

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

Principales condicionantes del proceso de reducción
de la inflación

Departamento de Economía Internacional
y Área del Euro

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

1.^{er} semestre
2024



Editorial

Hace ya casi un año que los bancos centrales de América Latina comenzaron a reducir los tipos de interés oficiales. El proceso de relajación monetaria se encuentra en línea con lo que venían anticipando los mercados financieros y está siendo coherente con la situación cíclica de las economías y con la dinámica de reducción de la inflación. No obstante, la bajada de tipos está siendo heterogénea por países en cuanto a magnitud, ritmo y duración, debido a las diferencias en la situación cíclica, en los niveles de inflación y en el tono de la política fiscal.

De cara a los próximos trimestres, los mercados financieros esperan que se realicen más recortes de tipos oficiales en la región, aunque anticipan que, para varios países, el recorrido a la baja sería relativamente limitado. Este proceso, además, se verá condicionado por las decisiones de política monetaria que se tomen en Estados Unidos.

El escenario central no ha variado significativamente con respecto a principios de año. Se espera que en esta región la inflación continúe reduciéndose en los próximos trimestres, como en la primera mitad de 2024, hasta situarse dentro de los rangos objetivo de los bancos centrales. Esto vendría apoyado por un entorno en el que las economías crecerían a tasas cercanas a su potencial y donde no existen brechas de producción positivas elevadas. La credibilidad de los bancos centrales seguiría siendo un elemento de anclaje de las expectativas de inflación. No obstante, se espera que este proceso de desinflación siga siendo gradual, dada la persistencia observada en el componente de servicios, una característica común a escala global.

Durante este período de recorte de tipos, las divisas de la región se han depreciado frente al dólar, como consecuencia, principalmente, de la reducción del diferencial del tipo de interés oficial frente a Estados Unidos. Pero el aumento del precio de algunas materias primas, de las que algunos países de la región son productores y exportadores, ha amortiguado la caída.

Las condiciones financieras han empeorado desde marzo. La principal razón es el aumento de los tipos de interés de la deuda soberana en moneda nacional y extranjera. Pero, a diferencia de episodios pasados, hasta el momento, la relajación monetaria no ha venido acompañada por un comportamiento muy desfavorable de los mercados financieros o por salidas de flujos de capitales. De hecho, estos han mantenido cierto dinamismo. No obstante, no hay que descartar un aumento de las tensiones financieras en el futuro. Esto podría ocurrir si, por ejemplo, en Estados Unidos los tipos de interés oficiales se mantuvieran en los niveles actuales durante más tiempo de lo esperado, se produjeran aumentos en el riesgo o la incertidumbre globales o nacionales o se registraran caídas en los precios de las materias primas. Adicionalmente, cabe destacar la elevada vulnerabilidad de las finanzas públicas, especialmente en algunos países.

Por su parte, el crédito ha repuntado ligeramente tras el comienzo de los recortes de tipos, y se espera que tome más velocidad en los próximos trimestres. Los riesgos para los sistemas

bancarios permanecen contenidos, aunque los préstamos de dudoso cobro aún se mantienen elevados para los estándares históricos.

El Informe incluye cuatro recuadros:

- El primero describe la evolución reciente de la inflación y otras variables económicas en Argentina.
- El segundo presenta diferentes escenarios para la evolución de la deuda pública en Brasil y México, utilizando una nueva herramienta de análisis de sostenibilidad de la deuda pública desarrollada por el Banco de España.
- El tercero, elaborado en colaboración con el OECD Development Centre, presenta el panorama de la recaudación tributaria en América Latina.
- El cuarto analiza la evolución del crédito en América Latina y cómo se ve afectado por la política monetaria nacional e internacional, distinguiendo entre bancos nacionales y extranjeros y, dentro de estos, singularizando a los españoles.

Informe

Índice

- 1 América Latina está inmersa en un ciclo de relajación monetaria 5
- 2 El proceso de relajación de la política monetaria es coherente con la situación cíclica de la actividad y la reducción de la inflación 6
- 3 Los mercados financieros descuentan que se producirán bajadas adicionales en los próximos meses 7
- 4 En 2024 y 2025, el crecimiento económico se mantendrá cercano al potencial para la mayor parte de las economías de la región 8
- 5 En América Latina, la inflación siguió moderándose de forma gradual en la primera mitad de 2024 9
- 6 La inflación de los servicios mantiene una elevada persistencia... 10
- 7 ... que podría prolongarse a corto y a medio plazo 11
- 8 Se espera que continúe el proceso gradual de reducción de la inflación en los próximos trimestres, hasta alcanzar los rangos objetivo de los bancos centrales 12
- 9 Las expectativas de inflación continúan ancladas 13
- 10 El proceso de relajación de la política monetaria podría verse condicionado por las decisiones que se tomen en Estados Unidos en este ámbito 14
- 11 El aumento del precio de las materias primas contrarresta parcialmente el efecto de las diferencias en las políticas monetarias sobre los tipos de cambio 15
- 12 Las condiciones financieras de la región interrumpieron su proceso de relajación 16
- 13 Los flujos de capitales de cartera han mantenido cierto dinamismo 17
- 14 Los flujos de cartera se resentirían en un escenario de mayor endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos 18
- 15 La inversión extranjera directa recibida disminuyó ligeramente 19
- 16 El tono de la política fiscal, que pasaría a ser menos restrictivo en 2024, también podría conducir a que el proceso de bajadas de tipos fuera más gradual de lo esperado 20
- 17 El crecimiento del crédito ha iniciado un ligero repunte tras el comienzo de los ciclos de recortes de los tipos de interés oficiales 21
- 18 Los cambios en los tipos de interés oficiales se han trasladado a los tipos de interés de los préstamos bancarios, aunque con cierta heterogeneidad por países y segmentos 22
- 19 Los préstamos de dudoso cobro se han estabilizado en niveles elevados 23

1 América Latina está inmersa en un ciclo de relajación monetaria

- Desde la segunda mitad de 2023, los principales bancos centrales de la región con objetivo de inflación vienen reduciendo sus tipos de interés oficiales, al igual que otras regiones emergentes, como Europa del Este. Solo México comenzó a reducirlos más tarde (véase cuadro 1). Se trata de un proceso con una velocidad e intensidad muy diferentes entre países: desde 25 puntos básicos (pb) de reducción en México hasta 550 pb en Chile. Este amplio rango se explica por las diferencias regionales observadas en la **situación cíclica de las economías**, en la **evolución de la inflación**, así como en el **tono de la política fiscal**.
- El ciclo de relajación monetaria comenzó con la inflación por encima del intervalo objetivo de los bancos centrales (con las excepciones de Brasil y México), si bien en descenso desde los máximos alcanzados en el episodio inflacionista (entre nueve y diecisiete meses después de alcanzarlo) (véase gráfico 1.a), y con las expectativas de inflación a corto plazo alineadas con dichos intervalos objetivo, con la excepción de Colombia.

Cuadro 1
Cambios mensuales en los tipos de interés oficiales de las principales economías y economías emergentes (puntos básicos) (a)

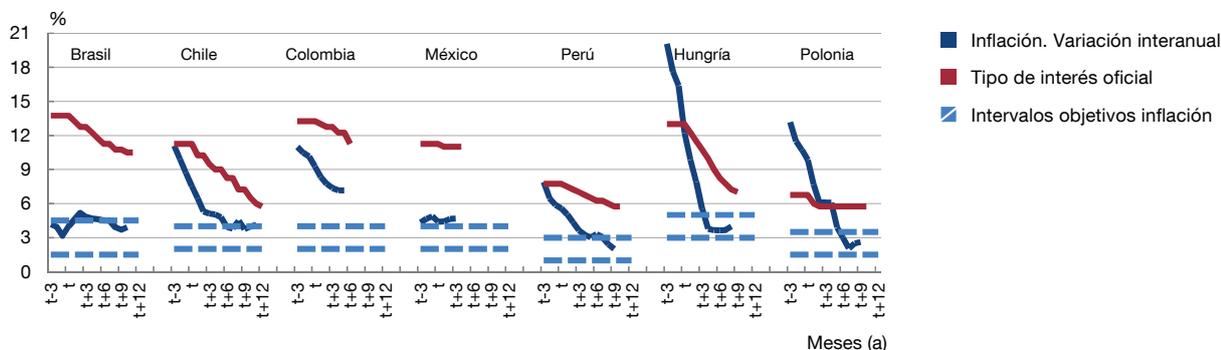
	2023					2024				
Brasil				-50	-50			-50	-50	
Chile					-100			-75	-50	-75
Colombia	+75		+25		+25					
México		+50	+25							
Perú	+25									
Hungría										
Polonia										
India										
Indonesia										
Tailandia										
Área del euro										
EEUU										

FUENTE: Refinitiv.

a El color rojo indica endurecimiento de la política monetaria; el color azul, relajación de la política monetaria, y la intensidad del color depende de la magnitud de los movimientos.

Gráfico 1

1.a Inflación interanual y tipos de interés oficiales



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

a El mes t representa, para cada país, el mes inmediatamente anterior al inicio de bajadas de tipos. Mes de inicio de bajadas: Brasil, agosto de 2023; Chile, julio de 2023; Colombia, diciembre de 2023; México, marzo de 2024; Perú, septiembre de 2023; Hungría, octubre de 2023; Polonia, septiembre de 2023.

