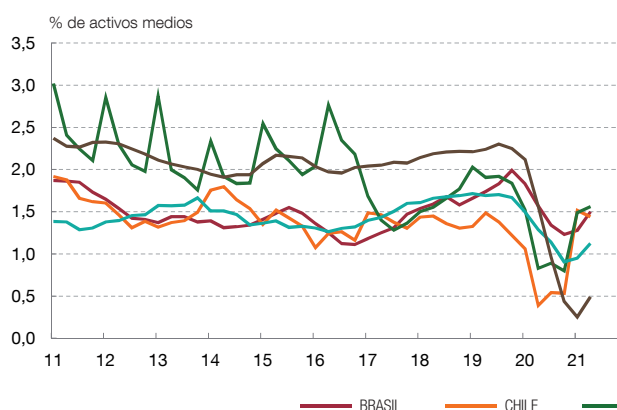
1 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (a)



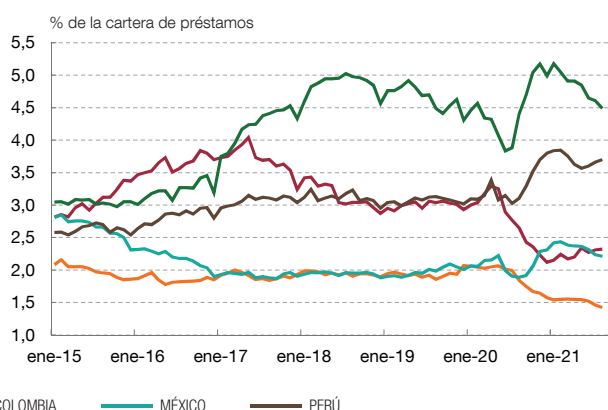
2 CAPITAL REGULATORIO



3 RENTABILIDAD (b)



4 PRÉSTAMOS DE DUDOSO COBRO



FUENTES: Estadísticas nacionales, Refinitiv, IHS Markit y Fondo Monetario Internacional.

a En términos reales.

b Rendimiento sobre los activos medios (ROA).



las ratios de capital en los dos primeros trimestres del año (véase gráfico 6.2), al seguir en vigor la mayor parte de las medidas macroprudenciales adoptadas desde marzo de 2020. El aumento se explica por el descenso de los activos ponderados por riesgo en Chile, México y Perú, mientras que en Brasil y en Colombia vino propiciado por la entrada en vigor de la normativa de implementación de Basilea III en enero de 2021¹⁶. Por su

16 El efecto de la aplicación de Basilea III es doble: por un lado, se traduce en un aumento de las exigencias de capital (elevando el numerador), pero también, y en mayor medida, en una reducción de la densidad de activos ponderados por riesgo (APR) (bajando el denominador), debido a la aplicación de un método más granular como es el método estándar bajo Basilea III y de las técnicas de mitigación de riesgo de crédito.

parte, la rentabilidad de las entidades financieras de la región ha repuntado recientemente, en una mayoría de casos gracias a la reducción del número de activos en cartera y al incremento de los márgenes de intermediación, derivado en parte del comienzo de la normalización de los tipos de interés, mientras que las provisiones continuaron aumentando en toda la región (véase gráfico 6.3). En este sentido, y con la extinción de algunas de las medidas referidas a las moratorias de los préstamos, la tasa de morosidad se mantuvo al alza en Colombia, México y Perú, recuperando máximos previos; repuntó en Brasil desde niveles muy reducidos —básicamente, por los préstamos a empresas y, dentro de estos, por los predeterminados por el sector público—, y, por el contrario, se mantuvo contenida en niveles bajos en Chile, en todos los segmentos de negocio (véase gráfico 6.4).

A medio plazo, la robustez de la recuperación dependerá de la normalización de la pandemia, la demanda externa, el grado de apoyo de las políticas económicas, el mantenimiento de unas condiciones financieras globales favorables y la evolución del clima social

Como se ha mencionado anteriormente, las economías latinoamericanas se han visto favorecidas por un entorno externo positivo. Sin embargo, las perspectivas económicas de los países con mayores vínculos comerciales con la región se han revisado algo a la baja para la segunda mitad de 2021 y para 2022. En el caso de Estados Unidos, estas revisiones se deben a la mayor persistencia de los cuellos de botella en la oferta y a la mayor incertidumbre existente sobre la aprobación de los paquetes fiscales plurianuales que se anunciaron (*American Jobs Plan* y *American Families Plan*). Por su parte, en el caso de China vendría explicada por el establecimiento de determinadas medidas para frenar la pandemia, el menor crecimiento en la inversión pública y el desapalancamiento en el sector inmobiliario. También los mercados cotizan precios futuros de las materias primas no muy diferentes a los descontados hace unos meses, por lo que no debería ser este un factor que acelerara el crecimiento esperado. Por su parte, el mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas descansa en que se confirme la transitoriedad del aumento de la inflación en los países desarrollados —especialmente, en Estados Unidos— y se mantengan los flujos de capitales de cartera hacia las economías de la región.

En cuanto a los condicionantes internos, la evolución de la pandemia sigue siendo el principal factor determinante. La superación de la crisis sanitaria llevaría a la normalización de la actividad económica, además de a un uso más intensivo de los colchones de liquidez que han acumulado los hogares. Por ello, el avance en los procesos de vacunación tiene una relevancia crucial. En la fecha de cierre de este Informe, los desarrollos son positivos, con una aceleración del proceso de vacunación en los últimos meses, de manera que se había inoculado al menos una dosis de alguna vacuna contra el COVID-19 a un 83,1 % de la población en Chile, al 72,2 % de la población en Brasil, a un 66,7 % en Argentina y a algo más

del 50 % en Colombia (54,6 %), México (51,7 %) y Perú (51,1 %). El promedio de las economías avanzadas se situó en torno al 68 % de la población, y en las economías emergentes (excluyendo América Latina y China), alrededor del 47 %. Para conseguir avances más decisivos en el grado de resiliencia a la enfermedad en la región es crucial que prosiga el ritmo reciente de vacunación y aumente la disponibilidad de vacunas, en particular en aquellos países que, en la actualidad, no tienen contratadas suficientes dosis para vacunar a toda la población.

En lo referente a las políticas económicas, y como se analizará más en detalle posteriormente, estas se encuentran en un proceso de retirada progresiva de los estímulos, tanto por los bancos centrales de las cinco economías más importantes con objetivo de inflación, que tienen en marcha procesos de elevación de los tipos de interés oficiales que se espera que se prolongue en los próximos trimestres, como por algunas autoridades fiscales.

Teniendo en cuenta todos estos factores, las previsiones más recientes del FMI¹⁷ consideran que América Latina registraría un crecimiento del 3,1 % en 2022, tras el 6,3 % estimado para el año corriente que se ha comentado anteriormente (véase gráfico 3.3). La destacable dispersión en los aumentos proyectados a medio plazo para las distintas economías de la región (véase gráfico 2.4) viene determinada por la diferente intensidad con la que se espera que operen en los distintos países los factores comentados en los párrafos anteriores. En concreto, la diferente estructura sectorial (por ejemplo, la elevada relevancia del turismo para México), la diferente dependencia de los precios de las materias primas (por ejemplo, la dependencia de Chile y Perú del precio del cobre, de Colombia del precio del petróleo o de Argentina y Brasil del precio de algunos productos agrícolas), el distinto ritmo de retirada de los estímulos monetarios y fiscales, o el distinto grado de apertura comercial. Respecto a este último factor, los países menos abiertos comercialmente (en particular, Argentina y Brasil) se beneficiarán en menor medida de la recuperación mundial que otras economías más abiertas de la región, como Chile y Perú, de la procedente principalmente de China, o México de la procedente de Estados Unidos. Sin embargo, al estar más integradas en las cadenas globales de valor, estas economías podrían verse más afectadas negativamente por la existencia de cuellos de botella en los procesos de producción.

Las cicatrices de la crisis podrían incidir adversamente en el ya reducido potencial de crecimiento de la región en el medio plazo

De cumplirse estas previsiones, el PIB de América Latina en su conjunto recobraría el nivel previo a la crisis sanitaria en 2022¹⁸. Así pues, la región mostraría una nueva

¹⁷ Véase Fondo Monetario Internacional (2021a).

¹⁸ De las seis principales economías, Brasil, Chile y Colombia lo recuperarían en 2021, mientras que México y Perú lo harían en 2022, y Argentina con posterioridad.

pérdida relativa de PIB respecto al resto de las economías emergentes, excluyendo a China, que se espera que alcancen en 2022 un PIB más de un 7 % superior al anterior a la pandemia. Este peor comportamiento relativo vendría a acumularse al ya registrado en el quinquenio previo: entre 2014 y 2019, el PIB de América Latina registró un crecimiento acumulado de algo menos del 4 %, mientras que el del resto de las economías emergentes —excluida China— lo hizo en más de un 27 %¹⁹. Por tanto, el principal desafío de la región, una vez que se cierren las brechas de producción, consiste en conseguir un mayor dinamismo de la actividad que el observado en el sexenio 2014-2019, previo al inicio de la pandemia, para lo que resultará fundamental avanzar en la solución de los problemas estructurales que vienen limitando el crecimiento potencial, lastrado por el bajo dinamismo de la inversión y de la productividad. En este sentido, además, el FMI ha revisado a la baja el crecimiento potencial de la región —hasta el 2,4 %, frente al 2,7 % previo a la crisis²⁰—, como reflejo de los efectos de la pandemia sobre las perspectivas de la región en el medio plazo. Por tanto, en este contexto, adquiere mayor importancia incluso la puesta en marcha de un programa amplio de reformas estructurales que permita a la región alcanzar un mayor crecimiento potencial, especialmente mediante un aumento sostenido de la inversión y de la productividad²¹.

En cualquier caso, la incertidumbre sobre estas perspectivas de evolución económica es muy elevada. Por ello, a continuación se presenta un conjunto de escenarios de riesgo, que se agrupan en dos bloques. Por una parte, se proporcionan impactos hipotéticos sobre la actividad de la materialización de un escenario de riesgo epidemiológico. Por otra, tomando como base un escenario de superación gradual de la enfermedad, se plantea un conjunto de riesgos de naturaleza macrofinanciera.

Las principales fuentes de incertidumbre relacionadas con la pandemia se derivarían de la aparición de nuevas variantes que restasen efectividad al incompleto proceso de vacunación

Dentro de los riesgos asociados a la evolución de la pandemia a nivel global, preocupa en especial la eventual pérdida de la inmunidad por la aparición de nuevas variantes del virus, algunas potencialmente más contagiosas y letales²². La variante delta, por ejemplo, explicaría parte del aumento de las infecciones en numerosas regiones, que ha tenido una menor traslación en fallecimientos en las regiones del mundo con mayor porcentaje de población vacunada, dado que las vacunas han sido efectivas ante esta cepa del virus (véanse gráficos 7.1 y 7.2). Dado el positivo

19 De hecho, economías como las de Argentina o Brasil presentaban en 2019 un nivel de PIB inferior al de 2013.

20 Véanse Fondo Monetario Internacional (2019 y 2021a).

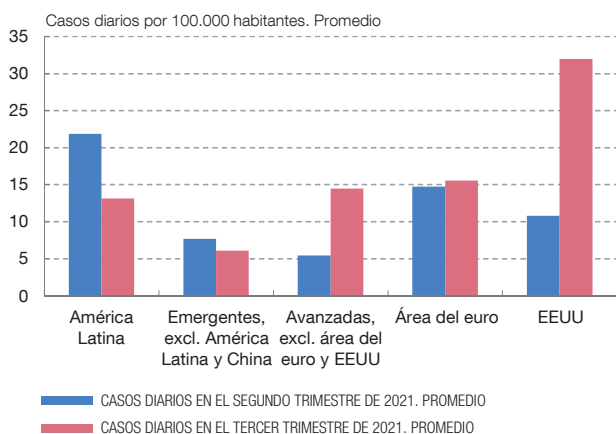
21 Véase Banco de España (2020e).

22 Véase Snell *et al.* (2021).

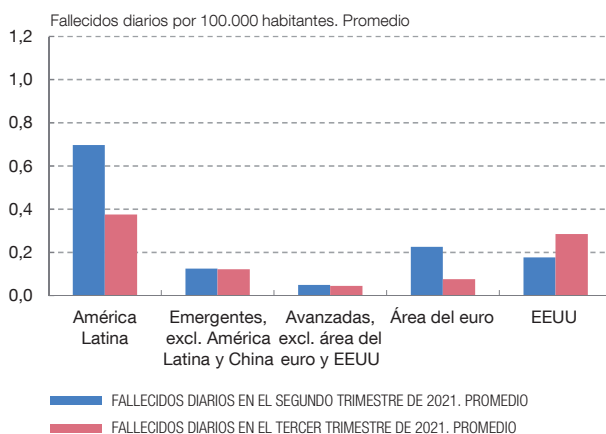
EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA

Las principales fuentes de incertidumbre relacionadas con la pandemia se derivarían de la aparición de nuevas variantes que restasen efectividad al incompleto proceso de vacunación. Pese a su posible gran impacto en las economías emergentes, en América Latina este sería menor, debido a la mayor penetración de las vacunas y al mayor porcentaje de población con inmunidad natural. Por ello, es de gran importancia lograr altos niveles de vacunación para poder enfrentarse desde una mejor posición a los posibles desarrollos desfavorables de la pandemia.

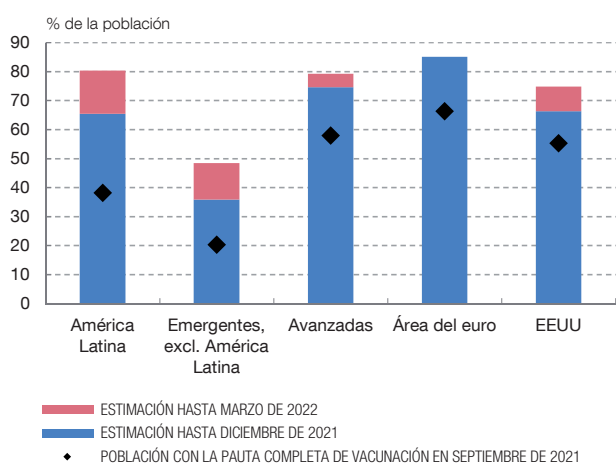
1 EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA POR ÁREAS. CONTAGIOS



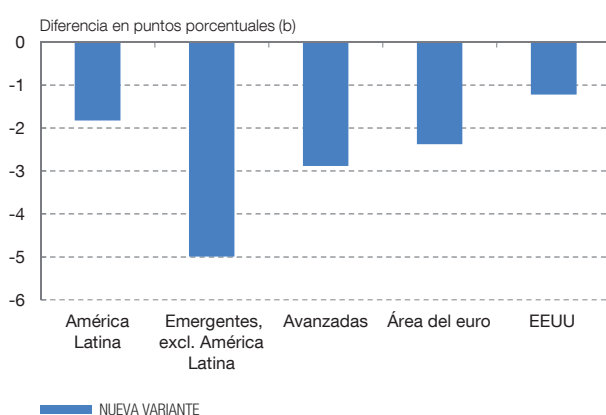
2 EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA POR ÁREAS. FALLECIDOS



3 POBLACIÓN CON LA PAUTA DE VACUNACIÓN COMPLETA



4 IMPACTO SOBRE EL PIB EN 2022 DE UN ESCENARIO DE APARICIÓN DE UNA NUEVA VARIANTE (a)



FUENTES: Bloomberg, Duke Global Health Innovation Center, Our World in Data, COVID-19 INED y Rungcharoenkitkul (2021).

a Elaboración propia, a partir del modelo epidemiológico de P. Rungcharoenkitkul (2021). El escenario «Nueva variante» asume la pérdida tanto de la inmunidad natural (hasta un nivel de 75 %) como de la proporcionada por las vacunas (hasta el 50 %) a lo largo de tres meses. Se considera un progreso lineal del ritmo de vacunación como el observado de media en los tres últimos meses hasta llegar a una tasa máxima de vacunación del 85 %, como reflejo de la reticencia de parte de la población ante los procesos de vacunación.

b Diferencia en puntos porcentuales respecto a un escenario base. Impacto acumulado en 2022.



DESCARGAR

avance de la vacunación en América Latina (véase gráfico 7.3), por tanto, un escenario de riesgo vendría determinado por la aparición de nuevas variantes, ante las cuales las vacunas actuales y la inmunidad adquirida de forma natural fueran menos resistentes. Esto podría llevar asociada la necesidad de introducir nuevas medidas de contención.

Para evaluar el hipotético impacto económico de este riesgo epidemiológico, se simula un escenario en el que se asume que aparece una nueva variante que presenta estas características²³. En concreto, se considera que esta nueva variante acabe siendo predominante y que la efectividad de las vacunas ante ella se reduciría hasta el 50 %²⁴. El gráfico 7.4 muestra que la pérdida agregada de PIB en América Latina en 2022 podría ascender a 2 pp de crecimiento con respecto a una situación de referencia de superación gradual de la pandemia. El impacto, en cualquier caso, sería menor que en el resto de las economías emergentes, debido principalmente a que en Latinoamérica se han registrado mayores tasas de vacunación y que un mayor porcentaje de su población habría adquirido inmunidad natural por su exposición previa a la enfermedad. Estos resultados subrayan la importancia de lograr altos niveles de vacunación, incluso en un contexto en el que las vacunas perdieran parte de su efectividad, para poder enfrentarse desde una mejor posición a posibles desarrollos desfavorables de la pandemia.

Entre los riesgos macrofinancieros, destacan, al alza, un eventual aumento del precio de las materias primas y, a la baja, un aumento más pronunciado de la inflación y una mayor incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas

A partir de un escenario de referencia similar al contemplado por el consenso de analistas, se plantean varios escenarios de riesgo macrofinanciero, uno al alza y dos a la baja (véase recuadro 1). Primero, se simula un aumento del precio de las materias primas en 2022 por encima de lo esperado, calibrado para replicar el «superciclo» alcista de los primeros años de la pasada década. En segundo lugar, se considera un escenario en el que se materializa el riesgo de que el aumento reciente de la inflación acabe teniendo un carácter más permanente de lo esperado, se traslade a las expectativas de inflación y lleve a mayores subidas de tipos de interés oficiales que las descontadas por los mercados financieros. Bajo este escenario se modifica la senda de tipos de interés al alza en línea con la experiencia pasada de cada país en este tipo de episodios. Finalmente, en tercer lugar, se plantea un escenario en el que se simula el efecto de un brote de

23 Para estas simulaciones se adapta el modelo desarrollado por Rungcharoenkitkul (2021). Se trata de un modelo epidemiológico tipo SEIR (*Susceptible-Exposed-Infectious-Recovered*), que describe la evolución de la pandemia condicionada a la elección de movilidad de la sociedad. La reducción de la movilidad se traduce en pérdidas en términos de PIB utilizando factores de conversión específicos de cada país, asumiendo una relación lineal entre movilidad y PIB. Los factores son los ratios de las revisiones acumuladas de las previsiones de crecimiento de 2020 (la diferencia entre las previsiones de crecimiento del PIB de consenso para 2020 realizadas a finales de 2020 y las efectuadas a principios de año) y la caída de la movilidad media durante 2020.

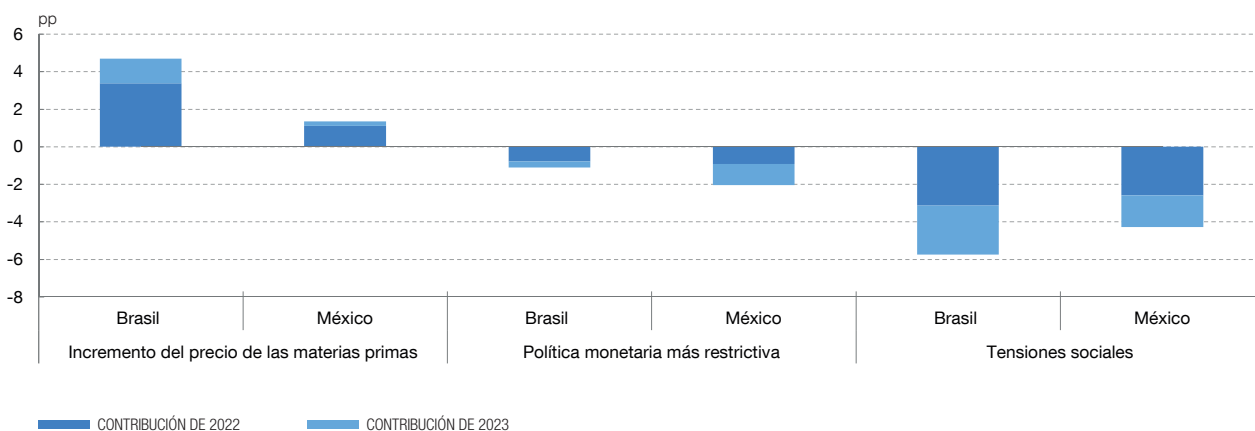
24 Asimismo, se asume que la inmunidad natural solo protegería al 75 % de los ya infectados, y que la nueva variante tarda en extenderse tres meses. También se considera un progreso lineal del ritmo de vacunación como el observado de media en los tres últimos meses hasta llegar a una tasa máxima de vacunación del 85 %, como reflejo de la reticencia de parte de la población ante los procesos de vacunación.

Gráfico 8

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PIB EN 2022-2023 EN CADA ESCENARIO

Se consideran tres escenarios de riesgos macrofinancieros de distinto signo, uno al alza (aumento del precio de las materias primas) y dos a la baja (política monetaria más restrictiva y aumento de las tensiones sociales) para la evolución de las economías de Brasil y México en 2022 y 2023.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PIB EN 2022-2023 EN CADA ESCENARIO Y PAÍS (a)



FUENTE: Banco de España.

a Desviaciones con respecto al escenario de referencia.



tensiones sociales, calibrado usando como referencia los acontecimientos observados en Chile en 2019 y 2020, que lleva a un aumento de la incertidumbre sobre las políticas económicas. Todos estos ejercicios se restringen a las dos economías de mayor tamaño —Brasil y México—, donde el sistema bancario español tiene las mayores exposiciones en la región (véanse recuadros 2 y 3 para una descripción más detallada de los principales indicadores macrofinancieros de ambas economías).

Los principales resultados de estos ejercicios se muestran en el gráfico 8. El incremento adicional de los precios de las materias primas llevaría a un mayor crecimiento del PIB, tanto en Brasil como en México. Tendría un impacto más notable en Brasil, pues las exportaciones de esta economía presentan una mayor sensibilidad al precio de las materias primas, mientras que las de México están más concentradas en bienes manufacturados. El aumento acumulado de producto en 2022-2023 sería de casi 5 pp en Brasil y de en torno a 1,3 pp en México. Por su parte, en caso de que se produjera un endurecimiento de la política monetaria superior al descontado por los mercados, se alcanzaría un menor crecimiento del PIB en los dos países. La caída acumulada del PIB en 2022-2023 sería de cerca de 1 pp en Brasil y de algo menos de 2 pp en México. Por último, en el escenario en el que se asume un aumento pronunciado de las tensiones sociales, se observaría una pérdida del producto en 2022-2023 de casi 6 pp en Brasil y de un poco más de 4 pp en México.

En relación con el último riesgo identificado, cabe resaltar que los indicadores de tensiones sociales, inestabilidad política e incertidumbre sobre las políticas económicas se mantienen en niveles elevados en la región

Los índices de tensiones sociales e incertidumbre sobre las políticas económicas continúan en registros superiores a los observados en la última década, e incluso han aumentado recientemente en varios países de América Latina (véase gráfico 9.1)²⁵. Esto podría afectar a la eventual puesta en marcha de reformas económicas en ámbitos diversos y generar una cierta presión al alza sobre el gasto público, en una situación en la que los márgenes presupuestarios podrían ser limitados —como se analiza más adelante en este Informe— y en un contexto de intenso ciclo electoral en la región (véase gráfico 9.2).

Los episodios de inestabilidad pueden interactuar con algunas carencias estructurales de la región, en un entorno de recuperación aún parcial de la crisis. Al igual que en otras regiones del mundo, la persistencia de la crisis del COVID-19 ha puesto todavía más de manifiesto algunas deficiencias estructurales en los sistemas de educación y de salud pública²⁶, al tiempo que han aumentado las tasas de desempleo y los problemas de desigualdad en la distribución de la riqueza. En este sentido, durante la pandemia se observaron nuevos incrementos de las tasas de pobreza y un deterioro de la clase media, especialmente en sus tramos intermedios (véase gráfico 9.3). Los problemas económicos estructurales, además, pueden seguir incidiendo, a su vez, en la aparición de tensiones sociales y políticas (véase gráfico 9.4).

En este contexto, las vulnerabilidades en la región se mantienen elevadas en el ámbito de las finanzas públicas y en lo referente a los riesgos políticos, mientras que permanecen contenidas de acuerdo con los indicadores de los sectores externo y bancario

En el cuadro 2 se presenta la evolución de los indicadores de vulnerabilidad, agregados por grupos de variables, para cada uno de los países, en formato de mapa de calor²⁷. En cuanto a los indicadores de vulnerabilidad macroeconómica, se observa una recuperación de tasas de crecimiento del PIB hasta niveles similares a los de 2019. Por el contrario, las tasas de inflación han aumentado significativamente

25 Los índices de tensiones sociales, políticas y de incertidumbre se construyen a partir de la prensa local, utilizando palabras relacionadas con cada una de las temáticas con base en la metodología de Baker *et al.* (2016. Véase Andrés *et al.* (2021, de próxima publicación), y Ghirelli *et al.* (2021) para una aplicación para América Latina basada en prensa española.

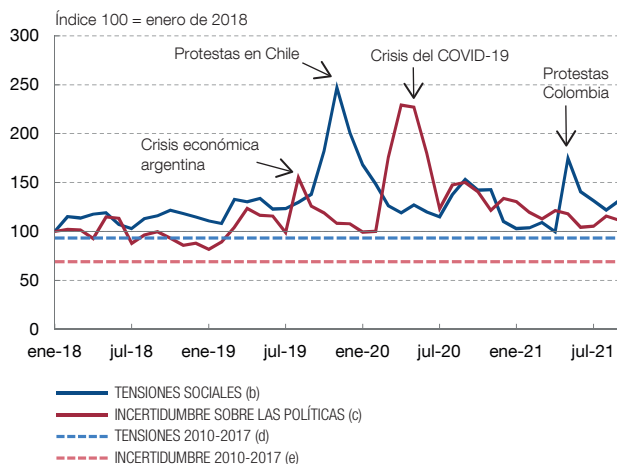
26 Véase Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2021b).

27 A partir de la distribución de frecuencias histórica de cada variable en cada país, se estima el percentil en el que se sitúa cada dato en dicha distribución, asignando colores que van desde el verde (menores riesgos) al rojo (riesgos extremos). Como novedad, se añade la comparación en un mismo momento con otros 26 países emergentes. Para mayor detalle, véase Alonso y Molina (2021).

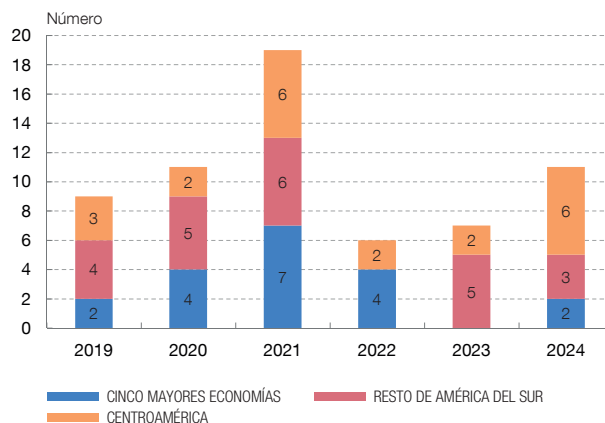
TENSIONES POLÍTICAS Y SOCIALES

Los indicadores de tensiones sociales, inestabilidad política e incertidumbre sobre las políticas económicas se mantienen en niveles muy elevados en la región, muy por encima de los registrados durante la última década. Esto podría afectar a la puesta en marcha de reformas económicas, en un contexto de intenso ciclo electoral. Estos episodios de inestabilidad podrían acentuar las deficiencias estructurales de la región, como el deterioro de la clase media.

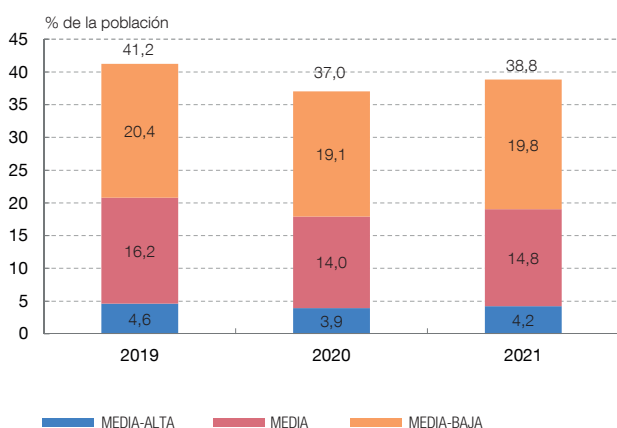
1 ÍNDICE DE TENSIONES SOCIALES E INCERTIDUMBRE SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS (a)



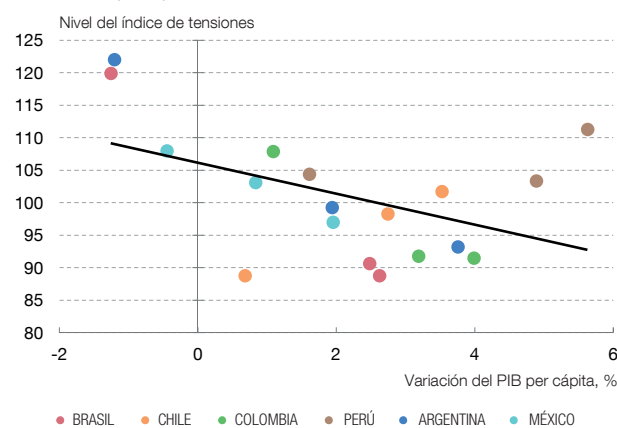
2 PROCESOS ELECTORALES LEGISLATIVOS Y PRESIDENCIALES EN AMÉRICA LATINA



3 CLASES MEDIAS EN AMÉRICA LATINA



4 CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA (f) E INDICADOR DE TENSIONES SOCIALES (LASSI) (b)



FUENTES: ECLAC, Banco Mundial y Banco de España [a partir de Ghirelli *et al.* (2021) y de Andrés *et al.* (2021, de próxima publicación)].

- a Promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- b Promedio de LASSI y LAPSI. Latin America Social Strains Index (LASSI) es un índice construido a partir de la prensa local utilizando palabras relacionadas con los episodios de tensiones sociales con base en la metodología de Baker *et al.* (2016). Latin America Political Strains Index (LAPSI) es un índice construido a partir de la prensa local utilizando palabras relacionadas con los episodios de tensiones políticas con base en la metodología de Baker *et al.* (2016).
- c Economic Policy Uncertainty (EPU) es un índice construido a partir de la prensa local utilizando palabras relacionadas con la incertidumbre sobre las políticas económicas con base en la metodología de Baker *et al.* (2016).
- d Promedio de los índices LASSI y LAPSI entre 2010 y 2017.
- e Promedio del EPU entre 2010 y 2017.
- f Variación media en cada quinquenio en el período 2005-2019 del PIB per cápita en dólares constantes.



Cuadro 2

AMÉRICA LATINA: SITUACIÓN DE VULNERABILIDAD (a)

	Temporal					Transversal Último dato disponible (h)		Temporal					Transversal Último dato disponible (h)
	2019		2020		2021			2019		2020		2021	
	I S	II S	I S	II S	I S			I S	II S	I S	II S	I S	
Mercados financieros (b)							Bancos (e)						
Argentina							Argentina						
Brasil							Brasil						
México							México						
Chile							Chile						
Colombia							Colombia						
Perú							Perú						
Venezuela							Venezuela						
Ecuador							Ecuador						
Uruguay							Uruguay						
Macroeconomía (c)							Externa (f)						
Argentina							Argentina						
Brasil							Brasil						
México							México						
Chile							Chile						
Colombia							Colombia						
Perú							Perú						
Venezuela							Venezuela						
Ecuador							Ecuador						
Uruguay							Uruguay						
Fiscal (d)							Política y riqueza (g)						
Argentina							Argentina						
Brasil							Brasil						
México							México						
Chile							Chile						
Colombia							Colombia						
Perú							Perú						
Venezuela							Venezuela						
Ecuador							Ecuador						
Uruguay							Uruguay						

FUENTE: Alonso y Molina (2021).

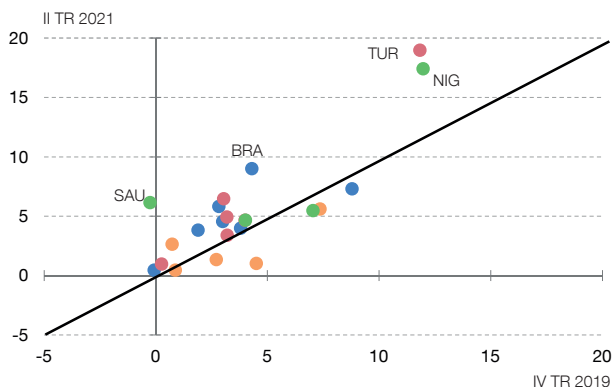
- a El nivel de riesgo se señala con colores más similares al verde (asociados a niveles menores de vulnerabilidad), al amarillo (vulnerabilidad media) o al rojo (variables situadas en los percentiles de riesgo más elevados).
- b Diferencial soberano (nivel y variación trimestral), variación trimestral de la bolsa y del tipo de cambio.
- c Variación del PIB y de la producción industrial, tasa de inflación y variación del PIB per cápita.
- d Saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública bruta (% del PIB).
- e Variación real de créditos y depósitos, ratio préstamos-depósitos, morosidad de la cartera, activos netos frente al exterior de los bancos, cotización de los bancos en la bolsa, tipo de interés de la deuda externa de los bancos, indicadores cualitativos (BICRA / IHS Markit), interbancario a corto plazo y margen de intermediación.
- f Saldo de la balanza por cuenta corriente, entradas de inversión directa y de flujos de cartera, deuda externa, externa a corto y su servicio, y reservas internacionales.
- g Indicador de riesgo político de IHS Markit, índice de riesgo geopolítico y nivel del PIB per cápita.
- h Agosto de 2021 para mercados financieros (incluidas bolsas y diferenciales de bonos de bancos), y para índices de riesgo político y bancario y GPR. Primer trimestre de 2021 para PIB y datos de balanza de pagos, deuda externa, deuda y déficit público. Abril de 2021 para crédito, depósitos, morosidad y posición exterior de los bancos.

en toda la región (véase gráfico 10.1), hasta máximos desde 2016 —cuando se registraron los máximos del anterior ciclo de subidas de tipos de interés oficiales en la región—, y por encima de la media de los diez últimos años, lo que en parte explica las subidas generalizadas de tipos de interés realizadas por gran parte de las autoridades monetarias latinoamericanas.

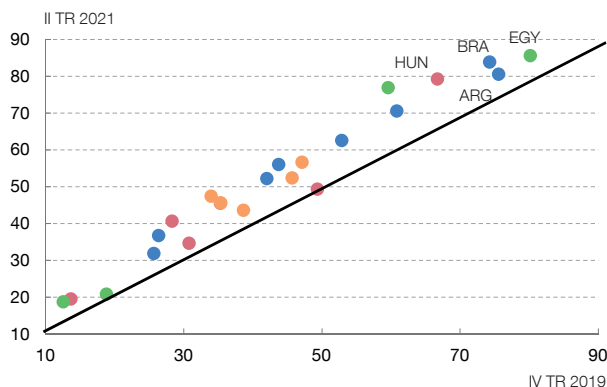
INDICADORES DE VULNERABILIDAD

Las vulnerabilidades en la región se mantuvieron muy elevadas en el ámbito de las finanzas públicas y en lo referente a los riesgos políticos, mientras que permanecen contenidas de acuerdo con los indicadores de los sectores externo y bancario. Los indicadores de los países de la región se comportaron diferencialmente peor en el caso de las tasas de inflación, los tipos de interés a largo plazo de la deuda en moneda local y las calificaciones de las agencias de calificación crediticia.

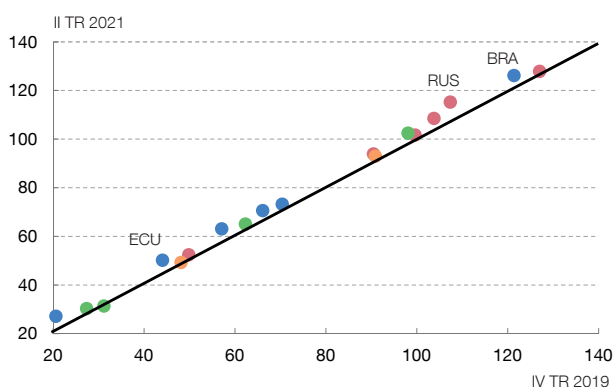
1 INFLACIÓN (interanual)



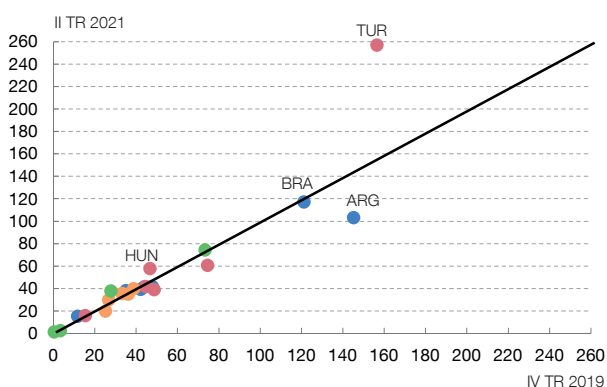
2 DEUDA PÚBLICA (% DEL PIB)



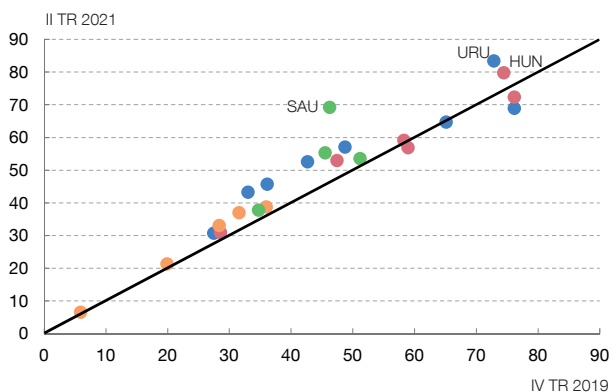
3 DEUDA DEL SECTOR PRIVADO (% DEL PIB)



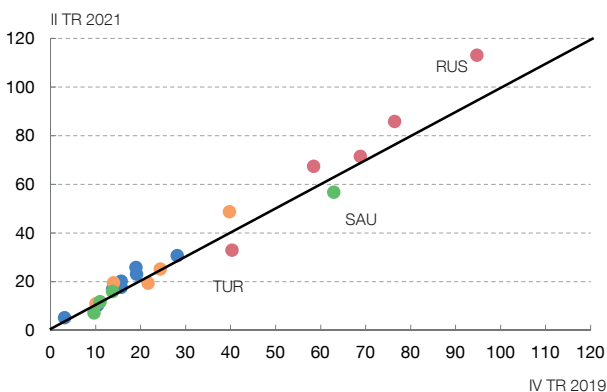
4 DEUDA EXTERNA A CORTO PLAZO (% DE LAS RESERVAS)



5 DEUDA EXTERNA (% DEL PIB)



6 RESERVAS INTERNACIONALES (% DEL PIB)



● AMÉRICA LATINA ● EUROPA DEL ESTE ● ASIA ● RESTO

FUENTE: Banco de España.

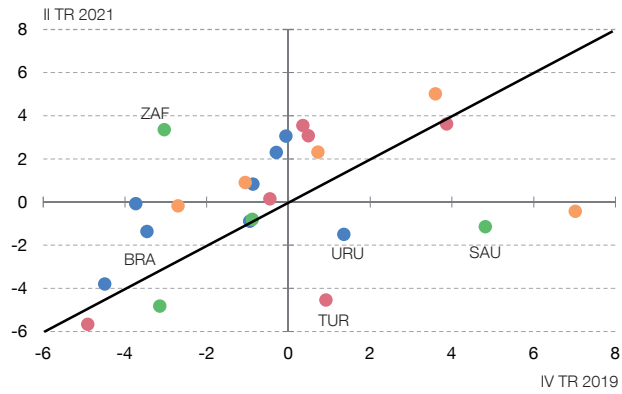


Gráfico 10

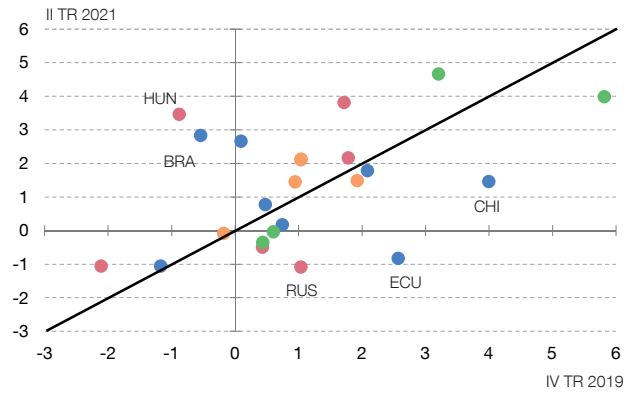
INDICADORES DE VULNERABILIDAD (cont.)