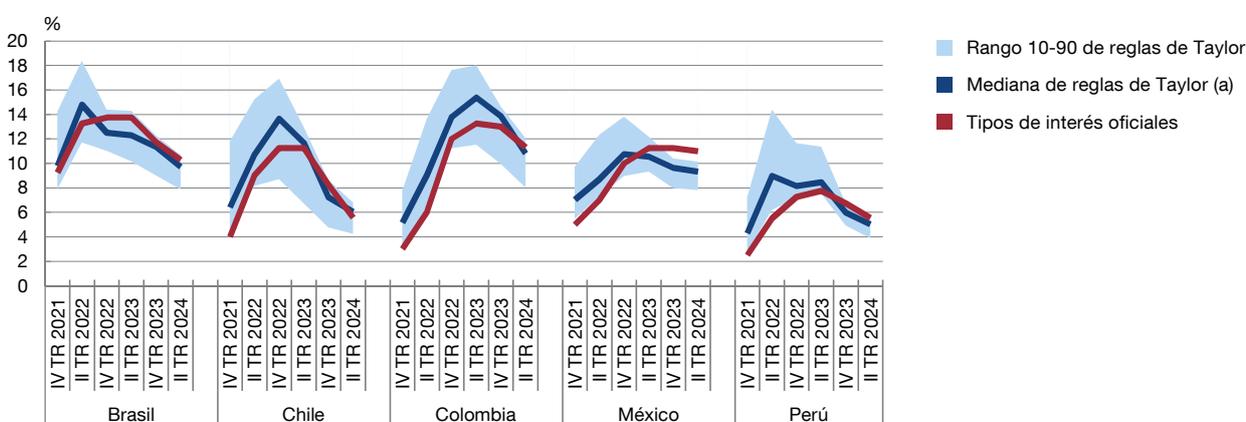


2 El proceso de relajación de la política monetaria es coherente con la situación cíclica de la actividad y la reducción de la inflación

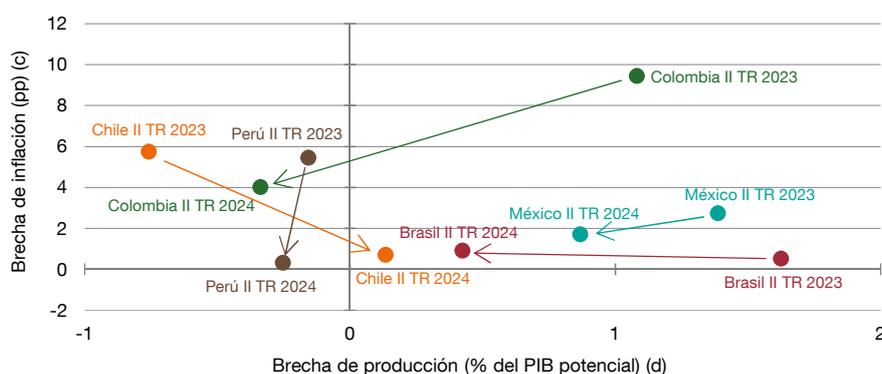
- Los tipos de interés oficiales se encuentran en línea con los derivados de la aplicación de un conjunto amplio de reglas de Taylor. La regla de Taylor tiene en cuenta la situación cíclica de la actividad (brecha de producción) y la evolución observada y esperada de la inflación respecto a su objetivo (brecha de inflación) (véase gráfico 2.a).
- Brasil y México aún mantienen una brecha de producción positiva, aunque se ha reducido; en el caso de Colombia y Perú es negativa, y para Chile ha pasado a ser ligeramente positiva, tras el notable crecimiento registrado en el primer trimestre de 2024 (véase gráfico 2.b)¹. Asimismo, con la excepción de Brasil, en las tasas de inflación se han observado reducciones hacia su objetivo.

Gráfico 2

2.a Tipos de interés oficiales y reglas de Taylor



2.b Brechas de producción e inflación en América Latina (b)



FUENTES: Refinitiv, *LatinFocus Consensus*, bancos centrales, J.P. Morgan y Banco de España.

- La combinación de posibles valores para los coeficientes y para la inflación (general, subyacente y expectativas) permite calcular un conjunto de reglas de Taylor, cuya mediana y cuyo rango 10%-90% de la distribución aparecen representados en el gráfico.
- Para el segundo trimestre de 2024 se consideran las previsiones de inflación y crecimiento del PIB de acuerdo con el *LatinFocus* de junio de 2024.
- Diferencia entre la inflación en el trimestre correspondiente y el objetivo de inflación.
- La tendencia del PIB de cada economía se calcula utilizando el filtro de Hodrick-Prescott de dos bandas con un parámetro de suavización de 1.600 y previsiones para el PIB hasta el cuarto trimestre de 2025.



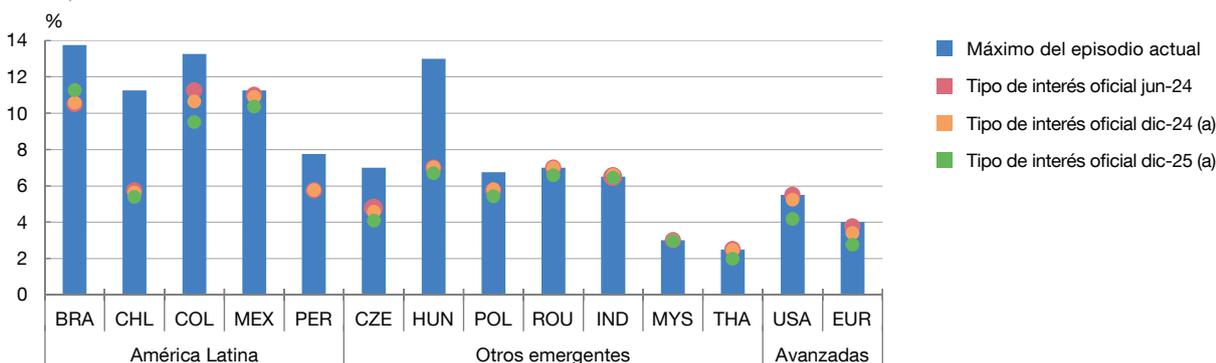
1 Este diagnóstico sobre el grado de holgura de las economías coincide, en general, con los de los informes de inflación más recientes de los bancos centrales de la región, con alguna matización, como en el caso de Brasil, que considera que la brecha de producción sería nula, si bien advierte sobre el alto grado de incertidumbre de estos cálculos.

3 Los mercados financieros descuentan que se producirán bajadas adicionales en los próximos meses

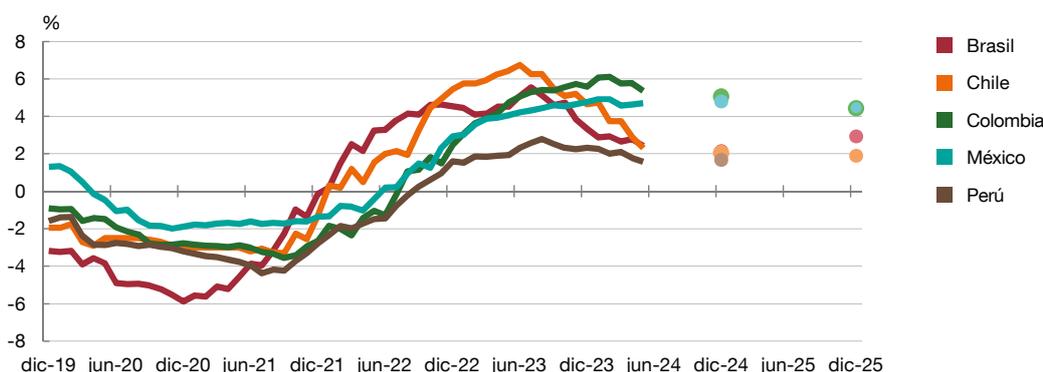
- De acuerdo con los mercados de futuros, se esperan ya pocas bajadas de tipos adicionales en Brasil, Chile y Perú, los países que antes iniciaron el proceso de relajación monetaria. Las bajadas tendrían mayor recorrido en Colombia y México, si bien en este último país serían de magnitud reducida (véase gráfico 3.a).
- Si se cumpliera lo que descuentan los mercados de futuros, al final de 2025 la política monetaria mantendría un tono restrictivo, como refleja el signo positivo de la diferencia entre el tipo de interés oficial real y el tipo de interés natural o neutral estimado por los bancos centrales de la región (véase gráfico 3.b).
- La magnitud y la duración de las bajadas van a depender fundamentalmente del comportamiento de la inflación. A su vez, este vendrá condicionado por la **evolución de la actividad económica**, los **precios de las partidas más volátiles de la cesta de consumo**, la **persistencia de la inflación**, la **evolución de los precios relativos**, las **expectativas de inflación** y la **evolución de la política monetaria en Estados Unidos**.
- En Argentina, la inflación es mucho más elevada y tiene características propias. Estas se describen en el recuadro 1.

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales



3.b Tipos de interés oficiales reales menos tipos de interés de equilibrio (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, J.P. Morgan, *LatinFocus* y Refinitiv.

a Descuento por los mercados financieros (calculado como la media de los últimos cinco días hasta el 28 de junio).

b Tipos de interés oficiales reales calculados como la diferencia entre los tipos de interés oficiales y la inflación esperada a un año, obtenida de las encuestas de los bancos centrales, salvo para diciembre de 2024 y diciembre de 2025, que son los tipos de interés oficiales esperados por los futuros o los *interest rate swaps* menos la inflación esperada para finales de 2025 y finales de 2026, respectivamente, del *LatinFocus* de junio de 2024. Tipo de interés de equilibrio obtenido según las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región.

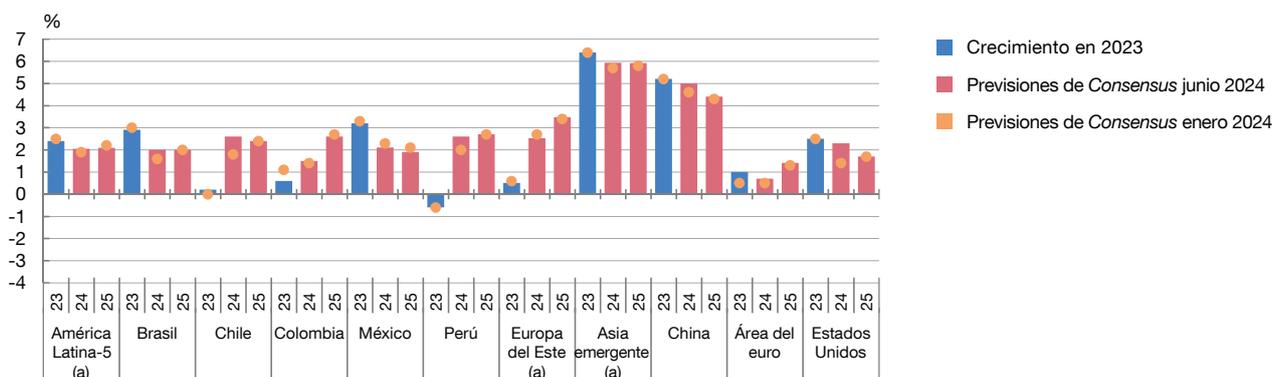


4 En 2024 y 2025, el crecimiento económico se mantendrá cercano al potencial para la mayor parte de las economías de la región

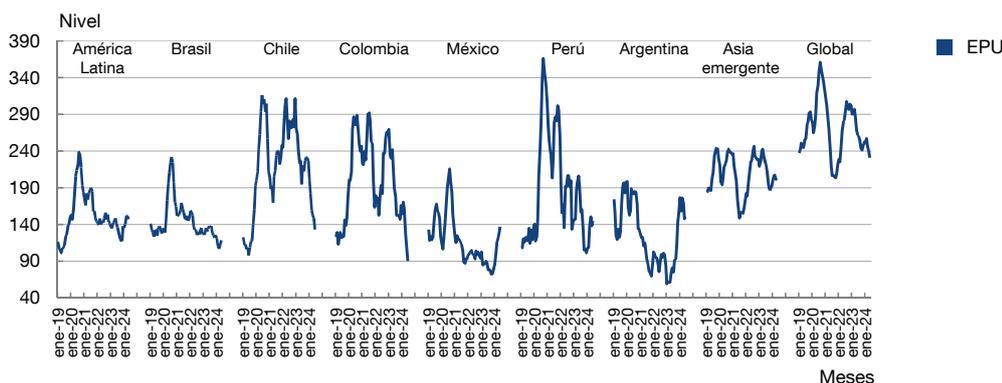
- Las economías latinoamericanas crecerían en 2024 a tasas cercanas a las potenciales. Esto supone una desaceleración respecto a 2023 en Brasil y México y una aceleración en Chile y Colombia, que habían registrado crecimientos bajos en 2023, tras una situación de sobrecalentamiento, y en Perú, afectado por *shocks* negativos de oferta (véase gráfico 4.a).
- El crecimiento se está viendo favorecido por la resiliencia del mercado de trabajo, por el proceso de bajadas de tipos de interés oficiales, por el **aumento del precio de las materias primas para algunos países productores** y por la reducción de la incertidumbre sobre las políticas económicas en algunos países (véase gráfico 4.b).
- Los principales riesgos externos a la baja sobre el crecimiento económico de la región son dos: que la política monetaria de Estados Unidos sea más restrictiva de lo esperado por los mercados financieros y que la economía china se desacelere más de lo previsto, debido, por ejemplo, a una agudización de las dificultades de su sector mobiliario².

Gráfico 4

4.a Previsiones de crecimiento del PIB para 2024 y 2025



4.b Indicador de incertidumbre de la política económica (EPU) (b)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv, *Consensus Forecasts* y estadísticas nacionales.

- a América Latina-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Europa del Este: Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía. Asia emergente: India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. Todos los agregados ponderados por el PIB en PPP.
- b Erik Andres-Escayola, Corinna Ghirelli, Luis Molina, Javier J. Pérez y Elena Vidal. (2022). "Using newspapers for textual indicators: which and how many?". Documentos de Trabajo, 2235, Banco de España. Economic Policy Uncertainty (EPU) es un índice construido a partir de la prensa local e internacional utilizando palabras relacionadas con la incertidumbre sobre las políticas económicas. Último dato: junio de 2024.



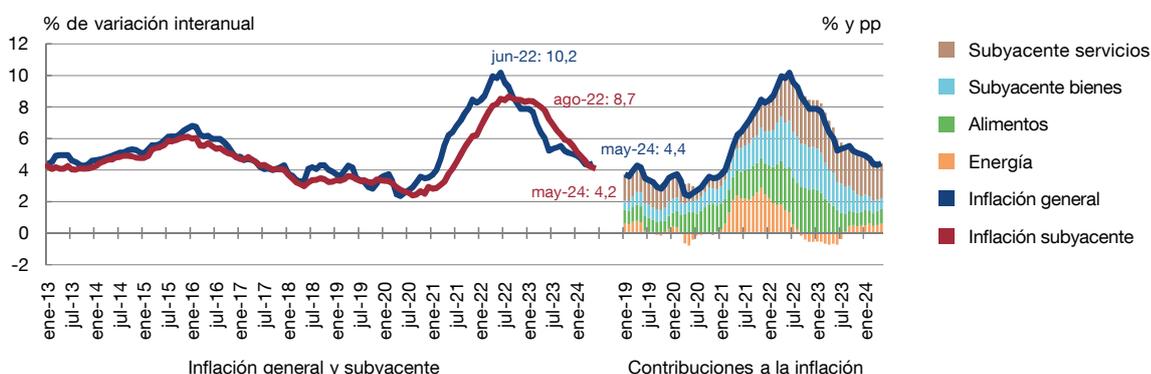
2 Véase la ficha 3 del *Informe de Economía Latinoamericana* del segundo semestre de 2023.

5 En América Latina, la inflación siguió moderándose de forma gradual en la primera mitad de 2024

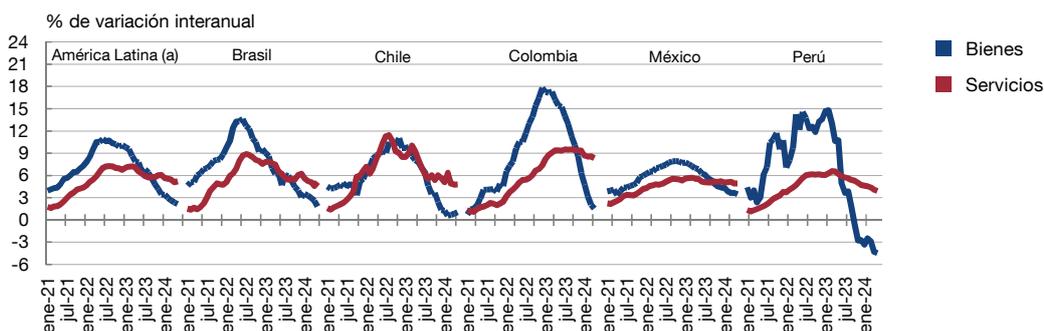
- En el primer semestre de 2024, la inflación ha continuado su descenso, debido a la evolución del componente subyacente. La contribución de la energía y los alimentos se ha mantenido estable³ (véase gráfico 5.a).
- La mayor parte de la reducción de la inflación subyacente se explica por el menor incremento de los precios de los bienes, mientras que el componente de servicios muestra una mayor persistencia (véase gráfico 5.b).
- Destaca la inflación de los servicios en Colombia. Este es el principal factor explicativo del menor y más lento descenso de la inflación en ese país respecto a la evolución más homogénea de las otras grandes economías con objetivo de inflación.

Gráfico 5

5.a Inflación en América Latina y contribuciones (a)



5.b Inflación en América Latina: bienes y servicios (b)



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- b Series de bienes y servicios sin alimentos ni energía.



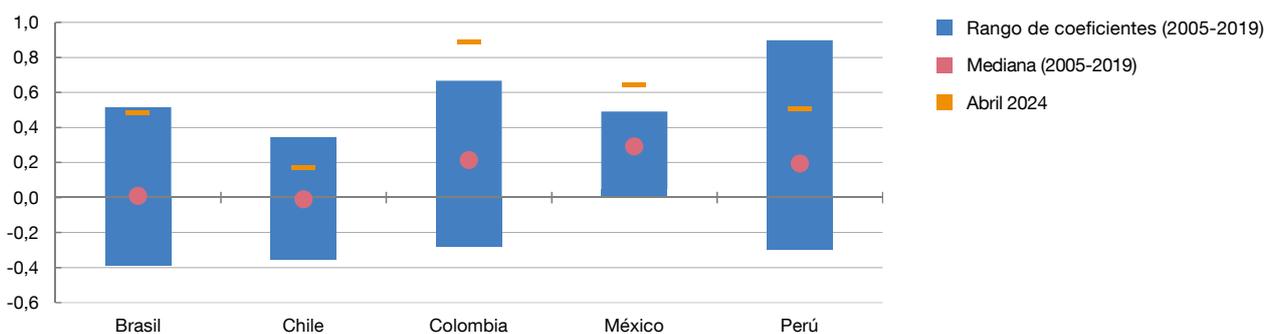
3 Sobre los riesgos al alza de la inflación de alimentos, véanse las fichas 6 y 7 del *Informe de Economía Latinoamericana* del segundo semestre de 2023.