Las vulnerabilidades en la región se mantuvieron muy elevadas en el ámbito de las finanzas públicas y en lo referente a los riesgos políticos, mientras que permanecen contenidas de acuerdo con los indicadores de los sectores externo y bancario. Los indicadores de los países de la región se comportaron diferencialmente peor en el caso de las tasas de inflación, los tipos de interés a largo plazo de la deuda en moneda local y las calificaciones de las agencias de calificación crediticia.

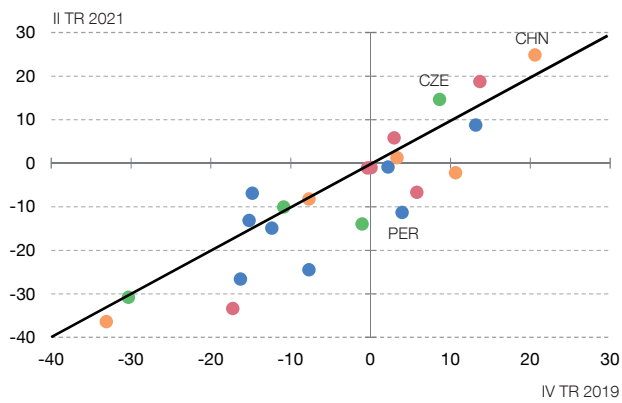
7 SALDO POR CUENTA CORRIENTE (% DEL PIB)



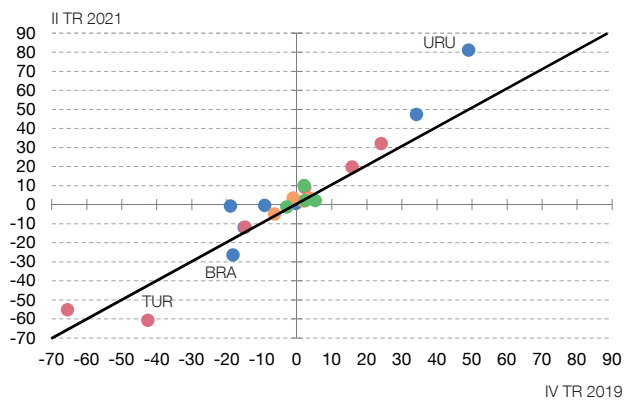
8 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA (% DEL PIB)



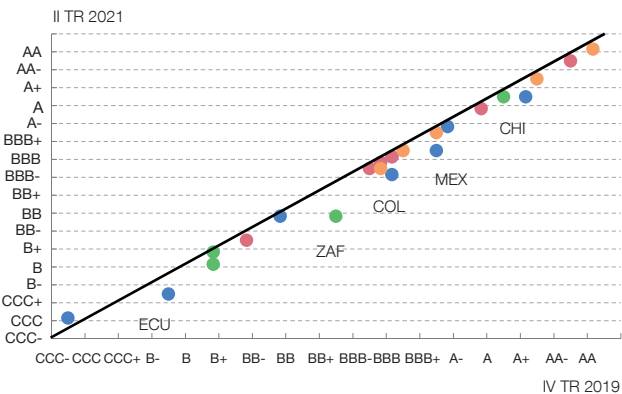
9 DESVIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL



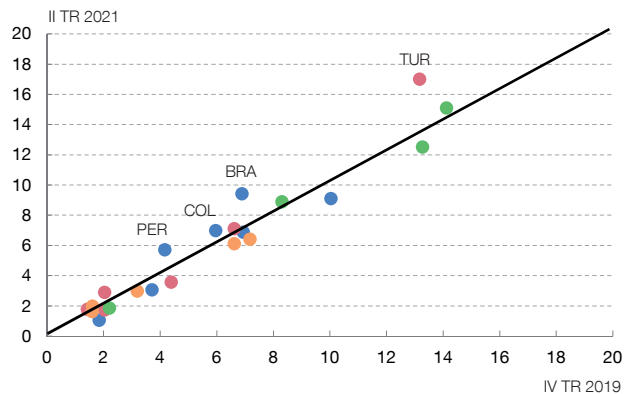
10 ACTIVOS EXTERNOS NETOS DE LOS BANCOS (% DEL PIB)



11 RATING SOBERANO



12 TIPOS A LARGO PLAZO DE LA DEUDA EN MONEDA LOCAL (%)



● AMÉRICA LATINA ● EUROPA DEL ESTE ● ASIA ● RESTO

FUENTE: Banco de España.



Las señales de riesgo más claras para los principales países de la región aparecen en el terreno de las finanzas públicas, al igual que en el Informe anterior. En el caso de Brasil, estas se sitúan en niveles de riesgo muy alto, con respecto a su experiencia histórica y en comparación con el resto de las economías emergentes. Además, algunos elementos podrían incidir en una mayor persistencia de esta situación de vulnerabilidad, como una composición de la deuda pública —que está indexada en un elevado porcentaje al tipo de interés oficial (45 % del total) y a la inflación (otro 22 %), ambos al alza—, la incertidumbre existente sobre el curso futuro de la política fiscal —con expectativas de nuevos programas de transferencias sociales²⁸— y la necesidad de afrontar los pagos derivados de los juicios confrontados por las Administraciones Públicas, que sumarían hasta un 1 % del PIB²⁹. Más allá de Brasil, en el resto de la región se observan unos niveles de deuda (pública y privada, externa e interna) significativamente más elevados que los que se registraban a finales del año previo a la pandemia (véanse gráficos 10.2 a 10.5).

En sentido positivo, las vulnerabilidades exteriores y las bancarias de la región se mantendrían en niveles moderados o bajos, en comparación también con otras economías emergentes. Así, la región presenta menores desequilibrios de la balanza por cuenta corriente, cierta estabilidad de las entradas de capitales de cartera y mayores reservas internacionales (véanse gráficos 10.7 a 10.9), y ha registrado una mejoría de alguna de las métricas habituales de sostenibilidad de la deuda externa, como la ratio de deuda a corto sobre reservas (véase gráfico 8.4). Igualmente, los tipos de cambio efectivos no se encuentran más desalineados de lo que lo estaban en 2019, y, en términos generales, la posición de los bancos frente al exterior no ha empeorado.

La región, sin embargo, también ha sufrido un deterioro de los indicadores de riesgo político: en especial en Perú, donde el nuevo Gobierno, que no cuenta con mayoría en el Congreso, ha anunciado sus intenciones de convocar un referéndum para redactar una nueva Constitución, así como los diversos episodios de tensiones sociales en Brasil, Chile, Colombia y Perú³⁰ (véase cuadro 2), que parecen estar teniendo una elevada persistencia, en un contexto, además, de celebración de numerosos procesos electorales en la región en el próximo año y medio (véase gráfico 9.4). En términos relativos a otras economías emergentes, las economías

28 En concreto, el denominado «Auxilio Emergencial», que sustituiría a la «Bolsa Familia» del anterior ejecutivo, y del que se beneficiarían quienes tuvieran derecho a las ayudas especiales por el COVID-19 en diciembre de 2020. El programa se puso en marcha en marzo de 2021 (<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/medida-provisoria-n-1.039-de-18-de-marco-de-2021-309292254>) y fue prorrogado en julio hasta octubre de este año (<https://in.gov.br/en/web/dou/-/decreto-n-10.740-de-5-de-julho-de-2021-330268082>).

29 Estos pagos, «precatórios» en portugués, se generan por las demandas que el Gobierno ha perdido en los tribunales y que ya no se pueden apelar. Son obligatorios y se contabilizan como gasto primario, por lo que reducen el espacio para otras políticas dentro del techo de gasto. Según el Tribunal Supremo, ascenderían a casi el 1 % del PIB en 2022. El Gobierno reaccionó proponiendo una enmienda constitucional que regula los pagos y retrasa hasta nueve años el desembolso de los más cuantiosos (<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/apresentacoes/2021/agosto/pec-precatorios.pdf>).

30 Véase Andrés *et al.* (2021, de próxima publicación).

latinoamericanas han sido las que han registrado el mayor número de recortes de la calificación crediticia soberana durante la pandemia, así como los mayores aumentos de los tipos de interés a largo plazo en moneda local (véanse gráficos 10.11 y 10.12), lo que podría estar relacionado con el mayor deterioro de los indicadores institucionales y fiscales en comparación con otras economías emergentes.

Las políticas económicas nacionales —tanto en el ámbito fiscal como, especialmente, en el monetario— se han endurecido

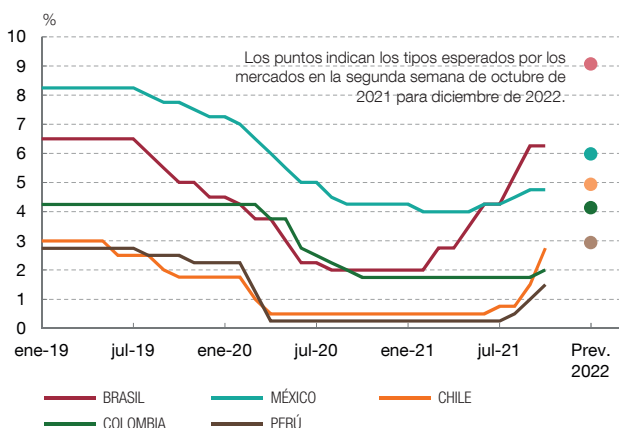
Dado el aumento de las presiones inflacionistas señalado anteriormente, y a pesar de la existencia de brechas de producción negativas, los bancos centrales de las principales economías de la región con objetivo de inflación han iniciado un ciclo de endurecimiento de la política monetaria (véase gráfico 11.1), en parte para prevenir la posible aparición de efectos de segunda ronda, es decir, que las empresas trasladen los aumentos de los costes a sus precios finales y los trabajadores trasladen los incrementos de precios a sus demandas salariales. No se trata de un cambio de política exclusivo de América Latina (véase gráfico 11.2), pues también se han producido aumentos de tipos de interés oficiales en otras economías emergentes de Europa del Este o de Asia, y en algunas avanzadas de menor tamaño. Pero sí cabe destacar el carácter generalizado del cambio en las políticas monetarias en la región y, en algunos casos, la magnitud de las subidas ya implementadas y de las descontadas por los mercados financieros en comparación con las otras regiones emergentes. También que los inversores perciben que los riesgos inflacionistas son más elevados, como reflejan, en parte, los mayores aumentos de los tipos de interés a más largo plazo en estas economías (véase gráfico 5.4).

De esta manera, el Banco Central de Brasil inició el ciclo de endurecimiento en marzo y ya ha elevado el tipo de interés oficial en 425 puntos básicos (pb). De hecho, los mercados financieros descuentan que este sea un proceso de endurecimiento monetario más agresivo que en ocasiones precedentes (véase gráfico 11.3). En el caso del Banco Central de Chile, inició el ciclo de subidas en julio, ya ascienden a 225 pb y se espera que continúen de forma agresiva en los próximos meses, dada la fortaleza de la demanda interna (en especial, del consumo privado, en parte por las nuevas retiradas de ahorros de los fondos de pensiones). Los otros tres bancos centrales han elevado el tipo de interés oficial en menor magnitud, y también se espera que lo sigan haciendo en los próximos meses (véase gráfico 11.1), pero en menor cuantía que Brasil y Chile (véase gráfico 11.4 para el caso de México). No obstante, cabe resaltar que, en casi todos los casos, estos procesos han partido de mínimos históricos de los tipos de referencia (véase gráfico 11.5) y que, incluso si se llevaran a cabo las subidas de tipos de interés oficiales descontadas por los mercados financieros, con carácter general, en términos reales estos se acabarían situando por debajo de los tipos de interés neutrales calculados por los bancos

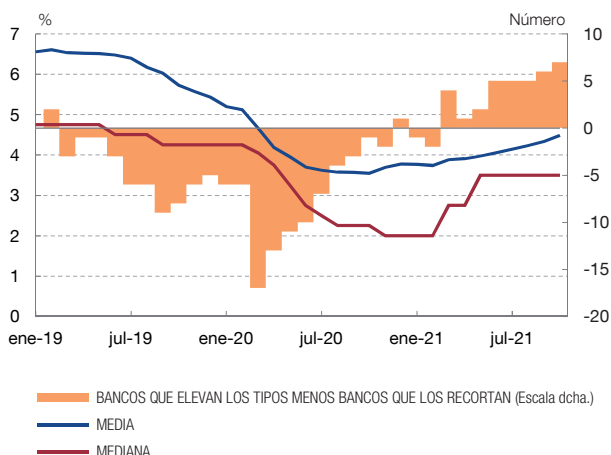
SUBIDAS GENERALIZADAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES POR EL FUERTE AUMENTO DE LA INFLACIÓN

Al igual que ha ocurrido en el resto de las economías emergentes, los principales países de la región han iniciado un ciclo de subidas de los tipos de interés. Se espera que el ciclo de endurecimiento de la política monetaria sea más agresivo que en anteriores ocasiones, sobre todo en Brasil. Sin embargo, dado que los tipos de interés partían de mínimos históricos, en términos reales estos siguen muy por debajo de los tipos de equilibrio. Los bancos centrales podrían disponer de margen para utilizar de nuevo otras medidas no convencionales, como las mayores compras de activos o el incremento de las reservas internacionales.

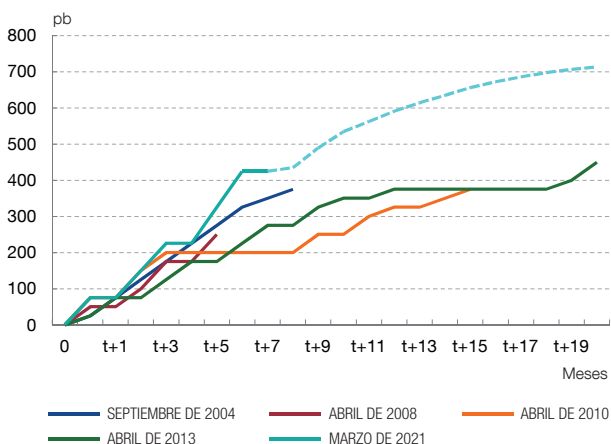
1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



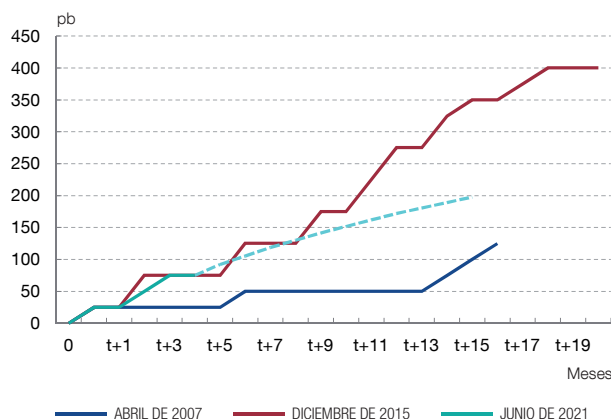
2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



3 BRASIL. CICLOS DE SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (a)



4 MÉXICO. CICLOS DE SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (a)



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecasts y estadísticas nacionales.

a Las líneas discontinuas representan los tipos de interés oficiales descontados por los mercados en la segunda semana de octubre de 2021.



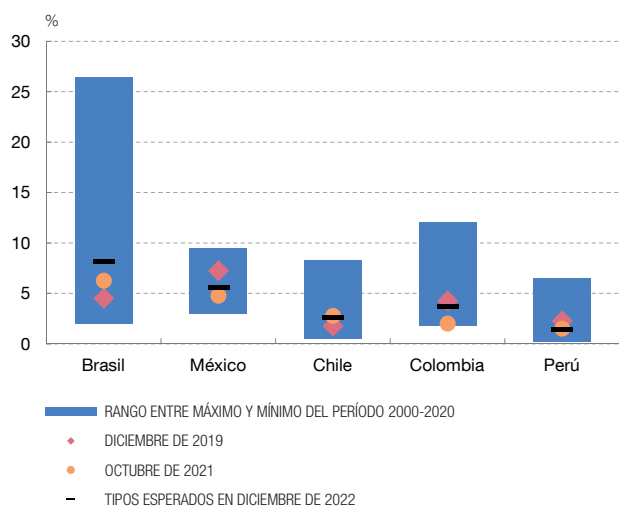
centrales, es decir, que la política monetaria seguiría siendo expansiva (véase gráfico 11.6).

La variable que influirá de manera decisiva en el curso futuro de la política monetaria será la evolución de la inflación, y a pesar del diagnóstico de que los recientes aumentos son un fenómeno principalmente transitorio, como se ha analizado

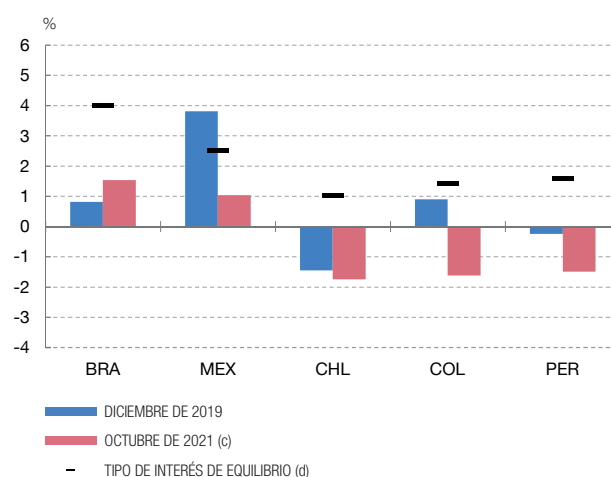
SUBIDAS GENERALIZADAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES POR EL FUERTE AUMENTO DE LA INFLACIÓN (cont.)

Al igual que ha ocurrido en el resto de las economías emergentes, los principales países de la región han iniciado un ciclo de subidas de los tipos de interés. Se espera que el ciclo de endurecimiento de la política monetaria sea más agresivo que en anteriores ocasiones, sobre todo en Brasil. Sin embargo, dado que los tipos de interés partían de mínimos históricos, en términos reales estos siguen muy por debajo de los tipos de equilibrio. Los bancos centrales podrían disponer de margen para utilizar de nuevo otras medidas no convencionales, como las mayores compras de activos o el incremento de las reservas internacionales.

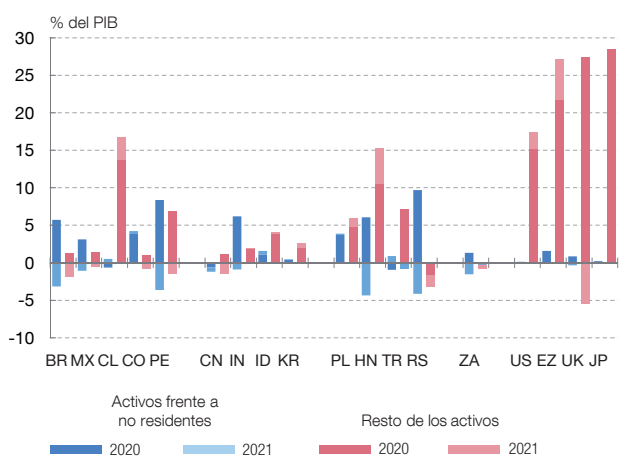
5 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



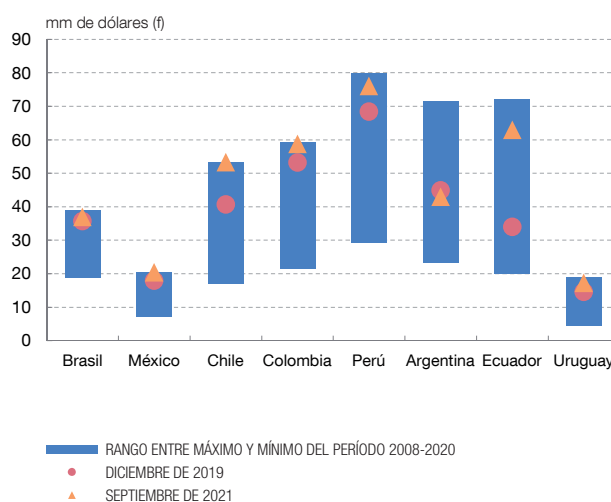
6 TIPOS DE INTERÉS REALES EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA (b)



7 CAMBIO EN EL BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES (2019 A 2021) (e)



8 NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecasts y estadísticas nacionales.

b Tipos de interés reales calculados como la diferencia entre los tipos de interés nominales y la inflación esperada a un año.

c Septiembre 2021 para México y Perú.

d De acuerdo con las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región.

e Datos a final de cada año.

f Brasil y México, en cientos de miles de millones de dólares; Ecuador, en cientos de millones de dólares.



anteriormente, no se pueden descartar escenarios de riesgo de mayores subidas de tipos que las descontadas actualmente en los mercados financieros, como se ha ilustrado con uno de los escenarios de riesgo macrofinanciero descritos anteriormente. Otra variable clave que determinará la política monetaria durante los próximos trimestres en las economías latinoamericanas son las condiciones de financiación externas, que se podrían endurecer en los próximos meses si los bancos centrales de las economías desarrolladas alteraran su mensaje de que las políticas monetarias seguirán siendo acomodaticias. En escenarios de este tipo, las autoridades monetarias en las economías latinoamericanas podrían tener que adoptar políticas monetarias más restrictivas por motivos de cumplimiento de su objetivo de inflación y estabilidad financiera. No obstante, para enfrentar un eventual endurecimiento de las condiciones financieras externas, los bancos centrales de la región podrían recurrir a otras herramientas, como las mayores compras de activos financieros, en línea con las que llevaron a cabo los bancos centrales de Chile y Colombia en los momentos de máxima tensión en los mercados financieros durante 2020³¹ —un instrumento novedoso en la región que ha demostrado su efectividad³²—, o las intervenciones cambiarias después de que varias de estas economías hayan aumentado sus niveles de reservas internacionales en los últimos meses (véanse gráficos 11.7 y 11.8).