6 La inflación de los servicios mantiene una elevada persistencia...⁴

- El gráfico 6.a muestra que la persistencia de la inflación de los servicios experimentó un notable incremento en el reciente episodio inflacionista y aún se mantiene claramente por encima de su nivel previo a la pandemia. La persistencia de la inflación se calcula considerando la relación entre la inflación mensual contemporánea y su valor inmediatamente anterior y utilizando ventanas móviles recursivas de 48 meses para seguir su evolución a lo largo del tiempo⁵.
- Este incremento es especialmente notable en los casos de México y Colombia. En Colombia, de acuerdo con su banco central⁶, el aumento de la persistencia puede deberse al mayor tamaño y/o mayor número de perturbaciones que han afectado a la inflación (persistencia «heredada») o al mayor grado de sensibilidad de la inflación a estos choques (persistencia «intrínseca»). Dada la alta inflación actual, el banco central destaca el riesgo de que el grado de indexación de la economía haya cambiado o cambie en el futuro, de ahí la importancia de continuar estudiando la persistencia inflacionaria y sus determinantes.

Gráfico 6

6.a Inflación subyacente de servicios. Sensibilidad a la inflación pasada (a)



FUENTES: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano y Refinitiv.

a Coeficiente α de la ecuación de regresión: $\pi_t = \alpha\pi_{t-1} + \varepsilon_t$, estimada por máxima verosimilitud mediante ventanas móviles de cuatro años, siendo π_t la inflación intermensual desestacionalizada de los servicios subyacentes en el mes t . Se emplean datos mensuales con un período muestral comprendido entre enero de 2005 y abril de 2024.



4 Ficha elaborada en colaboración con la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano.

5 La metodología utilizada es la presentada en Juan Quiñónez Wu, Juan Manuel Serrano Fernández y Valery Solano Hidalgo. (2023). "Persistencia de la inflación en Centroamérica y República Dominicana". Notas Económicas Regionales, 154, Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. Los autores estiman un modelo AR(1) para la inflación mensual desestacionalizada en ventanas móviles recursivas de 48 meses con una muestra desde enero de 2000 hasta abril de 2024.

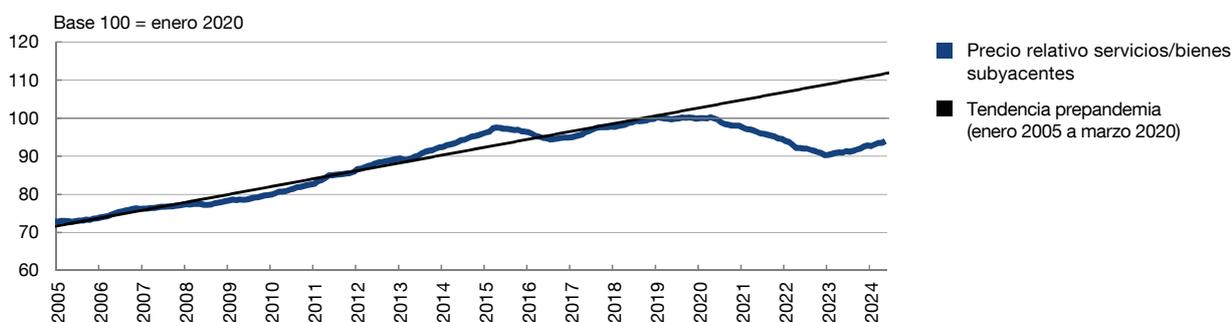
6 José Vicente Romero-Chamorro, Nicolás Martínez-Cortés, Franky Galeano-Ramírez. (2023). "Recuadro 1. Persistencia de la inflación en la coyuntura reciente". Informe de Política Monetaria - Banco de la República, octubre 2023.

7 ... que podría prolongarse a corto y a medio plazo

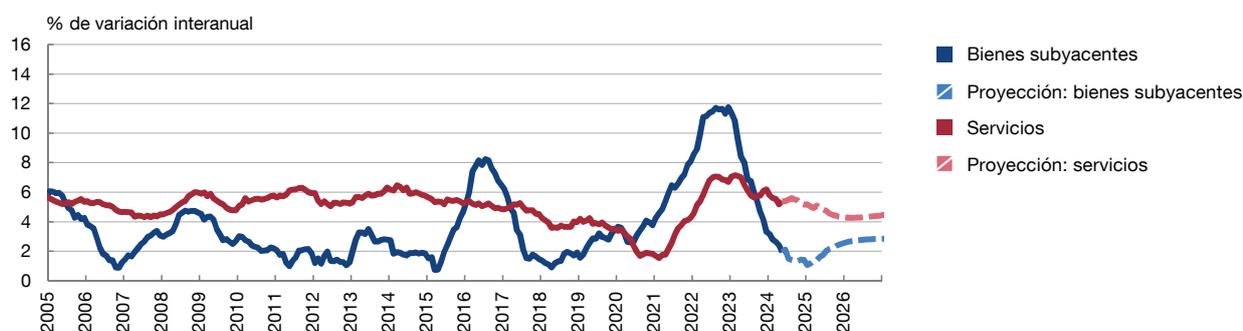
- La relación a largo plazo entre los precios de los bienes y los de los servicios se quebró durante la pandemia, pues los primeros crecieron mucho más que los segundos hasta hace unos meses (véase gráfico 7.a). Los cambios en los patrones de consumo y la aparición de cuellos de botella en aquel período explicaron la mayor inflación de los bienes. No obstante, desde septiembre de 2023 la tasa de variación interanual de los servicios ha pasado a ser superior a la de los bienes, en línea con lo observado en el período previo a la pandemia.
- Según un modelo econométrico que ajusta la evolución histórica de los precios relativos de los bienes y los servicios, el crecimiento proyectado de los precios de los servicios para los próximos trimestres se situaría en la región en el entorno del 4%-5%, frente al 2% en promedio de los bienes (véase gráfico 7.b). De confirmarse estas dinámicas, la inflación de los servicios seguiría siendo elevada a corto plazo en América Latina, especialmente en países como México.

Gráfico 7

7.a Precio relativo entre servicios y bienes subyacentes en América Latina (a)



7.b Inflación en América Latina: bienes subyacentes y servicios (a) (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, FMI, Banco de España y Refinitiv.

a El agregado de América Latina está definido como el agregado de Brasil, Colombia y México utilizando las ponderaciones del PIB (con paridad de poder de compra) para el año 2023 del Fondo Monetario Internacional (FMI).

b Para realizar las proyecciones se utiliza un modelo de corrección de errores estimado individualmente para cada país para el período previo a la pandemia de COVID-19 (enero de 2005 a marzo de 2020). En el modelo de corrección de errores se incluyen las siguientes variables: el logaritmo natural del índice de precios de los bienes subyacentes (índice de precio de los bienes, excluyendo energía y alimentos), el logaritmo natural del índice de precios de los servicios y el logaritmo natural del precio internacional del petróleo.

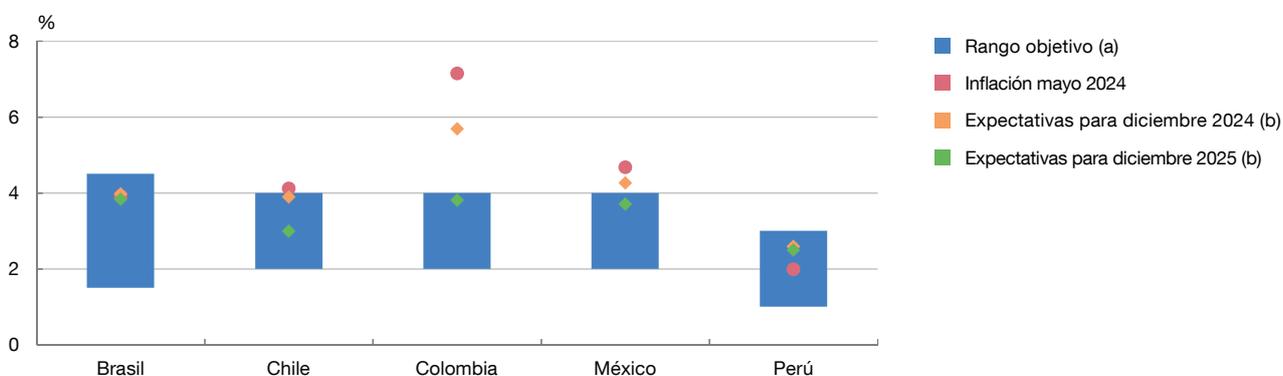


8 Se espera que continúe el proceso gradual de reducción de la inflación en los próximos trimestres, hasta alcanzar los rangos objetivo de los bancos centrales

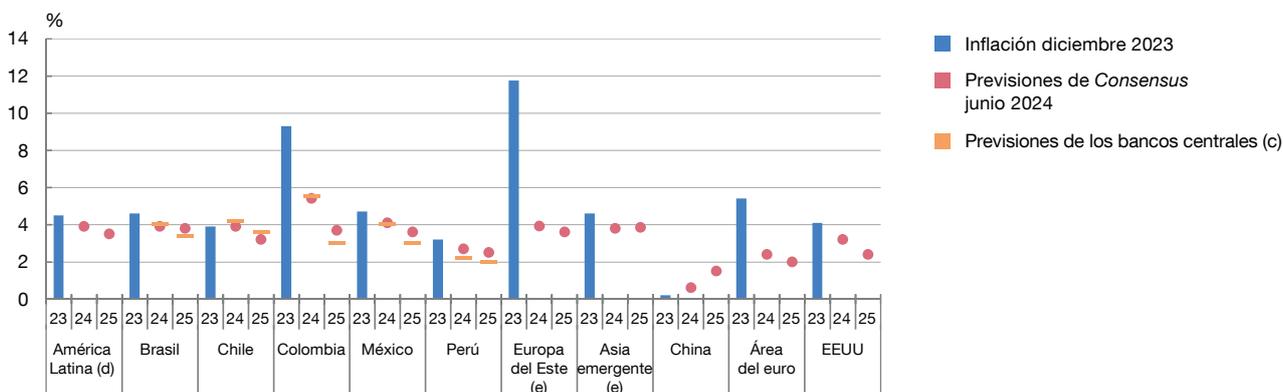
- De acuerdo con las encuestas realizadas por los bancos centrales de la región, la inflación se seguiría reduciendo de forma gradual. Se situaría dentro del intervalo objetivo este año en Perú y en 2025 en México y Colombia, tras haberlo alcanzado en Brasil y Chile en diciembre de 2023⁷. No obstante, las expectativas de inflación a medio plazo se establecerían algo por encima del objetivo puntual de inflación (centro del intervalo), con la excepción de Chile (véase gráfico 8.a).
- La visión del consenso de los analistas es coherente con las expectativas de inflación a partir de las encuestas de los bancos centrales (véase gráfico 8.b). Por su parte, los bancos centrales son ligeramente más optimistas para algunos países de la región (véase de nuevo el gráfico 8.b), si bien la mayoría siguen señalando en sus informes regulares que dominan los riesgos al alza.

Gráfico 8

8.a Inflación, objetivos de inflación y expectativas de inflación



8.b Previsiones de inflación



FUENTES: *LatinFocus*, *Consensus Forecasts*, Refinitiv y estadísticas nacionales.

a El objetivo de inflación es del 3% para los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y México y del 2% para el banco central de Perú.

b Las expectativas de inflación para 2024 y 2025 se obtienen de las encuestas realizadas por los bancos centrales.

c Previsiones de los bancos centrales para diciembre de 2024 y diciembre de 2025 publicadas en sus informes de política monetaria más recientes.

d Excluye Argentina y Venezuela.

e Previsiones de *Consensus Forecasts* de junio de 2024. Europa del Este incluye Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía; Asia emergente incluye India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. Todos los agregados ponderados por PIB en PPP.



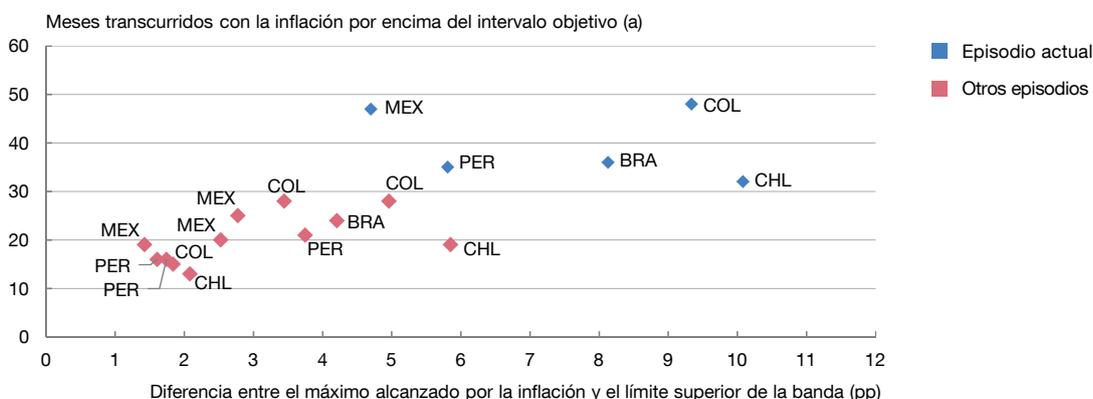
7 Las proyecciones del *Informe de Política Monetaria* de junio de 2024 señalan que la inflación en Chile registraría un incremento durante 2024 y 2025 y que su convergencia en la meta del 3% se produciría en 2026 como consecuencia del impacto del *shock* de oferta asociado a la Ley de Estabilización de Tarifas Eléctricas.

9 Las expectativas de inflación continúan ancladas

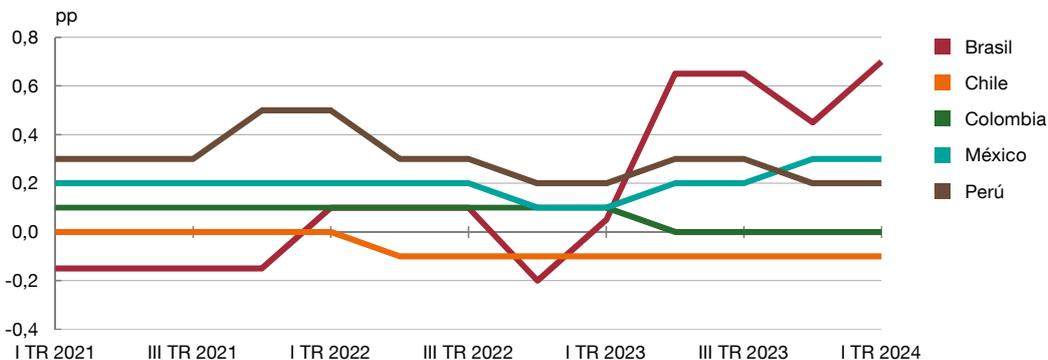
- El actual episodio inflacionista de la región está presentando o ha presentado las mayores desviaciones (en magnitud y duración) de la inflación respecto a los intervalos objetivo de los bancos centrales desde el inicio de los regímenes de inflación (en torno al cambio de siglo) (véase gráfico 9.a).
- En la actualidad, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas, al igual que durante todo el episodio inflacionista reciente, lo que es indicativo de la credibilidad de los bancos centrales de la región⁸ (véase gráfico 9.b). Sin embargo, en los últimos trimestres se percibe una cierta dinámica al alza en el caso de Brasil, que podría estar ligada al desempeño de la política fiscal (véase recuadro 2).

Gráfico 9

9.a Persistencia de la inflación por encima del rango objetivo en el episodio reciente



9.b Diferencia entre las expectativas de inflación a largo plazo y el valor central del rango de los objetivos de inflación (b)



FUENTES: Refinitiv, *LatinFocus* y *Consensus Forecasts*.

- a En los casos de Colombia y México, donde la inflación todavía se mantiene por encima del intervalo objetivo en el episodio actual, se toma como referencia temporal la fecha en la que las previsiones incluidas en el *LatinFocus* de junio de 2024 consideran que la inflación se situará dentro del rango.
- b Expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de *Consensus Forecasts* para el plazo de seis a diez años.



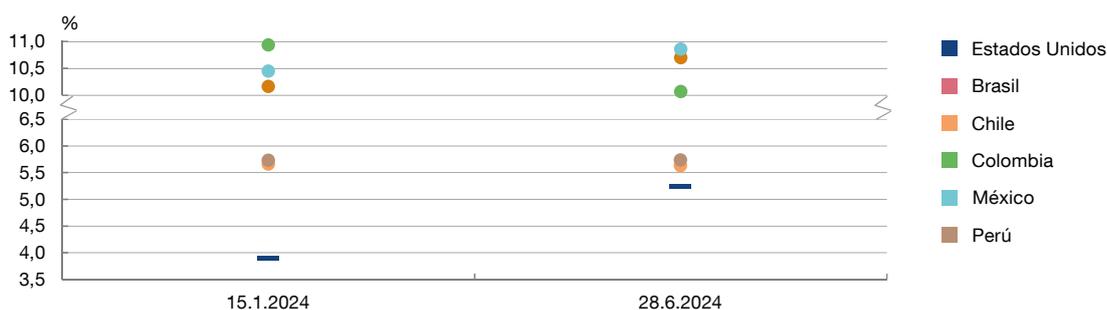
8 Juan Angel Garcia y Ricardo Gimeno. (2024). "Navigating high inflation: A joint analysis of inflation dynamics and long-term inflation expectations in Latin America". *Latin American Journal of Central Banking*, 5(4).

10 El proceso de relajación de la política monetaria podría verse condicionado por las decisiones que se tomen en Estados Unidos en este ámbito

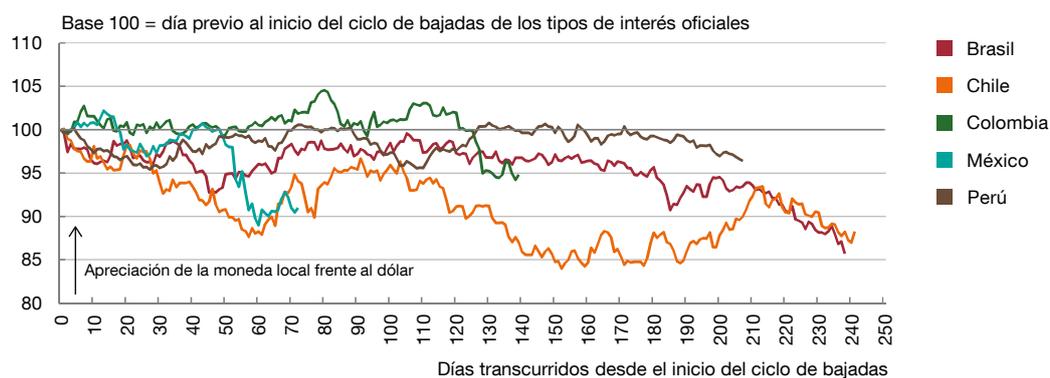
- Los tipos de interés oficiales descontados por los mercados financieros para finales de 2024 son algo más elevados que a principios de año para Brasil y México, similares en Chile y Perú y menores en Colombia (véase gráfico 10.a). Mientras tanto, se descuentan menos bajadas en el caso de la Reserva Federal (entre 25 pb y 50 pb a finales de junio, frente a 150 pb en enero).
- Por tanto, la ralentización del ritmo esperado de bajadas en Estados Unidos parece haber tenido una traslación moderada a la región en promedio.
- La reducción del diferencial de los tipos de interés oficiales entre las economías de la región y Estados Unidos es uno de los factores que explican la depreciación frente al dólar. La depreciación ha sido mayor en Chile y Brasil, las dos economías con las mayores reducciones de tipos de interés oficiales acumuladas (véanse gráfico 10.b y gráfico 1.a), y en México más recientemente, tras la celebración de las elecciones legislativas y presidenciales.