En cuanto a la política fiscal, la reactivación de la actividad económica y los mayores precios de las materias primas están incidiendo en un repunte de los ingresos públicos en América Latina (véase gráfico 12.1). Por el lado del gasto, se ha registrado una reducción en algunos países, sobre todo de las transferencias corrientes y de las subvenciones, en parte como reflejo de la retirada de algunas de las medidas anticrisis, mientras que los pagos por intereses se han mantenido cercanos a los de años anteriores. Como resultado de estas dinámicas de ingresos y gastos, el déficit público agregado de la región se ha venido reduciendo en 2021 (véase gráfico 12.2). A pesar de lo anterior, los déficits públicos se mantendrán elevados en el conjunto del año y, aunque se espera que se reduzcan en Argentina, Brasil, México y Perú, aumentarían en Chile y en Colombia, debido, en parte, al gasto asociado a la puesta en marcha más recientemente de nuevos programas de transferencias sociales. Como resultado de estas dinámicas de los déficits públicos, la deuda pública del conjunto de América Latina como porcentaje del PIB disminuirá durante 2021 (5,3 pp, hasta el 73,8 % del PIB), si bien aumentará en Chile y en Colombia (véase gráfico 12.3). En lo referente a este último país, ha aumentado la percepción del riesgo por parte de los inversores y de las agencias de calificación crediticia sobre su deuda, como muestra la pérdida de la calificación de grado de inversión por parte de dos de las principales agencias. Asimismo, los Gobiernos no han ofrecido, en general, propuestas claras sobre cuál

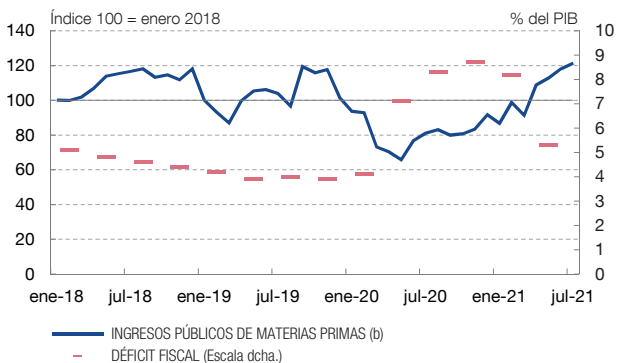
31 Véanse, por ejemplo, Banco de España (2020b), Fondo Monetario Internacional (2021b), Banco Mundial (2021) o Banco Interamericano de Desarrollo (2021).

32 Arslan *et al.* (2020) muestran que las compras de bonos por los bancos centrales de las economías emergentes redujeron significativamente los rendimientos de los bonos de deuda pública a largo plazo para un conjunto de países emergentes.

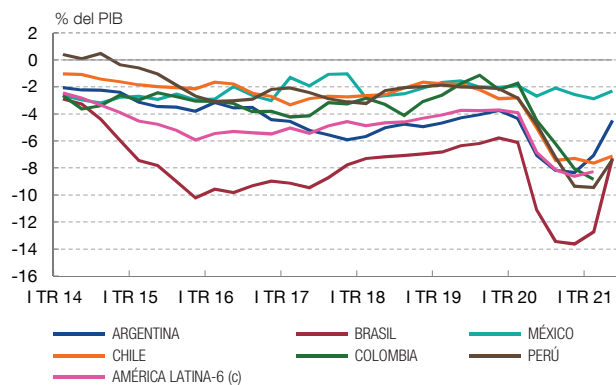
MEJORÍA EN LOS SALDOS PÚBLICOS (AUNQUE EN NIVELES DE DÉFICIT ELEVADOS) Y ALTA DEUDA PÚBLICA

A pesar de que los déficits públicos se mantienen todavía elevados, se observa una mejora generalizada (salvo en Colombia y Chile) de los saldos presupuestarios, gracias, en parte, al aumento de los ingresos públicos procedentes de las materias primas. Como resultado de la reducción de los déficits públicos y de los crecimientos del PIB, la deuda pública disminuirá durante 2021 en el conjunto de la región, con las excepciones de Chile y de Colombia. En contraste, seguirá siendo la región con el coste de la deuda pública más elevado.

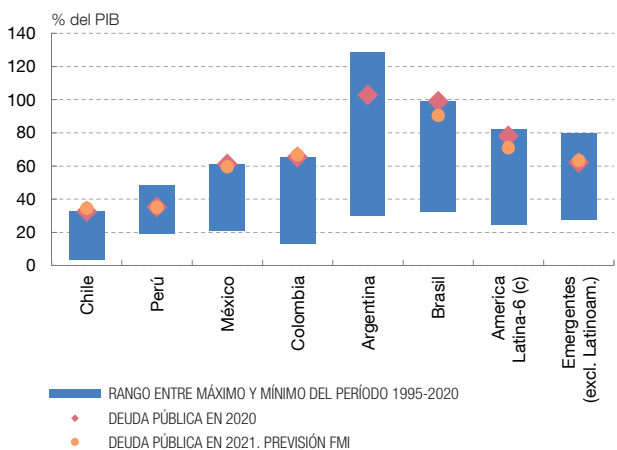
1 INGRESOS PÚBLICOS DE MATERIAS PRIMAS Y DÉFICIT FISCAL (a)



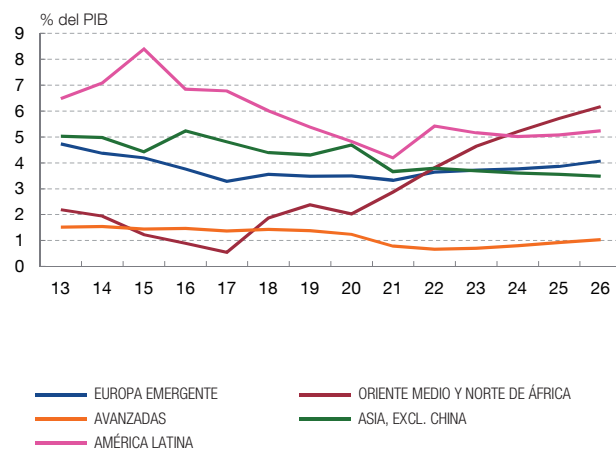
2 SALDO PRESUPUESTARIO



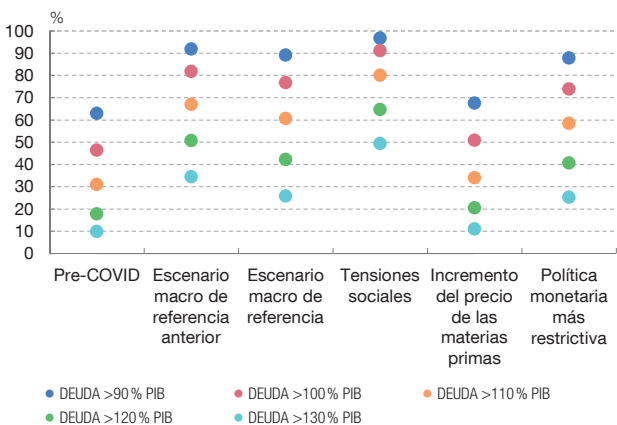
3 DEUDA PÚBLICA BRUTA



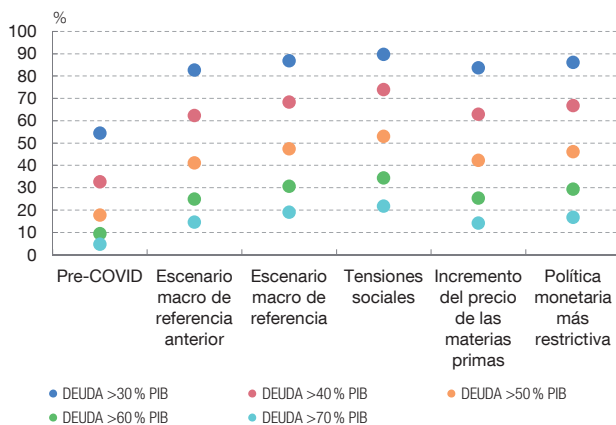
4 TIPO INTERÉS DEUDA PÚBLICA (d)



5 BRASIL: PROBABILIDAD DE QUE LA DEUDA PÚBLICA EXCEDA UN UMBRAL EN 2030



6 MÉXICO: PROBABILIDAD DE QUE LA DEUDA PÚBLICA EXCEDA UN UMBRAL EN 2030



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Refinitiv, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. Datos mensuales no disponibles para Colombia.
- b Ratio de los ingresos públicos por materias primas sobre el total de los ingresos públicos.
- c Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú para la previsión de deuda pública 2021 del panel 3.
- d Datos del FMI (WEO de octubre de 2021).



será el marco futuro de la política fiscal que permita llevar a cabo las necesarias consolidaciones presupuestarias, especialmente si se tiene en cuenta que la región es, entre las economías emergentes, la que cuenta con la deuda pública más elevada y, además, se espera que presente un tipo de interés soberano elevado (véase gráfico 12.4) y uno de los crecimientos económicos más reducidos a medio plazo.

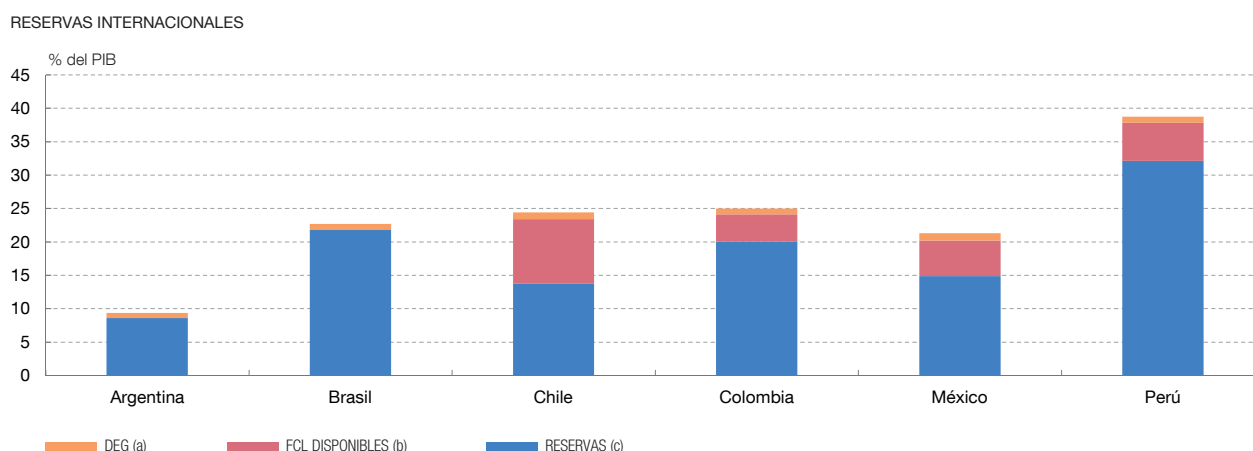
Para ilustrar las eventuales restricciones al espacio fiscal disponible en las dos principales economías de la región —Brasil y México—, en los gráficos 12.5 y 12.6 se muestran las probabilidades simuladas de que la deuda pública en estos países supere, bajo distintas condiciones, unos valores de referencia a finales de 2030, que se establecen en el rango del 90 % al 120 % del PIB en el caso de Brasil, y en el del 30 % al 70 % en el caso de México³³, de acuerdo con las medias históricas y las dinámicas más recientes observadas en cada país. Para calcular las probabilidades se utiliza un modelo de simulación que proyecta las sendas futuras de las variables macroeconómicas y fiscales hasta 2030. Las simulaciones difieren entre sí en el trimestre que se toma como punto de partida, con el objetivo de ilustrar el impacto de los datos y proyecciones más recientes sobre la dinámica de las probabilidades que se calculan. Así, en un primer ejercicio se toma como origen para las simulaciones el cuarto trimestre de 2019 (para reflejar el análisis que se habría realizado justo antes de la pandemia), en el segundo se presenta el ejercicio realizado en abril en el marco del anterior Informe (para el escenario de referencia de aquel momento), mientras que en el resto de ejercicios propuestos se plantean simulaciones que se condicionan a la materialización de los escenarios macrofinancieros presentados en este Informe y analizados anteriormente (escenario de referencia y tres escenarios de riesgo).

Los resultados de estos ejercicios se muestran en los gráficos 12.5 y 12.6, respectivamente, para Brasil y México. En el primer caso, cuando se toma como punto de partida el escenario macrofinanciero de referencia actual, la deuda pública se situaría en 2030 por encima del 100 % del PIB con una probabilidad algo por encima del 75 %, mientras que en el realizado usando los valores proyectados en abril se superaría este valor con una probabilidad algo superior al 80 %. Esta mejora refleja, principalmente, una evolución esperada más positiva de la deuda con respecto a lo anticipado hace seis meses. En cuanto a los escenarios macrofinancieros alternativos, cabe resaltar que el de mayor incertidumbre sobre la política económica llevaría en que la deuda se situara por encima del 100 % del PIB con una probabilidad del 91 %, unos 14 pp más que en el escenario de referencia. Por su parte, una mejor evolución de las materias primas permitiría mejorar las

33 Se utiliza la metodología de Alloza *et al.* (2021). Las simulaciones se realizan con un modelo de análisis estocástico de la sostenibilidad de las finanzas públicas, que permite proyectar las sendas futuras de las variables presupuestarias (déficit público, pagos de intereses de la deuda) y macroeconómicas (PIB, inflación, tipo de interés) relevantes para calcular sendas futuras de la deuda pública coherentes con el cumplimiento de la restricción presupuestaria del sector público. Las sendas futuras proyectadas (ejercicios de Montecarlo), a su vez, permiten cuantificar el rango de las trayectorias de deuda a distintos horizontes, tomando como punto de partida los supuestos de cada escenario.

NUEVAS ASIGNACIONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO FORTALECEN LA POSICIÓN EXTERNA

La nueva asignación de derechos especiales de giro (DEG) a la región, por una cuantía equivalente a 51,5 mm de dólares, y la concesión de nuevas líneas de crédito por parte del Fondo Monetario Internacional incrementan el colchón de las reservas internacionales. Esto permite la reducción del riesgo y el fortalecimiento de la posición externa de los países de la región.



FUENTES: Refinitiv e IHS Markit.

- a Datos de los nuevos DEG asignados y PIB de 2020.
- b PIB de 2020.
- c Datos de reservas y PIB del segundo trimestre de 2021.



cuentas fiscales, lo que redundaría en que la probabilidad de superar el umbral antes mencionado se redujese hasta el 51 %, 26 pp menos que en el escenario base. En cuanto a México, partiendo del escenario de referencia, la deuda pública se situaría por encima del 60 % del PIB en 2030 con una probabilidad del 31 %. Esta probabilidad es ligeramente mayor que la estimada tomando las proyecciones de hace seis meses, como resultado de un nivel de partida de la ratio de deuda sobre PIB más elevado. En todo caso, la trayectoria subyacente de la deuda pública de México en el medio plazo es estable y las perspectivas de la deuda pública son similares en los distintos escenarios considerados. No obstante, el impacto de la crisis en la situación de las finanzas públicas es importante. Esto se refleja en que la probabilidad de que se observe una deuda superior al 50 % del PIB en 2030, que antes de la pandemia se estimaba algo por debajo del 20 %, se eleva ahora hasta el 47 % en el escenario de referencia. En todo caso, cabe mencionar que los ejercicios realizados no recogen diversas fuentes adicionales de incertidumbre que podrían afectar significativamente a las simulaciones. Así, los niveles de deuda podrían variar debido a fluctuaciones del tipo de cambio, en particular para México³⁴. De la misma forma, la materialización de pasivos contingentes (como eventuales rescates de empresas públicas) podría aumentar la deuda pública por encima de lo considerado en estos ejercicios.

34 En torno a un 25 % de la deuda pública mexicana está denominada en moneda extranjera.

Como el espacio de las políticas nacionales es cada vez menor, la red de seguridad global y regional adquiere mayor importancia para afrontar un posible endurecimiento de las condiciones financieras globales

Las líneas *swap* de la Reserva Federal con los bancos centrales de Brasil y de México y las operaciones *repo* a un día (*Temporary Foreign and International Monetary Authorities*, FIMA) ofrecidas por esta misma institución para aumentar la oferta de dólares en las economías de la región han sido de particular importancia para el mantenimiento de las favorables condiciones de financiación y de los flujos de capitales a Latinoamérica. Además, el FMI aprobó una emisión de DEG en agosto de 2021 por una cuantía equivalente a 650 mm de dólares, lo que supone un aumento del 224 % de las tenencias de DEG antes de la asignación. El consiguiente aumento de las reservas internacionales proporciona un importante colchón financiero mediante la reducción del riesgo y el fortalecimiento de la posición externa de los países emergentes, incluidos los de la región. En ese sentido, América Latina recibió el equivalente a 51,5 mm de dólares (el 7,9 % del total y el 18,7 % de los fondos distribuidos a economías en desarrollo y emergentes) (véase gráfico 13). Además, esta nueva emisión de DEG podría complementarse con mecanismos para la reasignación de los DEG excedentes de países desarrollados a los países en desarrollo y emergentes, mediante fondos fiduciarios multilaterales³⁵.

27.10.2021.

³⁵ Véase Garrido *et al.* (2021).

BIBLIOGRAFÍA

- Alloza, M., J. Andrés, J. J. Pérez y J. Rojas (2021). «Implicit public debt thresholds: an operational proposal», *Journal of Policy Modelling*, 42, pp. 1408-1424.
- Alonso, I., y L. Molina (2021). *A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard*, Documentos Ocasionales, n.º 2111, Banco de España.
- Andrés, E., C. Ghirelli, L. Molina, J. Pérez y E. Vidal (2021). «What do we mean when we talk about social unrest?», mimeo, Banco de España.
- Arslan, Y., M. Drehmann y B. Hofmann (2020). «Central bank bond purchases in emerging market economies», *BIS Bulletin*, n.º 20 (junio).
- Baker, S. R., N. Bloom y S. J. Davis (2016). «Measuring Economic Policy Uncertainty», *Quarterly Journal of Economics*, 131, n.º 4 (noviembre), pp. 1593-1636.
- Banco Central de Chile (2020). «Descripción y efectos de corto plazo de retiro de ahorros previsionales», recuadro II.1, *Informe de Política Monetaria*, septiembre.
- Banco de España (2020a). «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020.
- Banco de España (2020b). «Los programas de compra de activos financieros por parte de los bancos centrales de América Latina», recuadro 1, «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020.
- Banco de España (2020c). *Informe Anual 2019*, epígrafe 3 y recuadro 3.1.
- Banco de España (2020d). «Evolución de la pandemia de COVID-19 en América Latina y sus efectos económicos», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020.
- Banco de España (2020e). «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.
- Banco de España (2021). «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2021», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2021). «Oportunidades para un mayor crecimiento sostenible tras la pandemia», *Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2021*.
- Banco Mundial (2021). *Global Economic Prospects*, enero.
- Buesa, A., A. Flores, J. L. Puente y E. Vidal (2021). «Medidas de apoyo al crédito y al sistema financiero en los sistemas bancarios con relevancia material para España», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2021a). *Estudio económico de América Latina y el Caribe. Dinámica laboral y políticas de empleo para una recuperación sostenible e inclusiva más allá de la crisis del COVID-19*, agosto.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2021b). «La paradoja de la recuperación en América Latina y el Caribe», *Informe especial COVID-19*, n.º 11, julio.
- Fondo Monetario Internacional (2019). «Global manufacturing downturn, rising trade barriers», *World Economic Outlook*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2021a). «Recovery during a pandemic. Health concerns, supply disruptions, and price pressures», *World Economic Outlook*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2021b). «Managing diverging recoveries», *World Economic Outlook*, abril.
- Forbes, K., I. Hjortsoe y T. Nenova (2020). «International Evidence on Shock-Dependent Exchange Rate Pass-Through», *IMF Economic Review*, vol. 68, n.º 4, pp. 721-763.
- Garrido, I., X. Serra e I. Solera (2021). «La reciente asignación general de derechos especiales de giro del FMI y las opciones para su canalización hacia las economías vulnerables», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.
- Ghirelli, C., J. J. Pérez y A. Urtasun (2021). «The spillover effects of economic policy uncertainty in Latin America on the Spanish economy», *Latin American Journal of Central Banking*, 2, 100029.

- González Mínguez, J., y C. Martínez Carrascal (2019). «La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. (2021). «Situación económica y retos de las economías de América Latina», Consejo Empresarial Alianza por Iberoamérica (CEAPI).
- Maurizio, R. (2021). *Empleo e informalidad en América Latina y el Caribe: una recuperación insuficiente y desigual*, Serie Panorama Laboral en América Latina y el Caribe, Organización Internacional del Trabajo.
- Rungcharoenkitkul, P. (2021). «Macroeconomic consequences of pandexit», mimeo, Banco de Pagos Internacionales.
- Snell, L. B., P. R. Cliff, T. Charalampous, A. Alcolea-Medina, S. A. R. T. Ebie, J. K. Sehmi, F. Flaviani, R. Batra, S. T. Douthwaite, J. D. Edgeworth y G. Nebbia (2021). «Rapid genome sequencing in hospitals to identify potential vaccine-escape SARS-CoV-2 variants», *The Lancet – Infectious Diseases*, 21, pp. 1351-1352, octubre.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO

Las perspectivas económicas de América Latina a corto y a medio plazo, al igual que en una mayoría de países y regiones, han mejorado debido a la remisión global de la pandemia, aunque todavía se encuentran condicionadas por la evolución epidemiológica futura, como se analiza en el texto principal de este Informe. No obstante, incluso bajo una situación de superación gradual de la pandemia, existen otros factores de riesgo macrofinanciero que podrían incidir sobre el perfil de la recuperación económica de América Latina. Para tratar de reflejar, de manera aproximada, el eventual impacto de algunos de estos elementos de riesgo en las principales economías de la región —Brasil y México—, en este recuadro se describe, en primer lugar, un escenario de referencia para la evolución de estas dos economías en el período 2021-2023, bajo el supuesto de que se llega al control de la enfermedad de manera gradual. A partir de este marco, en segundo lugar, se construyen tres escenarios alternativos que inciden en la materialización de un aumento de los precios de las materias primas superior al que reflejan las sendas de precios futuros, que es el que se asume en el escenario de referencia, el impacto de un tono más restrictivo de la política monetaria ligado a una posible mayor persistencia del actual episodio inflacionista, así como un posible aumento de las tensiones sociales que conlleve un incremento de la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas.

El escenario de referencia parte de la información coyuntural disponible en el corto plazo, referida, fundamentalmente, a los indicadores financieros y de actividad económica hasta la fecha de cierre de este Informe. Con respecto a la actividad del tercer trimestre del año, en Brasil se espera una ligera aceleración de la actividad, con un avance del 0,3% intertrimestral, tras la caída del -0,1% del trimestre anterior. En México, por su parte, se espera un crecimiento intertrimestral del 0,7% (1,5% en el trimestre anterior).

Más allá del corto plazo, el escenario de referencia asume una recuperación gradual de la situación epidemiológica a medio plazo. La previsión asume una convergencia continuada hacia un nivel de movilidad normal y la eliminación completa de las limitaciones al habitual desempeño de la actividad económica. El escenario de referencia se construye sobre una serie de supuestos técnicos¹, detallados en el cuadro 1, sobre las sendas de los precios del petróleo, de la volatilidad de los mercados financieros, de los tipos de interés de corto plazo, de los tipos de cambio, de los diferenciales soberanos de deuda pública y de los índices de incertidumbre de política económica². La senda de precios futuros del petróleo se ha revisado al alza tanto en 2021 como en 2022. La volatilidad de los mercados financieros ha experimentado una disminución en 2021, y los nuevos supuestos asumen que esta menor volatilidad persistirá en 2022 y 2023. Entre las variables financieras nacionales, una elevación del tipo de interés oficial de Brasil mayor de lo esperado en los seis últimos meses llevó también a un incremento de la senda futura del tipo de interés oficial en ese país. En México, las perspectivas sobre la política monetaria también se volvieron más restrictivas, aunque en menor medida que en Brasil. Las previsiones actuales contemplan una leve apreciación de la moneda.

En el cuadro 1 también se muestran los supuestos sobre la demanda externa. Con respecto a lo esperado en abril de este año, aquella creció menos de lo previsto en este año, tanto en México como en Brasil, mientras que los supuestos asumen un mayor crecimiento de la demanda externa en el año próximo³. El menor dinamismo de la demanda externa en 2021 se debe en gran medida a una demanda menor de lo esperado proveniente de Estados Unidos, sobre todo en México, por la mayor persistencia de los cuellos de botella productivos y al no materializarse la totalidad del impacto del paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos aprobado en marzo (*American Rescue Plan*), que formaba parte de los supuestos del ejercicio de previsiones de abril⁴.

1 El escenario de referencia se realiza con el apoyo de modelos econométricos (BVAR). El modelo econométrico base está compuesto por diez variables macrofinancieras. Se diferencia entre variables de carácter global (como la demanda externa, los precios del petróleo, la incertidumbre de los mercados financieros y los tipos de interés de corto plazo en Estados Unidos) y variables internas (que corresponden a Brasil y a México). Estas variables son el crecimiento del PIB real, la inflación subyacente, el tipo de cambio del real brasileño y del peso mexicano con el dólar, el diferencial soberano de la deuda emitida en dólares de cada país respecto a la deuda pública estadounidense, el índice de incertidumbre de política económica y los tipos de interés oficiales.

2 Los supuestos técnicos se calculan siguiendo la metodología de los ejercicios de proyecciones macroeconómicas del Eurosistema. La fecha de cierre para la cual están calculadas las sendas de estas variables es el 16 de agosto de 2021.

3 La demanda externa para cada país se construye en base al ejercicio de previsiones del Banco Central Europeo (BCE) de septiembre de 2021.

4 La demanda externa en las previsiones anteriores fue tomada del ejercicio de previsiones del BCE de marzo, a la que se le añadió el impacto de la mayor demanda externa inducida por el estímulo fiscal de Estados Unidos utilizando un modelo de equilibrio general (NiGEM). Véase el recuadro 3 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, para más detalles sobre la simulación del paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO (cont.)

Los escenarios de referencia obtenidos bajo estos supuestos se muestran en el gráfico 1. Para Brasil se proyecta un avance del producto del 5,2% en 2021 (tras la caída del 4,4% de 2020), en línea con el consenso de los analistas, del 2,0% en 2022 y del 2,2% en 2023. En el caso de México, tras la caída del 8,5% de 2020, la economía crecería un 6,4% en 2021, valor que se sitúa en el rango superior de las previsiones de los analistas, un 3,2% en 2022 y un 2,2% en 2023. De acuerdo con estas previsiones, Brasil recuperaría el nivel de producto anterior a la pandemia este año, mientras que México lo alcanzaría a lo largo del próximo. Con respecto al Informe anterior⁵, la previsión de crecimiento

anual en 2021 se revisa significativamente al alza para los dos países, mientras que para 2022 se revisa también al alza en el caso de México y ligeramente a la baja para Brasil (véase gráfico 2 para una descomposición de los factores explicativos de estas revisiones).

La elaboración de un escenario de referencia resulta fundamental para la construcción de escenarios de riesgo, dado que estos se basan en la modificación de uno o de varios de los supuestos que se han asumido en el primer caso. En un primer escenario alternativo, como riesgo al alza, se asume que la remisión de la

Cuadro 1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

El escenario de referencia descansa sobre una serie de supuestos detallados en este cuadro y sobre información coyuntural disponible a corto plazo. Los escenarios alternativos se basan en la modificación de uno o de varios de los supuestos del escenario de referencia.

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyecciones de octubre de 2021 (b)			Diferencia entre los supuestos actuales y los supuestos del ejercicio de abril de 2021 (c)	
	2021	2022	2023	2021	2022
Entorno internacional					
Demanda externa de Brasil (d)	13,0	6,4	4,3	-0,3	0,4
Demanda externa de México (d)	13,6	6,7	4,4	-3,5	3,4
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	67,8	67,3	64,1	2,6	5,8
Condiciones monetarias y financieras					
Volatilidad de los mercados financieros globales (VIX) (nivel)	19,1	16,6	16,6	-2,9	-5,4
Tipo de interés oficial de Estados Unidos (nivel) (e)	0,1	0,3	0,7	0,0	0,2
Tipo de interés oficial de Brasil (nivel) (e)	4,1	7,6	8,8	0,9	2,3
Tipo de interés oficial de México (nivel) (e)	4,5	5,8	6,4	0,4	1,0
Tipo de cambio real brasileño/dólar (nivel)	5,3	5,2	5,2	-0,3	-0,4
Tipo de cambio peso mexicano/dólar (nivel)	20,1	19,9	19,9	-0,6	-0,8

FUENTES: Banco Central Europeo, Thomson Reuters, JP Morgan, Chicago Board Options Exchange y Banco de España.

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 16 de agosto de 2021. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b** Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, tomados de las previsiones de septiembre del Banco Central Europeo o, en su defecto, elaborados siguiendo la metodología utilizada para los ejercicios de previsión conjunta del Eurosistema. Los supuestos de variables de materias primas o de carácter financiero se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.
- c** Las diferencias son en puntos porcentuales para las demandas externas y los tipos de interés, y en niveles para el resto de las variables.
- d** La demanda externa está aproximada a partir de una medida sintética que incluye los principales socios comerciales de cada país. Esta aproximación está basada en los datos del ejercicio de previsiones del Banco Central Europeo de septiembre.
- e** Estas variables están expresadas en términos porcentuales.

5 Véase Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2021.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO (cont.)

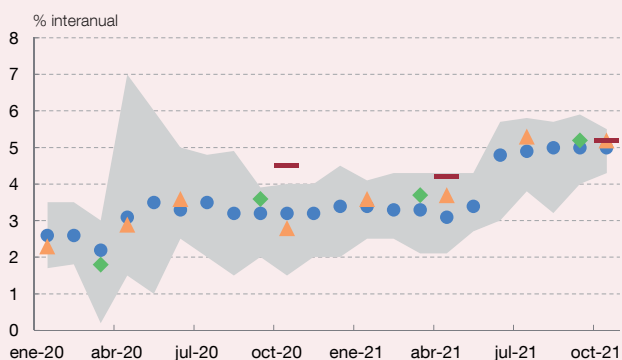
pandemia de COVID-19 a nivel global podría llevar a una recuperación más boyante de la actividad mundial que la prevista en el escenario de referencia, y provocar un aumento de los precios de las materias primas superior

al implícito en la senda de precios futuros⁶. En concreto, se toma el precio del petróleo como materia prima representativa⁷ y se asume que aumenta hasta los 100 dólares por barril desde principios de 2022, lo que

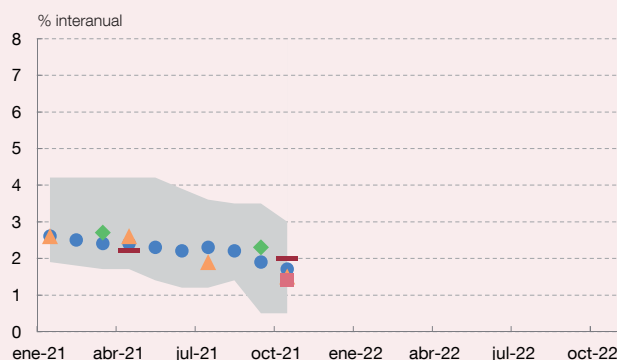
Gráfico 1
PREVISIONES DE CRECIMIENTO

Nuestro escenario de referencia proyecta un crecimiento del PIB para Brasil del 5,2 % en 2021, seguido de una estabilización del crecimiento del 2,0 % en 2022, y el crecimiento para México en los mismos años es del 6,4 % y del 3,2 %. Estas proyecciones son cercanas a las previsiones más recientes de organismos internacionales y de analistas privados, con excepción de la proyección para México en 2021, que es algo superior, aunque sigue estando dentro del rango del consenso. En caso de que se materializasen todos los escenarios considerados en este recuadro, en 2022 llevaría a tasas de crecimiento en torno al 1,4 % y al 1,0 % en Brasil y en México, respectivamente.

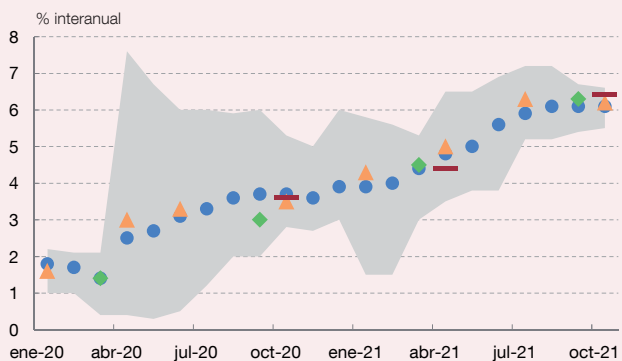
1 BRASIL. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2021 (a)



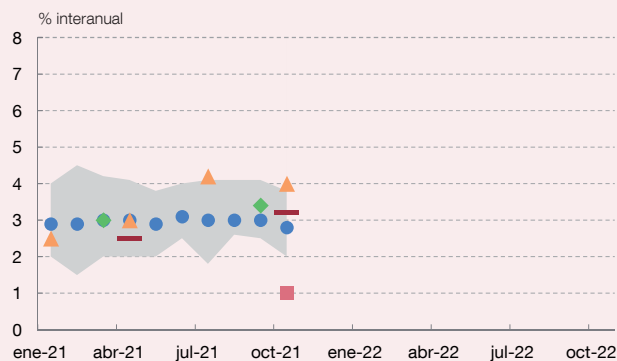
2 BRASIL. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2022 (a)



3 MÉXICO. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2021 (a)



4 MÉXICO. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2022 (a)



● CONSENSUS FORECASTS ▲ FMI ◆ OCDE — BANCO DE ESPAÑA (ESCENARIO DE REFERENCIA) ■ BANCO DE ESPAÑA (TODOS LOS ESCENARIOS COMBINADOS)

FUENTES: *Consensus Forecasts*, Fondo Monetario Internacional, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y Banco de España.

a Las áreas sombreadas corresponden al rango entre la mayor y la menor previsión de los analistas privados en cada mes.

6 La transición energética a un modelo más sostenible es otro motivo que podría estar detrás de un aumento simultáneo del precio de las materias primas industriales y del petróleo. Si bien a largo plazo el precio del petróleo debería caer, un freno de las inversiones mayor en exploración de petróleo podría llevar a un aumento del precio en el corto plazo.

7 El precio del petróleo es el único que aparece en los supuestos del escenario base. Sin embargo, este precio está correlacionado históricamente con el de las otras materias primas, lo que permite identificar un *shock* de demanda de materias primas en nuestro modelo y calibrar este *shock* con una senda condicionada del precio del petróleo.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO (cont.)

implica un incremento del petróleo a comienzos de 2022 similar (en precios constantes) al observado en el segundo trimestre de 2008, cuando se produjo el máximo del anterior ciclo alcista de las materias primas. Desde ese nivel, se asume que el precio del petróleo revierte gradualmente a la senda del escenario de referencia a partir del primer trimestre de 2023. En este escenario, a finales de 2023 se registraría un aumento del PIB acumulado con respecto al escenario base de 4,7 puntos porcentuales (pp) y 1,3 pp, respectivamente, en Brasil y en México, donde el mayor impacto en el caso de Brasil viene dado por el superior peso de las materias primas en su cesta de exportaciones.

En un segundo escenario alternativo se simula el efecto de un endurecimiento de la política monetaria mayor que el contemplado en los supuestos técnicos, para reflejar la eventualidad de que se materialice el riesgo de que el

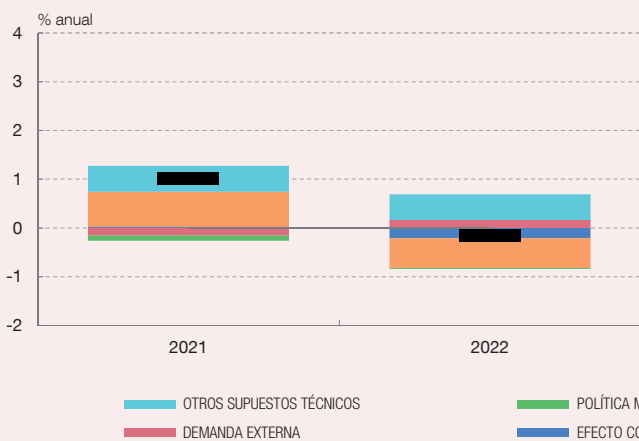
aumento reciente de la inflación acabe teniendo un carácter más permanente de lo esperado, que acabe trasladándose a las expectativas de inflación, llevando a mayores subidas de tipos que las descontadas actualmente. Para ello, se modifica la senda de tipos de interés al alza, en línea con la experiencia pasada de cada país en este tipo de episodios⁸. En este escenario, la política monetaria más restrictiva repercute negativamente sobre el crecimiento del PIB de Brasil y de México, con un efecto acumulado a finales de 2023 de -1,2 pp y -2,1 pp, respectivamente. El mayor impacto simulado para México es coherente con la evidencia empírica disponible⁹, que muestra que las perturbaciones de política monetaria tienden a presentar impactos mayores sobre el PIB en esta economía que en la brasileña.

Finalmente, en el tercer escenario alternativo se asume que se produce un aumento de las tensiones sociales que

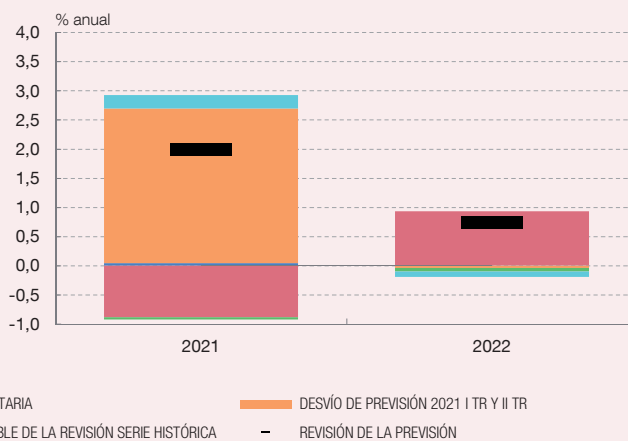
Gráfico 2
REVISIONES DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO

Las revisiones de la previsión se deben, principalmente, a un crecimiento mayor que el que indicaban los indicadores de corto plazo en los dos primeros trimestres del año y a un menor dinamismo de la demanda externa en 2021, especialmente en México, al no materializarse el efecto esperado del *American Rescue Plan* de Estados Unidos. Los cambios esperados de política monetaria reducen la previsión en los dos países, y lo hacen en mayor medida en Brasil. Los restantes supuestos técnicos tienen un efecto neto positivo sobre la previsión de 2021 y, en el caso de Brasil, también de 2022.

1 BRASIL. REVISIÓN DE LA PREVISIÓN



2 MÉXICO. REVISIÓN DE LA PREVISIÓN (2021 Y 2022)



FUENTES: Banco Central Europeo, Refinitiv y Banco de España.

8 El escenario se construye situando los tipos de interés oficiales en el 10,50% en Brasil [+297 puntos básicos (pb) con respecto a los supuestos basados en futuros] y en el 8,00% en México (+ 223 pb con respecto a los supuestos basados en futuros) en el segundo trimestre de 2022 y se elabora considerando que estas subidas de tipos se deben a *shocks* de oferta y de demanda en proporciones similares a los de episodios de endurecimiento pasados en cada país. Como se puede apreciar en los gráficos 12.3 y 12.4 del texto principal, la respuesta de política monetaria suele ser más fuerte en Brasil que en México.