Gráfico 10

10.a Tipos de interés oficiales descontados por los mercados de futuros para diciembre de 2024



10.b Tipo de cambio frente al dólar



FUENTES: J.P. Morgan y Refinitiv.

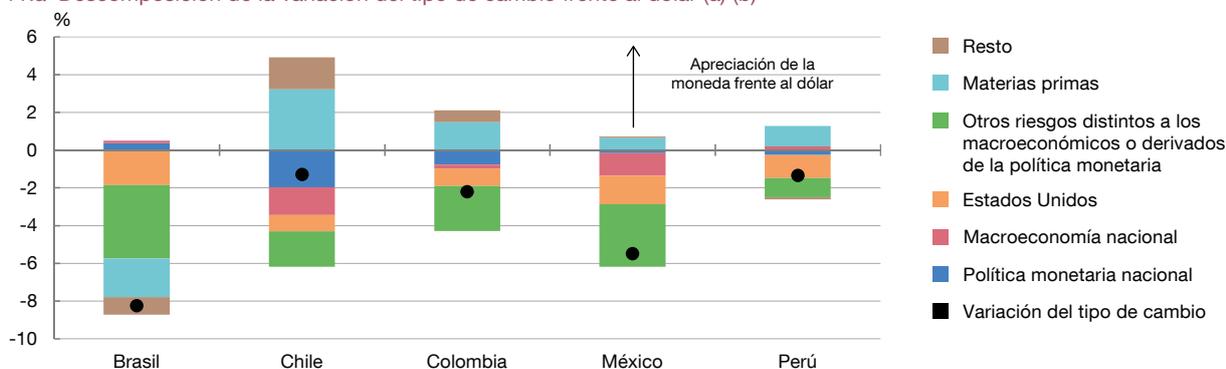


11 El aumento del precio de las materias primas contrarresta parcialmente el efecto de las diferencias en las políticas monetarias sobre los tipos de cambio

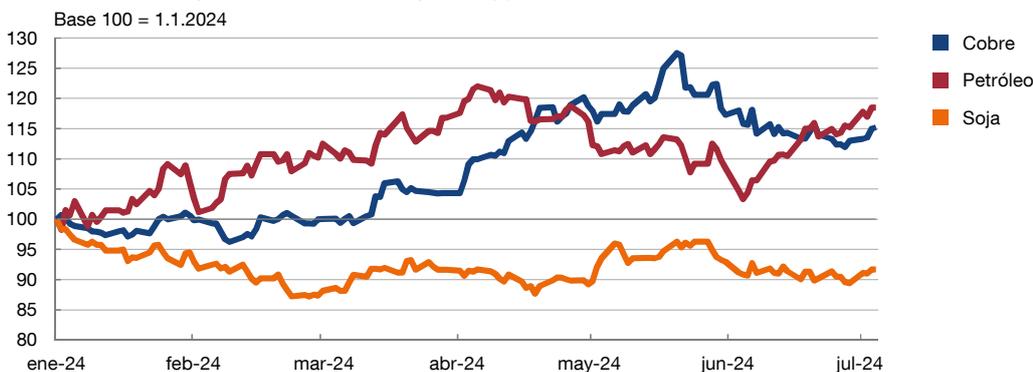
- Los tipos de cambio de la región se han depreciado frente al dólar en el primer semestre del año. De acuerdo con un modelo de descomposición de los determinantes de los tipos de cambio, los movimientos han venido determinados por factores contrapuestos (véase gráfico 11.a).
- A favor de la depreciación de las divisas regionales habrían actuado la mayor aversión al riesgo, factores relacionados con Estados Unidos (principalmente las expectativas de que los tipos de interés oficiales en dicho país se mantengan altos por más tiempo) y la reducción de los tipos de interés oficiales en la región (de forma notoria en el caso de Chile). La depreciación habría sido amortiguada por el aumento de los precios de las materias primas energéticas y de los metales, dado el carácter productor y exportador de estos productos por parte de varias de estas economías⁹ (véase gráfico 11.b).

Gráfico 11

11.a Descomposición de la variación del tipo de cambio frente al dólar (a) (b)



11.b Evolución del precio de las materias primas (c)



FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

- a Descomposición de las variaciones en el tipo de cambio frente al dólar, estimada a partir de un modelo VAR bayesiano con el tipo de interés a corto y largo plazo de cada país, la bolsa de cada país y la de Estados Unidos, el diferencial de los tipos de interés a largo plazo del país frente a Estados Unidos y el propio tipo de cambio, más los precios de las materias primas como variable exógena. La identificación se realiza mediante restricción de signos, como la de David Lodge, Ana-Simona Manu e Ine Van Robays. (2023). "China's footprint in global financial markets". ECB Working Paper Series, 2861, European Central Bank.
- b Variación desde el 15 de enero de 2024, cuando el tipo de interés oficial de Estados Unidos descontado para finales de 2024 alcanzó un mínimo.
- c Se seleccionan el cobre, el petróleo y la soja como las materias primas de producción y exportación más representativas de los países de la región (Chile y Perú, cobre; Colombia y México, petróleo; Argentina y Brasil, soja).



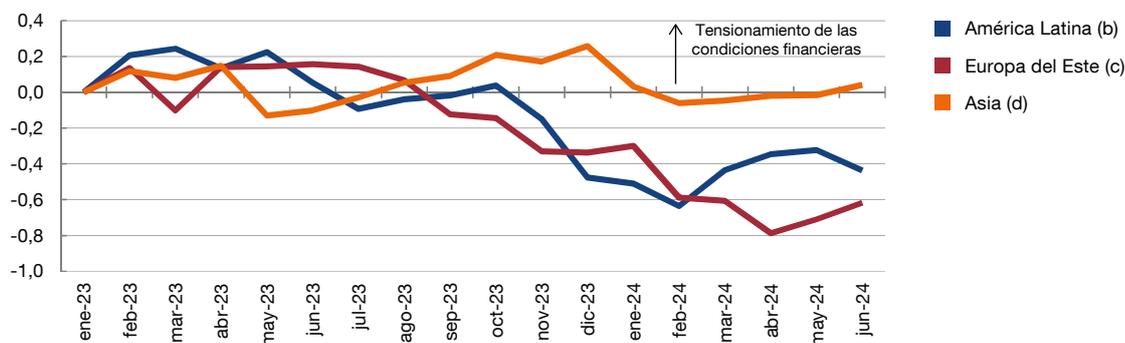
9 Véase el gráfico 5.2 del "Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020" para el desglose de las exportaciones por tipo de producto de las principales economías de América Latina.

12 Las condiciones financieras de la región interrumpieron su proceso de relajación

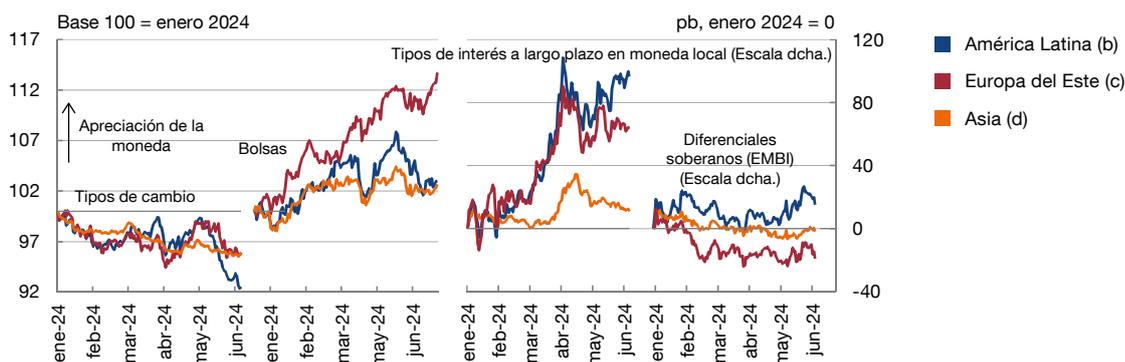
- Las condiciones financieras de América Latina¹⁰, que se habían venido relajando desde octubre de 2023, comenzaron a tensionarse a partir de marzo de este año (véase gráfico 12.a), a pesar de la continuación del proceso de recortes de los tipos de interés oficiales, de la depreciación de los tipos de cambio y del aumento de los índices bursátiles. En otras regiones emergentes, como la asiática, el tensionamiento de las condiciones financieras ha sido menor en este período, incluso a pesar de no haberse reducido los tipos de interés oficiales y de que en alguna jurisdicción incluso se hayan subido (*Indonesia*).
- Este tensionamiento está relacionado con una evolución algo más desfavorable del coste de la deuda pública en América Latina que en el resto de las regiones emergentes (véase gráfico 12.b), por el **deterioro de las finanzas públicas esperado en algunos países** (véase recuadro 2), por un **descenso de la rentabilidad de las operaciones de carry trade** y por algunos elementos idiosincrásicos, como las dinámicas observadas tras las elecciones de México.