9 Véase, por ejemplo, J. D. Quintero Otero (2015), «Impactos de la política monetaria y canales de transmisión en países de América Latina con esquema de inflación objetivo», *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 33, n.º 76, pp. 61-75.

SUPUESTOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO (cont.)

lleva a un incremento de la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas. Para ello se usa como referencia el episodio observado en Chile en los años 2019 y 2020, momento en el que la incertidumbre económica aumentó hasta valores máximos históricos¹⁰. En este escenario, el crecimiento acumulado de Brasil en 2021-2023 sería inferior al del escenario de referencia en 5,8 pp, mientras que el de México se situaría 4,3 pp por debajo de él en dichos años.

Las simulaciones presentadas ilustran que el impacto derivado de la eventual materialización de estos escenarios de riesgo sería significativo en las dos economías consideradas. En este contexto, no obstante, no pueden descartarse escenarios en los que, por ejemplo, varias de las perturbaciones descritas se produzcan a la vez. En concreto, de plasmarse los tres escenarios alternativos simultáneamente (dos a la baja y uno al alza), el producto de Brasil y de México avanzaría en 2022 un 1,4 % y un

1,0 %, respectivamente, frente a los crecimientos del 2,0 % y del 3,2 % del escenario base (véase gráfico 1). En términos acumulados, las pérdidas de producto adicionales causadas por esta circunstancia en 2022-2023 ascenderían a 2,3 pp y 5,0 pp, respectivamente, para Brasil y México, en relación con el escenario base.

En cualquier caso, cabe recordar que los escenarios macrofinancieros presentados en este recuadro se basan en el supuesto de una superación de la pandemia. No obstante, como se analiza en el texto principal de este Informe, ilustrado con un ejercicio de simulación específico, si bien los riesgos relacionados con la pandemia se han reducido en el último semestre, persiste una elevada incertidumbre sobre esta cuestión. Asimismo, los escenarios contemplados en este recuadro no asumen una eventual respuesta de la política económica, que, de producirse, podría mitigar los impactos de las perturbaciones consideradas en este análisis.

10 Por esa razón, para simular un evento extremo de similares características, se asume que en el primer trimestre de 2022 ocurre un aumento del EPU (Economic Policy Uncertainty, un índice construido a partir de la prensa local utilizando palabras relacionadas con la incertidumbre sobre las políticas económicas) equivalente al percentil 90 de su distribución histórica para Brasil y México, y que este indicador se mantiene en el nuevo nivel elevado durante todo el año 2022.

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE BRASIL

Brasil genera un 2,2 % del PIB mundial, y es la mayor economía de América Latina (véase gráfico 1). La actividad se apoya mayoritariamente en los servicios, con una relevancia superior a la de otras economías de la región del sector primario y de los servicios de la Administración Pública. Brasil es una economía bastante cerrada en términos relativos, con un grado de apertura¹ cercano al 30 %, el menor de la región, junto con Argentina, entre las grandes economías, y con una elevada diversificación de las exportaciones y las importaciones por destino y origen. Aproximadamente un tercio de las exportaciones y un quinto de las importaciones están centradas en China, cerca de un 13 % en el área del euro, entre un 10 % (exportaciones) y un 15 % (importaciones) en Estados Unidos, y entre un 13 % (exportaciones) y un 17 % (importaciones) en América Latina, a la que está vinculada vía Mercosur. Por productos, destacan la relevancia del sector primario y la minería en las exportaciones (véase gráfico 1).

Brasil es una economía muy relevante para España, especialmente en lo relativo a la inversión exterior directa y a la exposición de los bancos. Brasil es el cuarto país de fuera de la Unión Europea en cuanto a las exposiciones del sector bancario español, y el primero si se tienen en cuenta las exposiciones en situación de impago (véase gráfico 2). El sector bancario brasileño está muy concentrado —los seis mayores bancos acaparan el 74 % de los depósitos y el 85 % de los créditos del sistema—. La relevancia de los bancos públicos es notable (34 % de los depósitos y 49 % de los préstamos), mientras que los bancos privados nacionales copan el 50 % de los depósitos y el 35 % de los créditos, y los de capital extranjero, el 16 % y el 14 %, respectivamente. El mayor banco de capital extranjero es el Banco Santander (quinto en depósitos y sexto en préstamos) (véase gráfico 2). Desde el punto de vista de los residentes brasileños, los

bancos españoles son sus principales acreedores, acaparando cerca de un 45 % del total de las deudas con bancos extranjeros (véase cuadro 1).

Brasil dispone de un marco de política macroeconómica relativamente sólido, que incluye objetivos de inflación y reglas fiscales. Sin embargo, en el ámbito institucional sigue rezagada en los indicadores de gobernanza, algo que se atribuye a los elevados costes para establecer negocios y a las cargas burocráticas (véase gráfico 3). El país perdió el grado de inversión en el último trimestre de 2015, y en la actualidad su calificación se sitúa entre dos y tres escalones por debajo de aquel.

Según los indicadores disponibles, las principales vulnerabilidades macrofinancieras se encuentran en el terreno de las finanzas públicas. Así, los déficits públicos y los niveles de deuda se sitúan en la actualidad en máximos históricos y son más elevados que en otras economías emergentes. También se aprecian vulnerabilidades en ciertos aspectos de su posición exterior, como la deuda externa a corto plazo, y en buena parte de los indicadores de riesgo político. Por el contrario, los desequilibrios externos se han reducido, y el sector bancario no presenta, por el momento, vulnerabilidades elevadas (véase cuadro 2). La crisis sanitaria sufrida en 2020 ha generado el deterioro de varios indicadores macrofinancieros con respecto a su media histórica (véase cuadro 3).

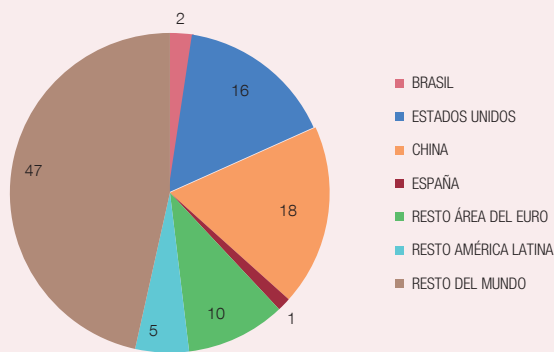
El sector bancario mantiene índices de morosidad históricamente reducidos —gracias, en buena medida, a las políticas de apoyo al sector puestas en marcha durante la pandemia—, ratios de capital y de liquidez elevados, y una rentabilidad aún por encima de los mínimos alcanzados en 2015. Las condiciones financieras siguen siendo laxas en comparación con su media histórica, y las tensiones en los mercados financieros se atenuaron tras alcanzar máximos durante la pandemia.

1 Medida como la ratio de la suma de exportaciones e importaciones sobre PIB.

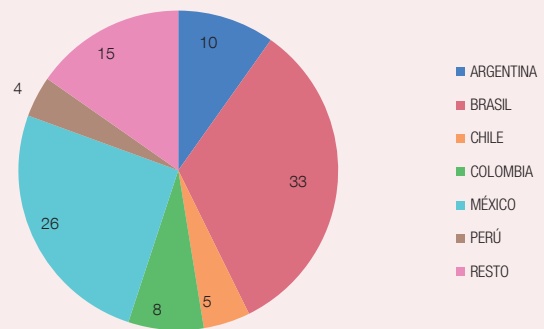
PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE BRASIL (cont.)

Gráfico 1
DATOS ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA

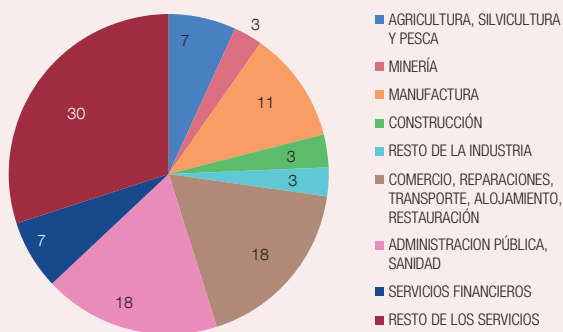
1 PARTICIPACIÓN EN EL PIB MUNDIAL (%)



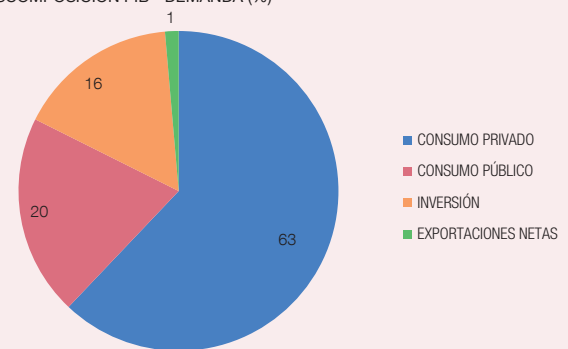
2 PARTICIPACIÓN EN EL PIB DE AMÉRICA LATINA (%)



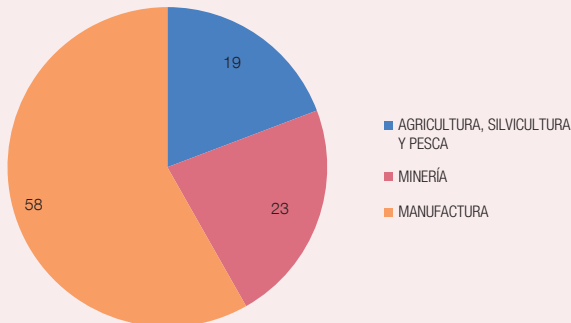
3 DESCOMPOSICIÓN PIB - OFERTA (%)



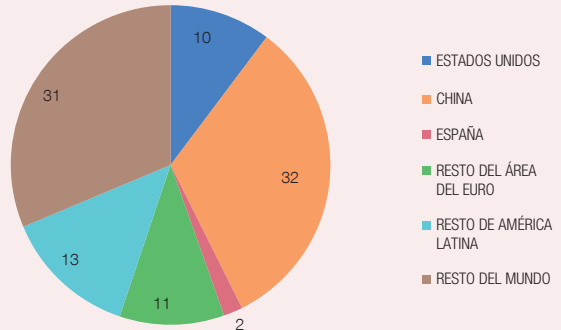
4 DESCOMPOSICIÓN PIB - DEMANDA (%)



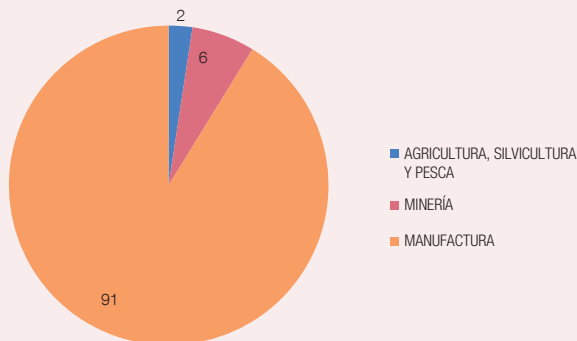
5 EXPORTACIONES DE BIENES, POR SECTOR (%)



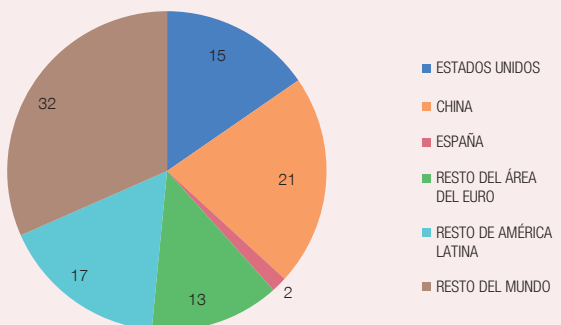
6 EXPORTACIONES DE BIENES, POR DESTINO (%)



7 IMPORTACIONES DE BIENES, POR SECTOR (%)



8 IMPORTACIONES DE BIENES, POR ORIGEN (%)

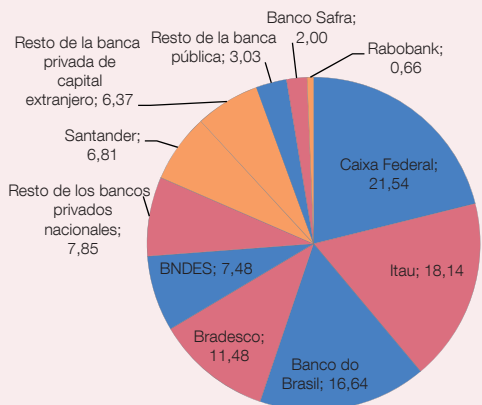


FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y Fondo Monetario Internacional.

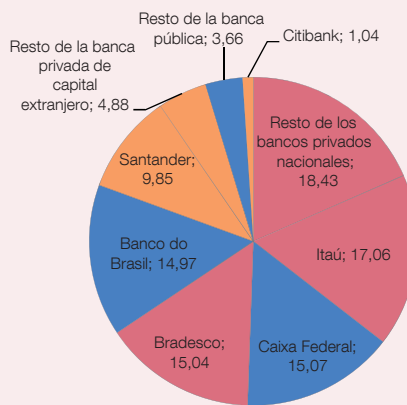
PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE BRASIL (cont.)

Gráfico 2
ESTRUCTURA DEL SECTOR BANCARIO Y RELEVANCIA PARA ESPAÑA

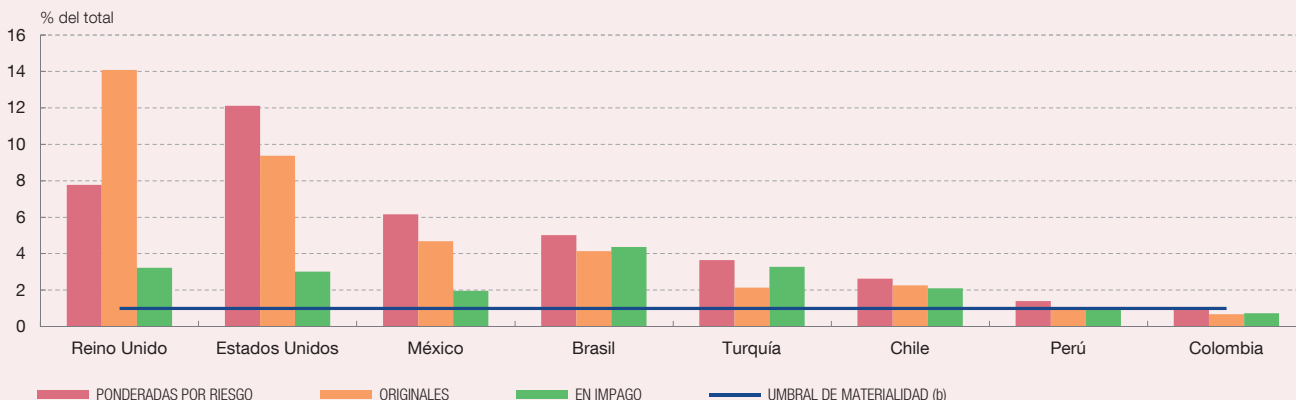
1 COMPOSICIÓN DEL SECTOR BANCARIO: PRÉSTAMOS



2 COMPOSICIÓN DEL SECTOR BANCARIO: DEPÓSITOS



3 EXPOSICIONES A TERCEROS PAÍSES MATERIALES, POR TIPO DE EXPOSICIÓN (2020) (a)



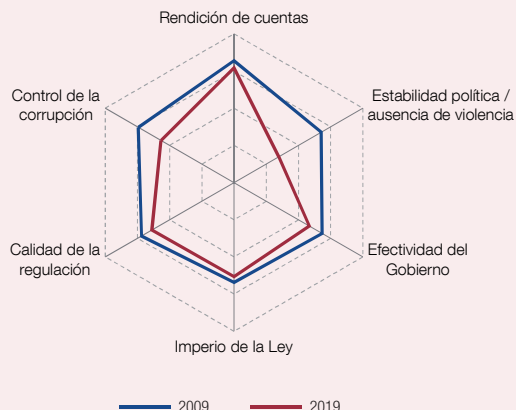
FUENTES: Banco Central de Brasil y Banco de España.

a Crédito y otros activos sobre hogares y empresas no financieras, excluidas entidades públicas e instituciones financieras.
b 1 % de cualquiera de los tipos de exposición.

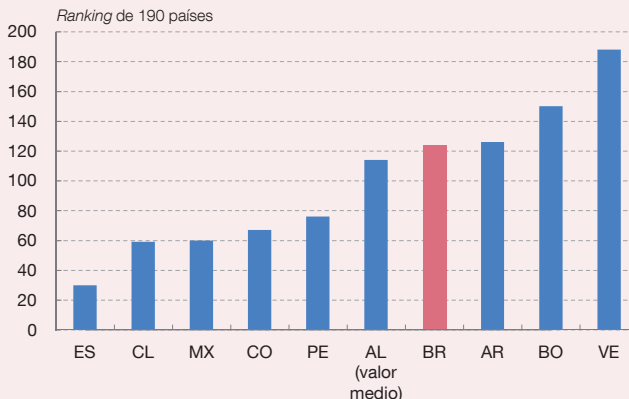
PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE BRASIL (cont.)

Gráfico 3
INDICADORES BASADOS EN NOTICIAS

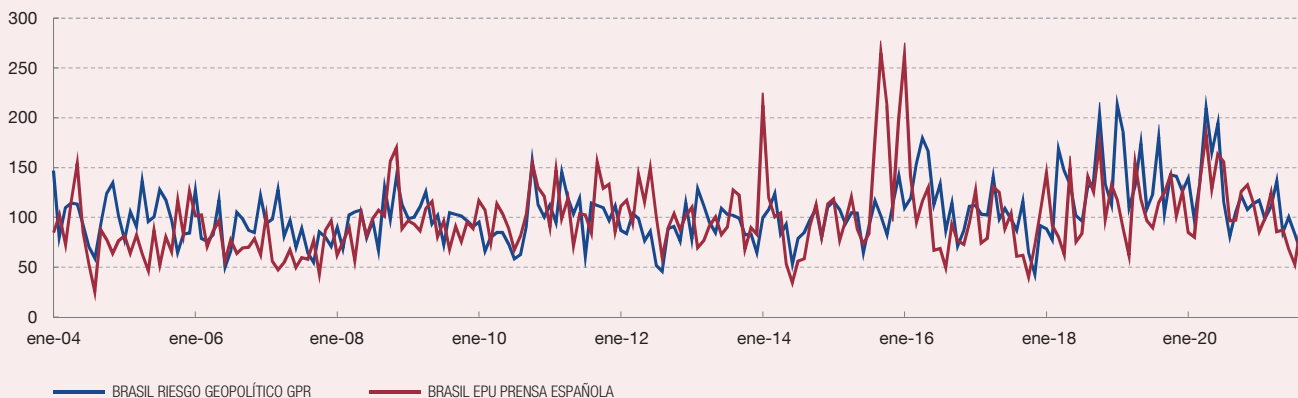
1 INDICADORES DE GOBERNANZA DEL BANCO MUNDIAL (a)



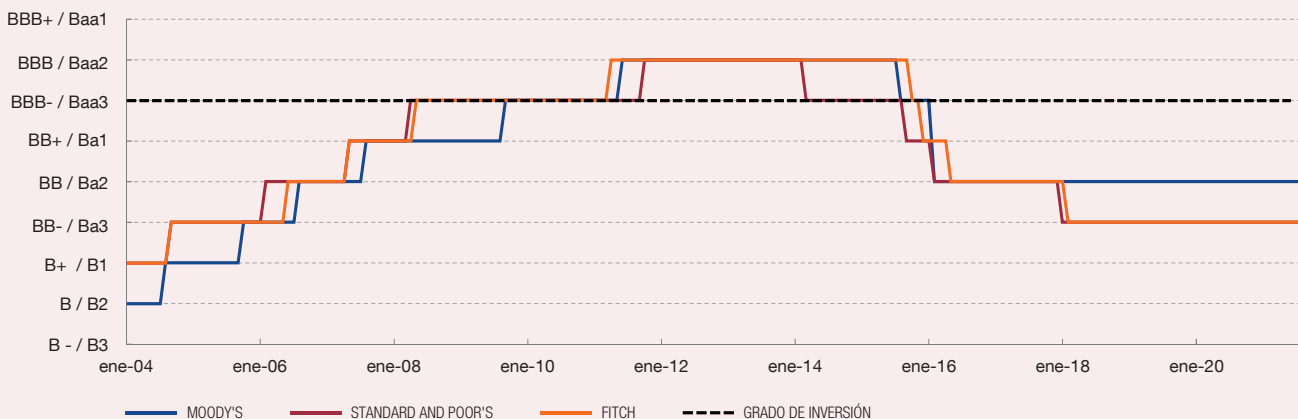
2 CLASIFICACIÓN DEL ÍNDICE DOING BUSINESS DEL BANCO MUNDIAL (b)



3 INDICADORES BASADOS EN NOTICIAS



4 CALIFICACIONES SOBERANAS



FUENTES: Banco de España; D. Caldara y M. Iacoviello (2019), *Measuring Geopolitical Risk*, Board of Governors of the Federal Reserve Board WP; C. Ghirelli, J. Pérez y A. Urtasun (2021), «The spillover effects of economic policy uncertainty in Latin America on the Spanish economy», *Latin American Journal of Central Banking*; Moody's; Standard and Poor's y Fitch.