Gráfico 12

12.a Índices de condiciones financieras (a)



12.b Variables de los mercados financieros



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Un incremento indica un tensionamiento de las condiciones financieras.

b Media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

c Media de la República Checa, Polonia y Hungría.

d Media de China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.



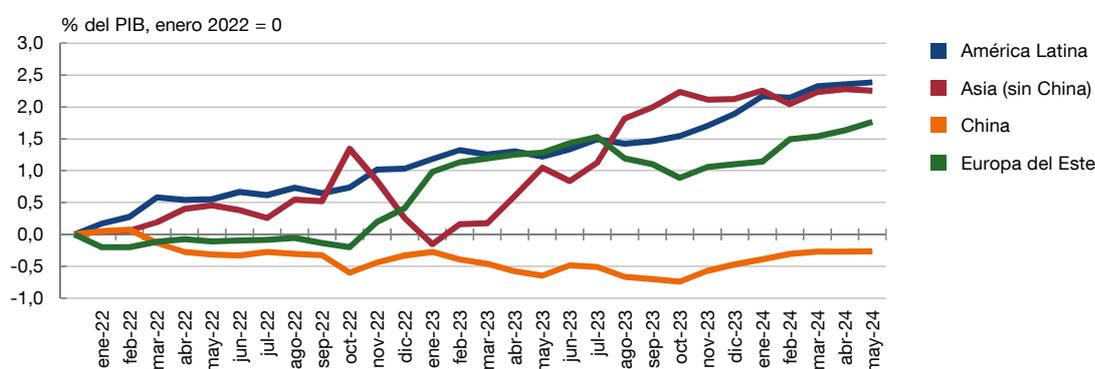
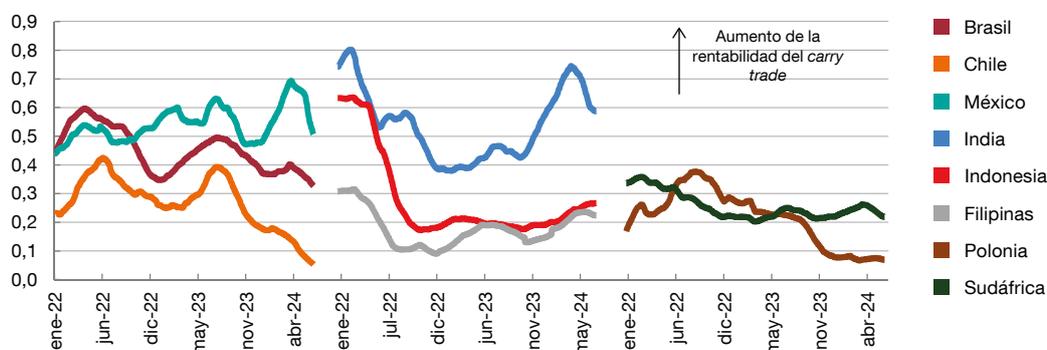
10 Para una descripción del cálculo de estas, véase el cuadro 3 del "Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2018".

13 Los flujos de capitales de cartera han mantenido cierto dinamismo

- En términos generales, las entradas de capitales de cartera a la región fueron positivas en el primer semestre de 2024 (véase gráfico 13.a), en línea con lo observado en otras economías emergentes, apoyados en la demanda externa de títulos de deuda. Estas entradas se han producido a pesar de la reducción de los tipos de interés oficiales, más rápida y acusada que en otras regiones emergentes (véase cuadro 1). Tal reducción ha provocado un descenso de la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* en algunas economías y ha llevado a algunos inversores a modificar el país de destino de sus inversiones dentro de la región latinoamericana (véase gráfico 13.b).

Gráfico 13

13.a Flujos de capitales de cartera

13.b Indicador de rentabilidad de las operaciones de *carry trade* (a)

FUENTES: Banco de España, Instituto de Finanzas Internacionales y Refinitiv.

a Calculado como el cociente entre el diferencial de tipos de interés de los depósitos a un mes en moneda nacional y en dólares y la volatilidad del tipo de cambio de cada moneda frente al dólar.

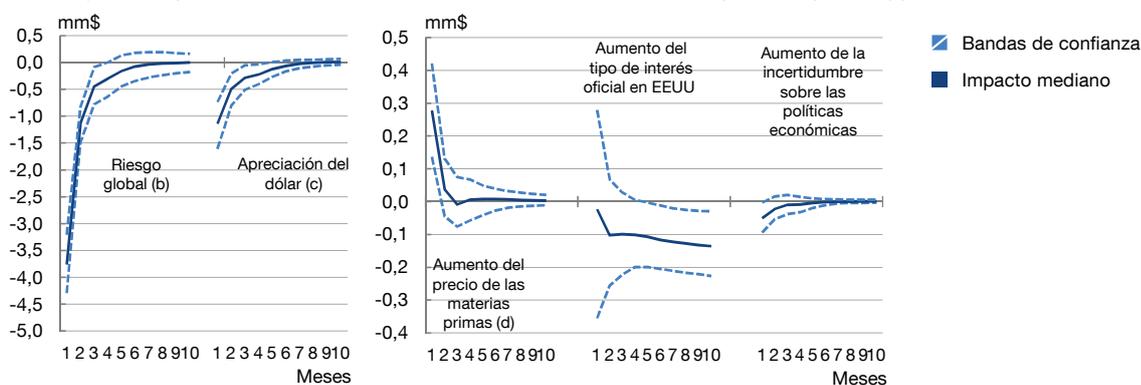


14 Los flujos de cartera se resentirían en un escenario de mayor endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos

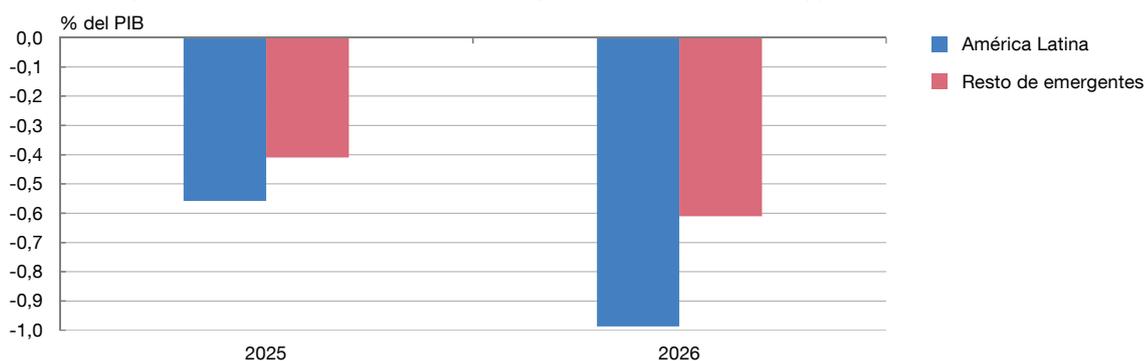
- La sensibilidad de los flujos de capitales de cartera a América Latina es especialmente elevada para perturbaciones relacionadas con el riesgo global o con la apreciación del dólar. Las respuestas de los flujos son también estadísticamente significativas y presentan el signo esperado en el caso de los precios de las materias primas (signo positivo), la incertidumbre sobre las políticas económicas nacionales (negativo) y la política monetaria en Estados Unidos (negativo), donde los efectos son más persistentes (véase gráfico 14.a).
- El retraso en la relajación monetaria de Estados Unidos afectaría negativamente a los inlfujos de cartera. En concreto, en un escenario en el que la **Reserva Federal mantuviera los tipos de interés oficiales en los niveles actuales durante más tiempo de lo esperado**, y esto llevara aparejado un aumento del riesgo global, una apreciación del dólar y una caída de los precios de las materias primas, de acuerdo con las correlaciones históricas con estas tres variables, la región registraría unas menores entradas de capitales de cartera por valor de 0,5 puntos de PIB en 2025 y de 1 punto de PIB en el año 2026 (véase gráfico 14.b).

Gráfico 14

14.a Flujos de capitales de cartera hacia América Latina: funciones de impulso-respuesta (a)



14.b Efecto sobre los flujos de capitales de cartera de un tensionamiento de las condiciones financieras globales derivado de una política monetaria más restrictiva de lo esperado en Estados Unidos (e)



FUENTES: Instituto de Finanzas Internacionales, Refinitiv y elaboración propia.

- a Derivadas de un modelo VAR bayesiano mensual con los cinco factores representados, más el diferencial de crecimiento entre emergentes y avanzadas, y las reservas como porcentaje del PIB, indentificado con Cholesky, con tres retardos de las variables, entre enero de 2010 y marzo de 2024. Los *shocks* se han normalizado al 1 %, y las bandas de confianza utilizan el intervalo del 68 %.
- b Diferencial entre el bono de alto rendimiento y el del Tesoro a diez años de Estados Unidos.
- c Tipo de cambio efectivo nominal del dólar.
- d Variación del índice agregado de materias primas de Standard & Poor's.
- e Desviaciones respecto a un escenario base en el que los tipos de interés oficiales en Estados Unidos se comportan como descuentan los mercados financieros en la última semana de junio de 2024 de un escenario en el que dichos tipos de interés oficiales se mantienen en el nivel actual hasta finales de 2026, lo cual provoca un incremento de la aversión global al riesgo de 132 pb en 2024, 2025 y 2026, una apreciación del dólar del 4,1 % en cada año y una caída del precio de las materias primas del 10,9 % en 2024, 2025 y 2026 [véase Molina y Viani (2019) en la nota 11].