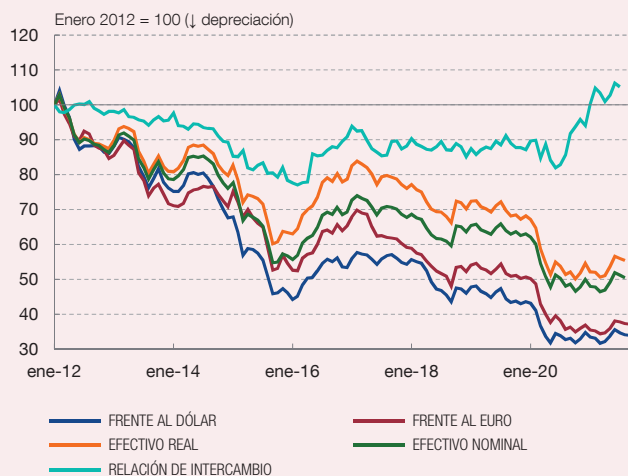
a Una línea más cercana al origen representa una situación peor.

b El conocido como *Doing business*, por su acepción en inglés, es un índice publicado por el Banco Mundial para clasificar los países de acuerdo con la simplicidad de las regulaciones que enfrentan las empresas y la protección de los derechos de propiedad. Véase <https://www.doingbusiness.org/en/doingbusiness> para mayor información.

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE BRASIL (cont.)

Gráfico 4
TIPOS DE CAMBIO, BOLSA, CONDICIONES Y TENSIONES FINANCIERAS

1 TIPOS DE CAMBIO DEL REAL BRASILEÑO



2 ÍNDICE DE BOLSA



3 DIFERENCIAL SOBERANO (EMBI+)



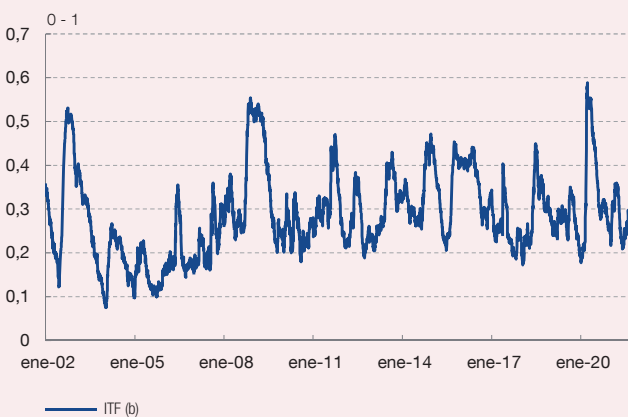
4 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN REALES



5 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS



6 ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS



FUENTE: Banco de España.

- a Elaborado con la metodología de componentes principales a partir de las variaciones de la bolsa, los tipos de interés a corto y largo plazo, el precio de las materias primas y la variación del tipo de cambio.
- b Elaborado a partir de las volatilidades y diferenciales de seis segmentos de mercado, estandarizados y agrupados descontando las correlaciones cruzadas.

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE BRASIL (cont.)Cuadro 1
EXPOSICIÓN DE ESPAÑA Y EL ÁREA DEL EURO A BRASIL

	mm de dólares		Porcentaje del PIB		Porcentaje del total		Ranking	
	Área del euro	España	Área del euro	España	Área del euro	España	Área del euro	España
Exportaciones de bienes	33,0	2,9	0,25	0,21	0,68	0,87	27	20
Importaciones de bienes	27,4	4,2	0,21	0,30	0,60	1,13	29	21
Exportaciones de servicios	16,0	1,6	0,12	0,12	0,88	1,06	23	18
Importaciones de servicios	7,8	0,5	0,06	0,03	0,46	0,58	34	24
Posición de Inversión Internacional: inversión extranjera directa: activos	361,5	66,1	2,64	4,74	2,06	10,62	12	3
Posición de Inversión Internacional: inversión extranjera directa: pasivos	19,7	5,3	0,14	0,38	0,14	0,70	46	18
Posición de Inversión Internacional: inversión de cartera: activos	101,5	3,3	0,76	0,24	0,70	0,44	22	18
Posición de Inversión Internacional: inversión de cartera: pasivos	6,8	1,3	0,05	0,09	0,04	0,11	55	32
Exposición crediticia de los bancos que informan al BIS a Brasil (a)	184,0	134,3	1,45	10,77	1,66	7,04	15	4
Activos de los bancos brasileños frente a residentes del área del euro o de España	7,7	0,9	0,06	0,08	0,10	0,18	21	16
Deuda de los residentes brasileños a bancos del área del euro o de España (b)	184,0	134,3	12,83	9,37	61,34	44,79	—	1

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Eurostat, Banco de Pagos Internacionales y estadísticas nacionales.

a Respecto a las magnitudes del área del euro y españolas.

b Respecto a las magnitudes brasileñas.

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE BRASIL (cont.)

Cuadro 2
BRASIL: SITUACIÓN DE VULNERABILIDAD (a)

	Temporal										Respecto al resto de emergentes
	2017		2018		2019		2020		2021	Último dato	
	1 S	2 S	1 S	2 S	1 S	2 S	1 S	2 S	1 S		
Diferencial soberano (pb)											
Bolsa (variación trimestral)											
Tipo de cambio (variación trimestral)											
Diferencial soberano (cambio trimestral)											
PIB (interanual)											
Inflación											
Producción industrial											
Sobrevaloración cambiaria											
Balance del sector público (% del PIB)											
Deuda bruta del sector público (% del PIB)											
Crédito (real, interanual)											
Depósitos (real, interanual)											
Activos netos frente al exterior de bancos (% del PIB)											
Créditos de dudoso cobro (% de la cartera)											
Ratio préstamos-depósitos											
Bolsa sector bancario (variación trimestral)											
Diferencial deuda externa de bancos											
Tipo de interés interbancario											
Margen de intermediación											
Riesgo bancario (BICRA)											
Riesgo bancario (IHS)											
Saldo de la balanza corriente (% del PIB)											
Inversión extranjera directa (% del PIB)											
Deuda externa (% del PIB)											
Deuda externa a corto (% de las reservas)											
Reservas (% del PIB)											
Servicio de la deuda externa (% de las exportaciones)											
Inversión de cartera (% del PIB)											
PIB per cápita (variación)											
Riesgo político (IHS)											
Riesgo geopolítico (GPR)											
Rating soberano											
Doing business (percentil)											
Estabilidad/ausencia de violencia (percentil)											

FUENTE: I. Alonso y L. Molina (2021), *A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard*, Documentos Ocasionales, n.º 2111, Banco de España.

a El nivel de riesgo se señala con colores más similares al verde (asociados a niveles menores de vulnerabilidad), al amarillo (vulnerabilidad media) o al rojo (variables situadas en los percentiles de riesgo más elevados).

Recuadro 2

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE BRASIL (cont.)

Cuadro 3
BRASIL: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES

	2020					2019	
PIB per cápita (m de dólares constantes)	8.179					Esperanza de vida (años)	75,9
PIB per cápita (PPP)	13.698					Tasa de pobreza (% de la población con menos de 1,9 dólares/día)	4,6
PIB (mm de dólares)	1.453					Desigualdad (Gini)	53,4
Población (millones)	211,4					Objetivo de inflación (2021)	3,75 % (±1,5 %)
Sector monetario y real, y precios	Promedio 2000-2004	Promedio 2005-2009	Promedio 2010-2014	Promedio 2015-2019	2020		
PIB (tasa interanual)	3,1	3,7	3,4	-0,5	-4,4		
IPC (tasa interanual)	8,7	5,1	5,9	5,7	3,2		
Inflación subyacente (interanual)	8,2	5,1	5,9	5,5	2,2		
Tipo de interés oficial (%)	18,8	13,0	10,2	9,2	2,0		
Tasa de paro (%)	11,6	8,6	7,1	11,3	13,2		
Saldo presupuestario (% del PIB)	-5,3	-3,0	-3,2	-7,9	-13,6		
Saldo primario (% del PIB)	2,5	3,1	1,8	-1,7	-9,4		
Deuda pública (% del PIB)	60,9	57,1	52,9	71,7	88,8		
Sector externo							
Apertura comercial (% del PIB)	27,4	25,4	24,6	26,7	32,4		
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	-1,4	-0,1	-3,5	-2,3	-1,7		
IED recibida (% del PIB)	3,4	2,3	3,6	3,8	3,1		
Entradas de capitales de cartera (% del PIB)	0,2	1,6	1,7	-0,3	-0,2		
Reservas (meses de importaciones)	9,1	13,3	18,1	25,6	23,2		
Reservas (% del PIB)	7,0	10,3	14,1	19,1	24,2		
ARA metrics (FMI) (a)	0,7	1,1	1,5	1,7	1,6		
Deuda externa (% del PIB)	39,1	16,2	18,1	29,4	37,4		
Deuda local en manos de no residentes (% del total)	—	7,7	14,5	12,9	9,2		
Mercados financieros							
Tipo de cambio frente al euro	2,74	2,88	2,63	3,98	5,89		
Tipo de cambio frente al dólar	2,62	2,41	1,98	3,52	5,16		
Tipo de interés de la deuda pública a diez años (%)	12,57	12,26	11,64	11,10	7,15		
Vencimiento medio de la deuda pública (meses)	34	34	46	51	44		
CDS soberano (puntos básicos)	—	168	140	241	209		
CDS Petrobras (puntos básicos)	—	170	195	410	300		
Sector bancario							
Tamaño del sector (% del PIB)	109,2	139,9	186,7	203,9	234,2		
Crédito al sector privado (% del PIB)	28,9	40,2	60,7	62,3	70,2		
Credit to GDP gap (b)	—	3,9	7,3	5,0	9,4		
Precio de las viviendas (interanual)	-1,1	11,5	8,0	-5,4	4,3		
Capital regulatorio / activos ponderados por riesgo	16,3	17,3	16,6	17,0	16,4		
Tier 1	—	14,1	12,9	13,6	14,0		
Activos ponderados por riesgo / total activos	—	81,3	85,3	68,1	64,1		
Créditos de dudoso cobro (% de la cartera)	6,6	4,4	3,8	3,2	2,8		
ROA	1,3	2,3	1,6	1,5	1,6		
ROE	12,9	21,2	14,7	14,2	14,8		
Ratio de liquidez	—	2,3	1,8	2,4	2,8		
Gastos primarios (% del ingreso total)	—	56,8	53,1	50,8	52,5		
Margen de intermediación (% del ingreso bruto)	—	78,0	76,3	71,1	58,1		

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Thomson Reuters y estadísticas nacionales.

a Basado en los cálculos del FMI sobre el nivel de reservas adecuado (*assessing reserve adequacy*), que tiene en cuenta el nivel de reservas respecto a distintas magnitudes y el coste de oportunidad de aquellas.

b Diferencia entre el nivel observado y la tendencia del crédito al sector privado como porcentaje del PIB.

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE MÉXICO

La economía mexicana genera un 1,9 % del PIB mundial, es la decimoquinta en tamaño a escala mundial y la segunda de América Latina, después de Brasil (véase gráfico 1). Su actividad económica se apoya mayoritariamente en manufacturas, con una fuerte orientación exportadora, y en los servicios, entre los cuales destaca el turismo. México es una economía muy abierta: la suma de exportaciones e importaciones representa aproximadamente el 80 % del PIB, y tanto en sus exportaciones como en sus importaciones dominan los productos manufactureros. En particular, el país mantiene vínculos comerciales muy fuertes con Estados Unidos (el 81 % de las exportaciones y el 44 % de las importaciones), gracias al acuerdo comercial regional en vigor (USMCA¹), y, en menor medida, con China (el 19 % de las importaciones). Un 4 % de sus exportaciones y casi un 10 % de sus importaciones son con el área del euro.

La economía mexicana está muy conectada con la española (véase cuadro 1). El 10 % de todos los activos extranjeros ostentados por los bancos españoles son mexicanos. México representa el destino del 7 % de la inversión extranjera directa española, y del 2 % de las exportaciones españolas de bienes y servicios.

Destaca la exposición del sector bancario (véase gráfico 2). México es el tercer país de fuera de la Unión Europea (tras Estados Unidos y Reino Unido) en cuanto a la exposición del sector bancario español. En el sector bancario de México actúan entidades privadas y públicas. Las entidades privadas de capital extranjero suponen más de la mitad del sector bancario de México. Las entidades privadas de capital nacional suponen algo más de una cuarta parte. El resto (una sexta parte, aproximadamente) corresponde a entidades públicas (banca de desarrollo). En el sector bancario mexicano, los siete mayores bancos privados (de capital tanto nacional como extranjero) representan más de dos tercios de los depósitos y de los créditos del sistema. El mayor banco

de capital extranjero es el BBVA (primero en depósitos y en préstamos en el país), que obtuvo alrededor del 33 % de su beneficio ordinario en México en el período 2017-2019. El Banco Santander ocupa la tercera posición (el 12 % de los depósitos y el 11 % de los créditos en el país). Desde el punto de vista de los residentes mexicanos, los bancos españoles son sus principales acreedores, acumulando cerca de un 44 % del total de las deudas con bancos extranjeros.

En comparación con otros países de la región, México dispone de un marco institucional y de política macroeconómica relativamente sólido (véanse gráfico 3 y cuadro 2). En particular, el manejo de las políticas fiscal y monetaria ha sido hasta el momento prudente, y el tipo de cambio flexible (véase gráfico 4) proporciona un amortiguador contra las perturbaciones externas. Si bien la mayoría de los indicadores de gobernanza no han experimentado mejoras a lo largo de la última década, las regulaciones para hacer negocios son de las más favorables de América Latina. El país ha conservado el grado de inversión desde principios de la década de los 2000. En este contexto, a pesar de que la garantía gubernamental no es explícita, la empresa de petróleo pública, PEMEX, podría representar una fuente de riesgos de pasivos contingentes para la deuda soberana, dada su situación de alta deuda (9 % del PIB) y de pérdidas persistentes.

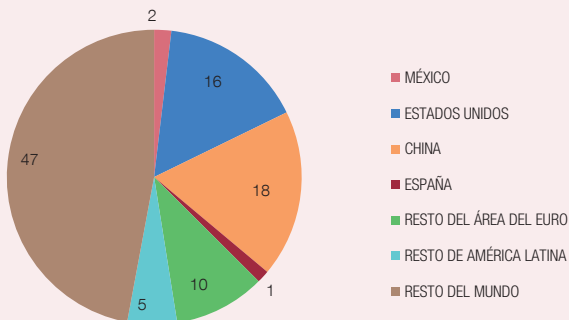
A partir de 2019, México ha experimentado una fuerte desaceleración del crecimiento económico, en un contexto de mayor incertidumbre percibida sobre las políticas económicas, exacerbada por la difusión de la pandemia (véanse cuadros 2 y 3). Por su parte, el sector bancario de México mantiene bajas tasas de morosidad y altos índices de capital y de liquidez. El tamaño del sector sigue siendo menor que en otras economías de similar nivel de desarrollo, y la competencia, limitada, como muestran unos elevados márgenes de intermediación.

1 USMCA: «United States-Mexico-Canada Agreement», conocido también como el «Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá» (T-MEC). El USMCA/T-MEC es el acuerdo comercial que entró en vigor el 1 de julio de 2020, remplazando el anterior acuerdo, nombrado «Tratado de Libre Comercio de América del Norte» (TLCAN o, en inglés, NAFTA), en vigor desde 1994.

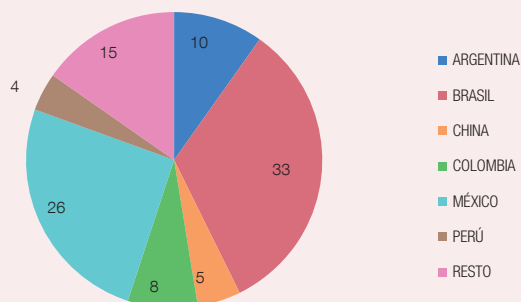
PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE MÉXICO (cont.)

Gráfico 1
DATOS ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA MEXICANA

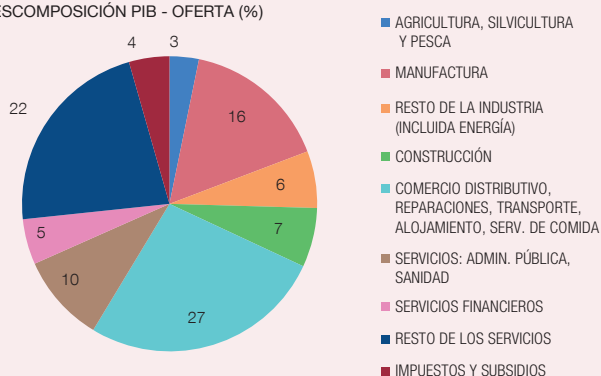
1 PARTICIPACIÓN EN EL PIB MUNDIAL (%)



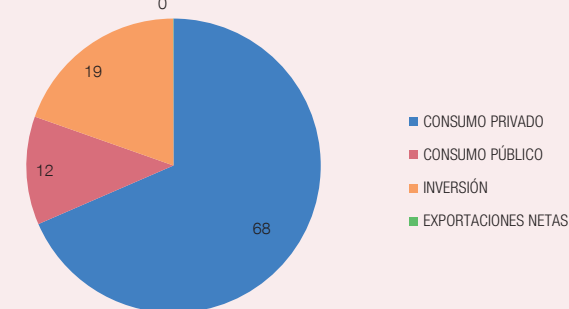
2 PARTICIPACIÓN EN EL PIB DE AMÉRICA LATINA (%)



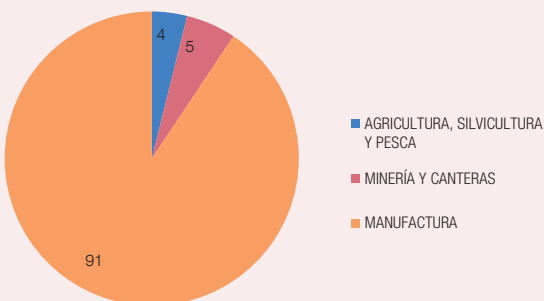
3 DESCOMPOSICIÓN PIB - OFERTA (%)



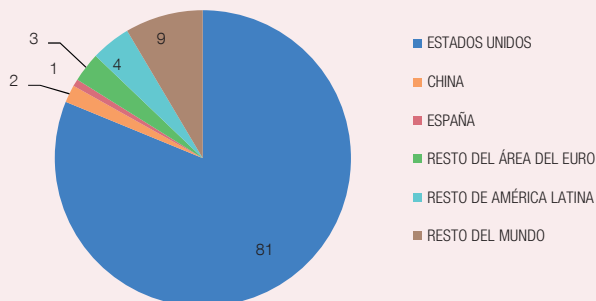
4 DESCOMPOSICIÓN PIB - DEMANDA (%)



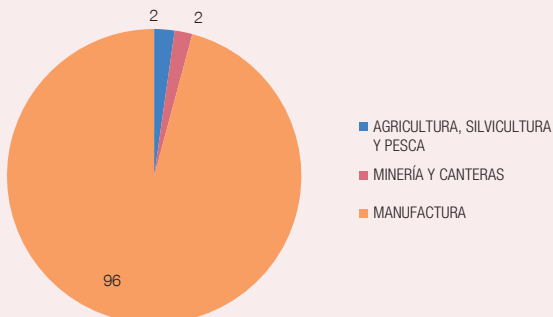
5 EXPORTACIONES DE BIENES, POR SECTOR (%)



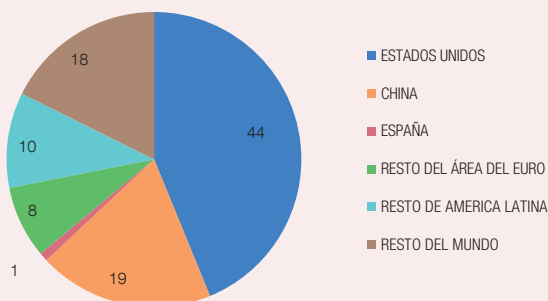
6 EXPORTACIONES DE BIENES, POR DESTINO (%)



7 IMPORTACIONES DE BIENES, POR SECTOR (%)



8 IMPORTACIONES DE BIENES, POR DESTINO (%)

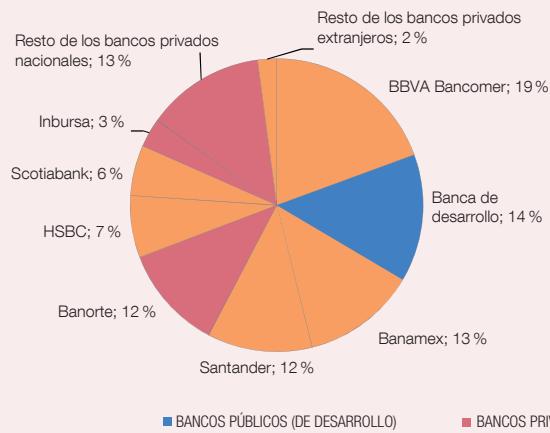


FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y Fondo Monetario Internacional.

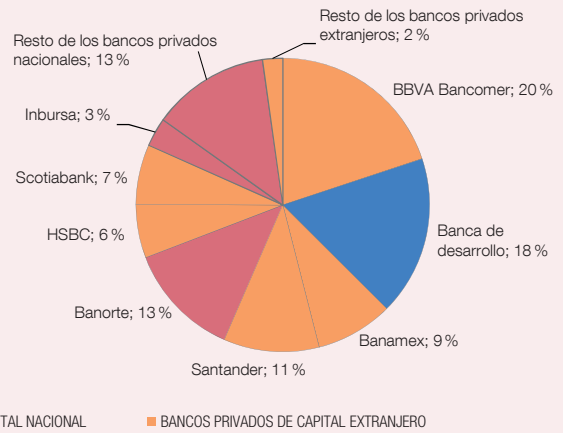
PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE MÉXICO (cont.)

Gráfico 2
COMPOSICIÓN DEL SECTOR BANCARIO

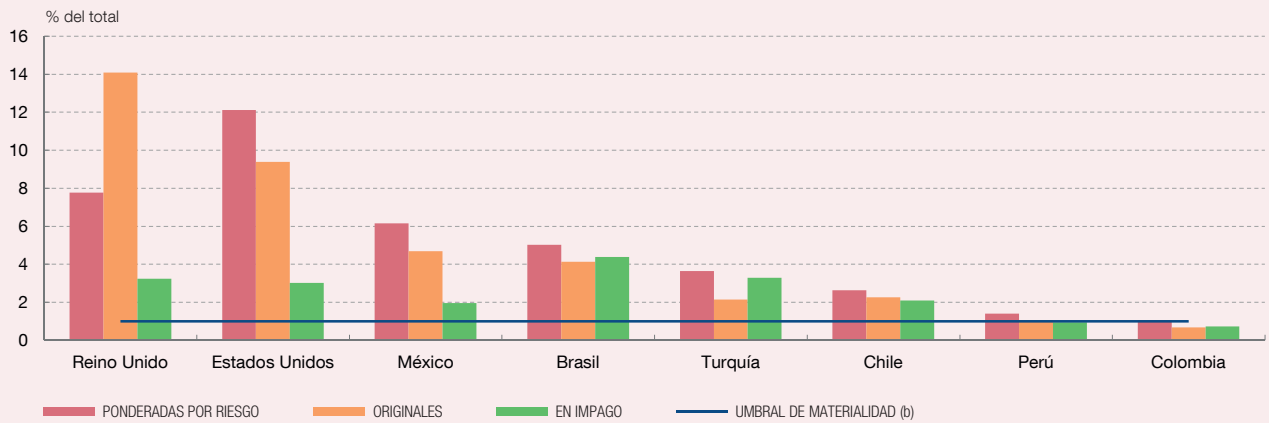
1 SECTOR BANCARIO MÉXICO: DEPÓSITOS



2 SECTOR BANCARIO MÉXICO: CRÉDITO



3 EXPOSICIONES A TERCEROS PAÍSES MATERIALES, POR TIPO DE EXPOSICIÓN (2020) (a)



FUENTES: Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y Banco de España.

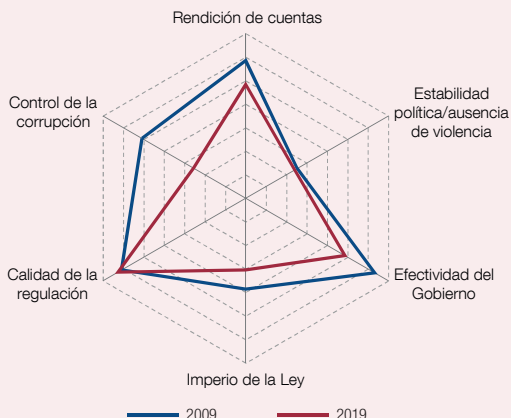
a Crédito y otros activos sobre hogares y empresas no financieras, excluidas entidades públicas e instituciones financieras.

b 1 % de cualquiera de los tipos de exposición.

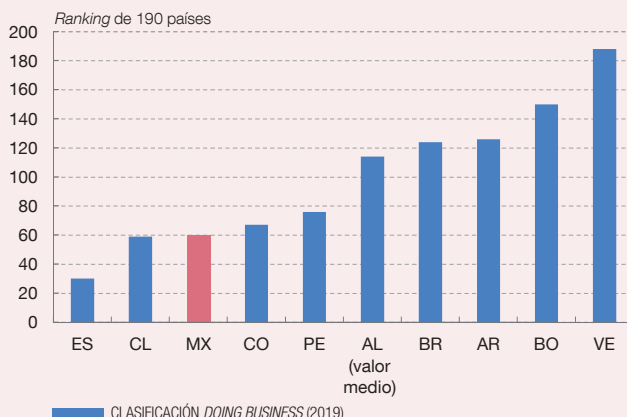
PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE MÉXICO (cont.)

Gráfico 3
INDICADORES POLÍTICO-INSTITUCIONALES

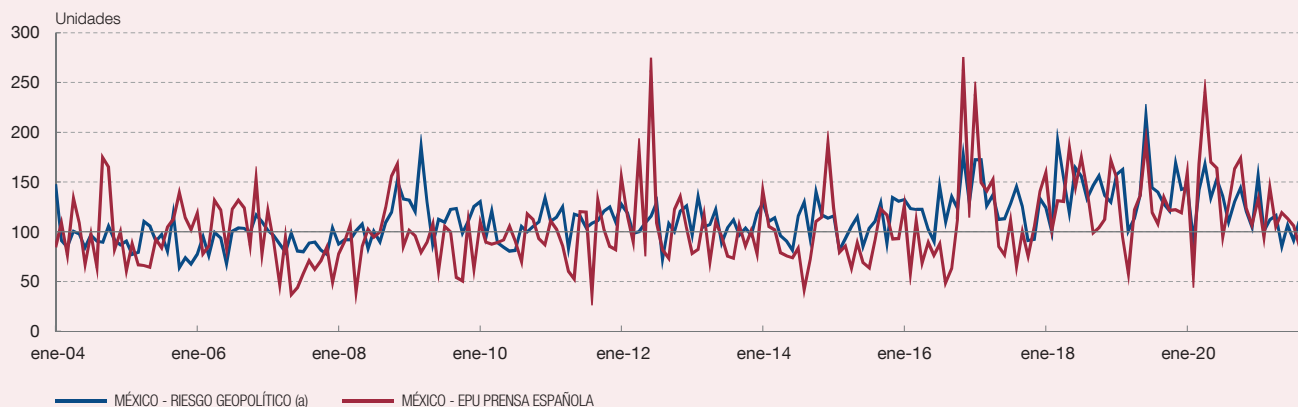
1 INDICADORES DE GOBERNANZA DEL BANCO MUNDIAL (a)



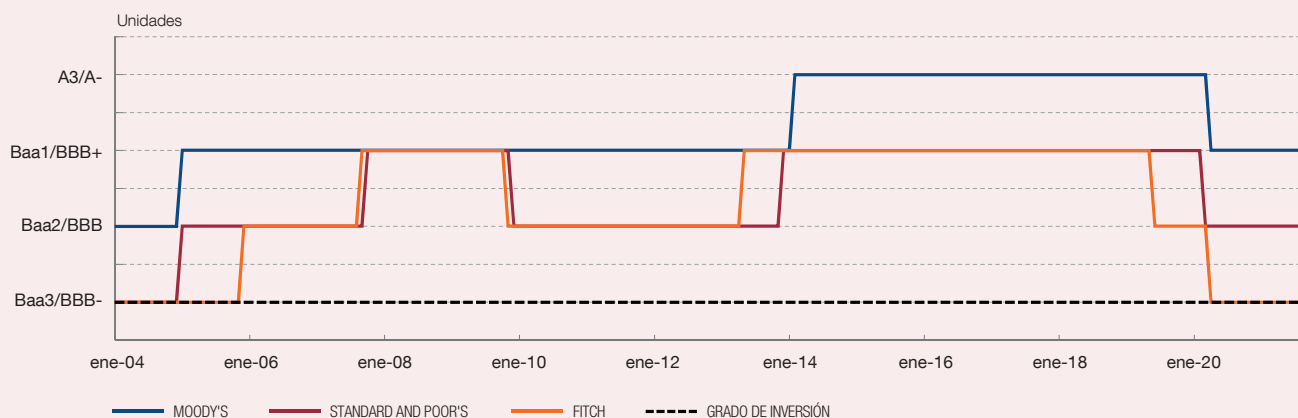
2 CLASIFICACIÓN DEL ÍNDICE *DOING BUSINESS* DEL BANCO MUNDIAL (b)



3 INDICADORES BASADOS EN NOTICIAS



4 *RATING* SOBERANO



FUENTES: Banco de España; D. Caldara y M. Iacoviello (2019), *Measuring Geopolitical Risk*, Board of Governors of the Federal Reserve Board WP; C. Ghirelli, J. Pérez y A. Urtasun (2021), «The spillover effects of economic policy uncertainty in Latin America on the Spanish economy», *Latin American Journal of Central Banking*; Moody's; Standard and Poor's y Fitch.

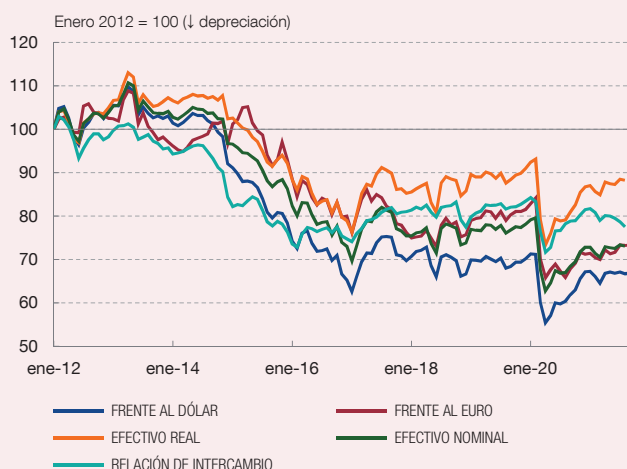
a Una línea más cercana al origen representa una situación peor.

b El conocido como *Doing business*, por su acepción en inglés, es un índice publicado por el Banco Mundial para clasificar los países de acuerdo con la simplicidad de las regulaciones que enfrentan las empresas y la protección de los derechos de propiedad. Véase <https://www.doingbusiness.org/en/doingbusiness> para mayor información.

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE MÉXICO (cont.)

Gráfico 4
TIPOS DE CAMBIO, BOLSA, CONDICIONES Y TENSIONES FINANCIERAS

1 TIPOS DE CAMBIO DEL PESO MEXICANO



2 ÍNDICE DE BOLSA



3 DIFERENCIAL SOBERANO



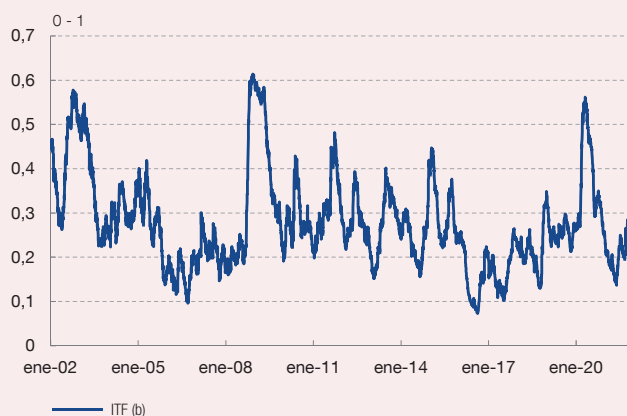
4 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO



5 ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS



6 ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS



FUENTES: Banco de España, Thomson Reuters.

- a Elaborado con la metodología de componentes principales a partir de las variaciones de la bolsa, los tipos de interés a corto y largo plazo, el precio de las materias primas y la variación del tipo de cambio.
- b Elaborado a partir de las volatilidades y diferenciales de seis segmentos de mercado, estandarizados y agrupados descontando las correlaciones cruzadas.

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE MÉXICO (cont.)Cuadro 1
EXPOSICIÓN DE ESPAÑA Y DEL ÁREA DEL EURO A MÉXICO

	mm de dólares		Porcentaje del PIB		Porcentaje del total		Ranking	
	Área del euro	España	Área del euro	España	Área del euro	España	Área del euro	España
Exportaciones de bienes	37,9	4,7	0,28	0,34	0,78	1,41	25	15
Importaciones de bienes	25,7	4,9	0,19	0,35	0,56	1,32	32	16
Exportaciones de servicios	12,8	2,8	0,09	0,19	0,70	1,77	27	12
Importaciones de servicios	5,8	1,1	0,04	0,08	0,34	1,39	42	14
Posición de Inversión Internacional: inversión extranjera directa: activos	184,4	45,5	1,35	3,26	1,05	7,30	19	4
Posición de Inversión Internacional: inversión extranjera directa: pasivos	46,2	8,4	0,34	0,60	0,32	1,10	33	14
Posición de Inversión Internacional: inversión de cartera: activos	64,9	5,4	0,49	0,39	0,45	0,73	25	13
Posición de Inversión Internacional: inversión de cartera: pasivos	9,9	0,4	0,07	0,03	0,05	0,03	44	39
Exposición crediticia de los bancos que informan al BIS a México (a)	183,3	161,4	1,44	12,94	1,65	8,46	16	3
Activos de los bancos mexicanos frente a residentes del área del euro y de España	1,4	0,3	0,01	0,02	0,02	0,05	23	22
Deuda de los residentes mexicanos a bancos del área del euro y de España (b)	183,3	161,4	17,03	15,00	49,75	43,81	—	1

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Eurostat, Banco de Pagos Internacionales y estadísticas nacionales.

a Respecto a las magnitudes del área del euro y españolas.

b Respecto a las magnitudes mexicanas.

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE MÉXICO (cont.)

Cuadro 2
MÉXICO: SITUACIÓN DE VULNERABILIDAD (a)

	Temporal										Respecto al resto de emergentes	
	2017		2018		2019		2020		2021			Último dato
	1 S	2 S	1 S	2 S	1 S	2 S	1 S	2 S	1 S			
Diferencial soberano (pb)												
Bolsa (variación trimestral)												
Tipo de cambio (variación trimestral)												
Diferencial soberano (cambio trimestral)												
PIB (interanual)												
Inflación												
Producción industrial												
Sobrevaloración cambiaria												
Balance del sector público (% del PIB)												
Deuda bruta del sector público (% del PIB)												
Crédito (real, interanual)												
Depósitos (real, interanual)												
Activos netos frente al exterior de bancos (% del PIB)												
Créditos de dudoso cobro (% de la cartera)												
Ratio préstamos-depósitos												
Bolsa sector bancario (variación trimestral)												
Diferencial deuda externa de bancos												
Tipo de interés interbancario												
Margen de intermediación												
Riesgo bancario (BICRA)												
Riesgo bancario (IHS)												
Saldo de la balanza corriente (% del PIB)												
Inversión Extranjera Directa (% del PIB)												
Deuda externa (% del PIB)												
Deuda externa a corto (% de las reservas)												
Reservas (% del PIB)												
Servicio de la deuda externa (% de las exportaciones)												
Inversión de cartera (% del PIB)												
PIB per cápita (variación)												
Riesgo político (IHS)												
Riesgo geopolítico (GPR)												
Rating soberano												
Doing business (percentil)												
Estabilidad/ausencia de violencia (percentil)												

FUENTE: I. Alonso y L. Molina (2021), *A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard*, Documentos Ocasionales, n.º 2111, Banco de España.

a El nivel de riesgo se señala con colores más similares al verde (asociados a niveles menores de vulnerabilidad), al amarillo (vulnerabilidad media) o al rojo (variables situadas en los percentiles de riesgo más elevados).

PRINCIPALES INDICADORES MACROFINANCIEROS DE MÉXICO (cont.)

Cuadro 3
MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y SOCIALES

	2019		2019
PIB per cápita (m de dólares)	9.946	Esperanza de vida (años)	75,1
PIB per cápita (PPP)	20.448	Tasa de pobreza (% de la población con menos de 1,9 dólares/día)	41,9
PIB (m de dólares)	1.268.871	Desigualdad (Gini)	45,4
Población (millones)	127,6	Objetivo de inflación	3,0 % (± 1,0 %)

Sector monetario y real, y precios	Promedio 2000-2004	Promedio 2005-2009	Promedio 2010-2014	Promedio 2015-2019	2020
PIB (tasa interanual)	2,0	1,0	3,3	2,0	-8,3
IPC (tasa interanual)	6,0	4,4	3,9	4,0	3,4
IPC subyacente (interanual)	5,7	4,1	3,3	3,5	3,8
Tipos de interés oficial (%)	7,7	7,1	4,0	6,4	4,3
Tasa de paro (%)	3,1	4,0	5,0	3,7	4,7
Saldo presupuestario (% del PIB)	-0,7	-0,5	-2,6	-2,1	-2,9
Saldo primario (% del PIB)	1,9	1,7	-0,7	0,4	0,1
Deuda pública (% del PIB)	—	26,2	36,4	47,0	53,9
Sector externo					
Apertura comercial (% del PIB)	46,5	52,7	60,5	72,0	75,4
Saldo por cuenta corriente (% del PIB)	-1,8	-0,9	-1,5	-1,8	2,5
IED recibida (% del PIB)	3,1	2,6	2,5	3,0	
Entradas de capitales de cartera (% del PIB)	0,5	-0,3	2,8	0,7	-0,4
Reservas (meses de importaciones)	2,9	3,4	4,5	4,3	5,2
Reservas (% del PIB)	6,6	7,7	10,4	8,3	8,6
ARA metrics (FMI) (a)	0,9	0,9	1,3	1,2	1,3
Deuda externa (% del PIB)	21,3	16,6	22,1	20,5	
Deuda local en manos de no residentes (% del total)	7,3	20,0	44,6	60,5	51,5
Mercados financieros					
Tipo de cambio frente al euro	10,5	15,4	17,0	20,9	25,5
Tipo de cambio frente al dólar	10,2	11,3	12,9	18,3	21,6
Tipo de interés de la deuda pública a diez años (%)	10,1	8,3	5,9	6,7	5,8
Vencimiento medio de la deuda pública (meses)	26,0	59,2	89,6	95,3	92,3
CDS soberano (puntos básicos)	—	—	116,5	120,1	115,9
CDS Pemex (puntos básicos)	—	—	142,5	225,4	489,7
Sector bancario					
Tamaño del sector (% del PIB)	34,5	32,5	34,4	39,2	44,1
Crédito al sector privado (% del PIB)	—	—	16,0	19,3	21,0
Credit to GDP gap (b)	-7,8	1,6	5,0	5,6	3,2
Precio de las viviendas (interanual)	—	1,7	-0,5	4,0	2,2
Capital regulatorio / activos ponderados de riesgo para los no residentes	—	15,6	16,0	15,5	17,7
Tier 1	—	14,2	13,9	13,9	16,1
Activos ponderados por riesgo / total activos	—	0,0	65,6	65,2	60,9
Créditos de dudoso cobro (% de la cartera)	—	2,3	2,6	2,2	2,4
ROA	—	—	1,4	1,5	1,3
ROE	—	—	13,6	14,1	12,4
Ratio de liquidez	—	—	36,2	24,8	24,0
Gastos primarios (% del ingreso total)	—	—	68,5	66,2	68,9
Ingresos por intermediación	—	—	7,0	5,5	7,1

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Thomson Reuters y estadísticas nacionales.

- a Basado en los cálculos del FMI sobre el nivel de reservas adecuado (*assessing reserve adequacy*), que tiene en cuenta el nivel de reservas respecto a distintas magnitudes y el coste de oportunidad de aquellas.
- b Diferencia entre el dato observado y la tendencia del crédito al sector privado como porcentaje del PIB.