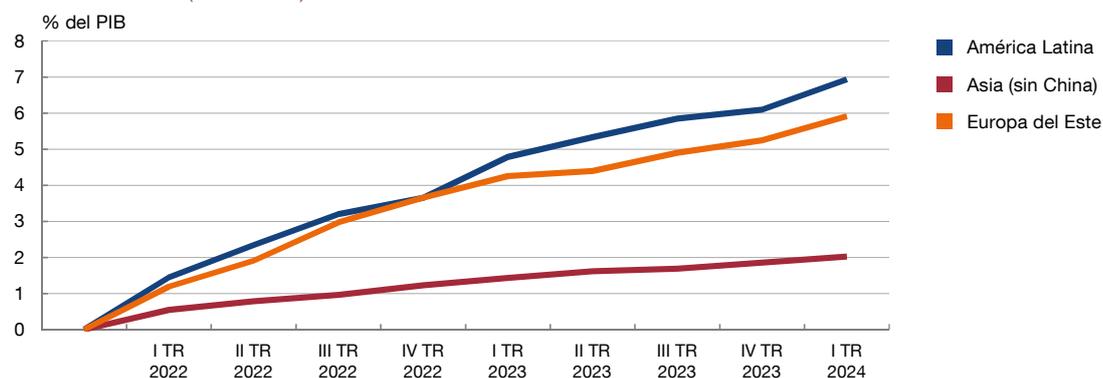


15 La inversión extranjera directa recibida disminuyó ligeramente

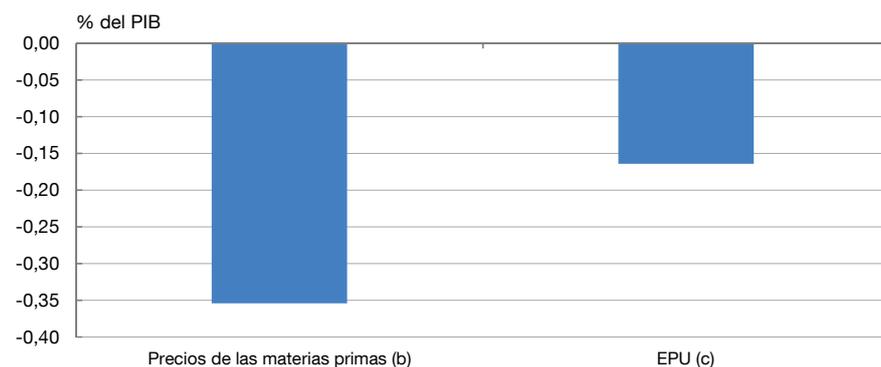
- En 2023, la inversión extranjera directa (IED) recibida por la región se desaceleró ligeramente. No obstante, desde principios de 2022 América Latina ha acumulado más flujos de inversión directa que otras economías emergentes (véase gráfico 15.a). La IED se mantuvo en el entorno del 3% del PIB regional, con notables descensos en Brasil, México y Perú. Por el contrario, se incrementaron hasta el entorno del 6% del PIB en Chile y Colombia. En todos los países, el déficit por cuenta corriente se ha reducido y está cubierto por las entradas de IED, por lo que los riesgos de financiación externa parecen contenidos (véase “Indicadores de vulnerabilidad de los países emergentes materiales para la banca española”).
- Según las estimaciones disponibles, la IED recibida por la región no responde tanto a factores financieros como lo hace la de *cartera*, sino a factores más estructurales. Así, una caída significativa del precio de las materias primas —que aproximaría el rendimiento futuro de las inversiones en los países productores— o un incremento permanente de la incertidumbre sobre las políticas económicas (medido por el *índice EPU*) —percibido como una pérdida de calidad de las instituciones—¹¹ tendrían efectos negativos y significativos sobre la IED dirigida a América Latina (véase gráfico 15.b).

Gráfico 15

15.a IED recibida (acumulada)



15.b Variación de la IED recibida en la región ante diversos shocks negativos (a)



FUENTES: Refinitiv y elaboración propia.

a Modelo de datos de panel para siete países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay), desde el primer trimestre de 1999 hasta el último de 2023, basado en Molina y Viani (2019).

b Caída del precio de las materias primas del 48,8%, similar a la registrada entre el segundo trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009.

c Incremento del 150% del EPU, episodio similar al registrado entre el segundo trimestre de 2019 y el tercer trimestre de 2020.



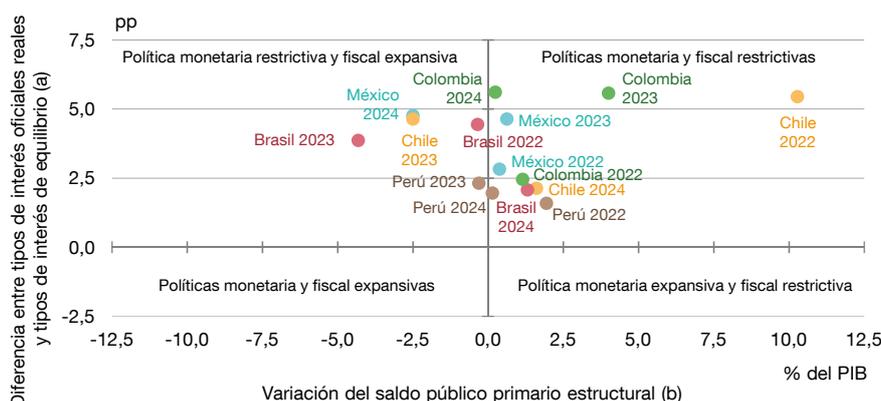
11 El modelo está basado en Luis Molina y Francesca Viani. (2019). “Flujos de capitales a emergentes: evolución reciente y determinantes”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2019, Artículos Analíticos.

16 El tono de la política fiscal, que pasaría a ser menos restrictivo en 2024, también podría conducir a que el proceso de bajadas de tipos fuera más gradual de lo esperado

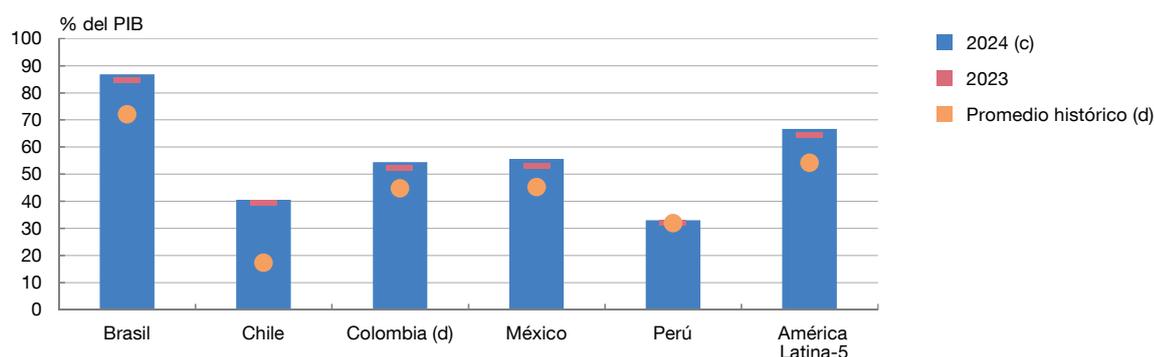
- Frente a un **tono aún restrictivo de la política monetaria** en todos los países en 2024, el de la política fiscal es más heterogéneo. Pasaría a ser expansivo en México, coincidiendo con el año electoral, y el de Colombia sería mucho menos contractivo (véase gráfico 16.a), mientras que en Brasil, Chile y Perú se tornaría ligeramente contractivo. Para la mayoría de los países de la región, los analistas contemplan un tono de la política fiscal más expansivo de lo esperado por los Gobiernos (véase recuadro 2, donde se analizan escenarios de dinámica de la deuda pública en Brasil y México), lo cual podría llevar asociado una política monetaria más restrictiva y unas **condiciones financieras menos favorables** en estos países.
- La deuda pública crecería ligeramente en 2024, impulsada por los altos tipos de interés, que influyen en la carga de los intereses de la deuda, y, en algunos casos, los saldos fiscales primarios deficitarios. Se mantendría así en niveles históricamente elevados en casi todos los países (véase gráfico 16.b). Todo ello en un contexto donde los ingresos públicos son muy inferiores a la media de los países de la OCDE (véase recuadro 3).

Gráfico 16

16.a Tono de las políticas monetaria y fiscal



16.b Deuda pública



FUENTES: Refinitiv y FMI (*Fiscal Monitor* y *World Economic Outlook* de abril de 2024).

- Tipos de interés reales calculados como la diferencia entre los tipos de interés oficiales y la inflación esperada a un año (datos de final de año), obtenida de las encuestas de los bancos centrales, y tipo de equilibrio obtenido según las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región. Para 2024, el tipo de interés real se calcula como la diferencia entre los tipos oficiales descontados por los mercados para finales de 2024 menos la inflación esperada para 2025 obtenida del *LatinFocus*.
- Diferencia del saldo estructural primario de un año con respecto al anterior (obtenidos a partir del *Fiscal Monitor* del FMI de abril de 2024). Un aumento del saldo indica una política más restrictiva y una disminución indica una política más expansiva.
- Estimaciones del *World Economic Outlook* del FMI de abril de 2024.
- Promedio histórico: 2000-2023.

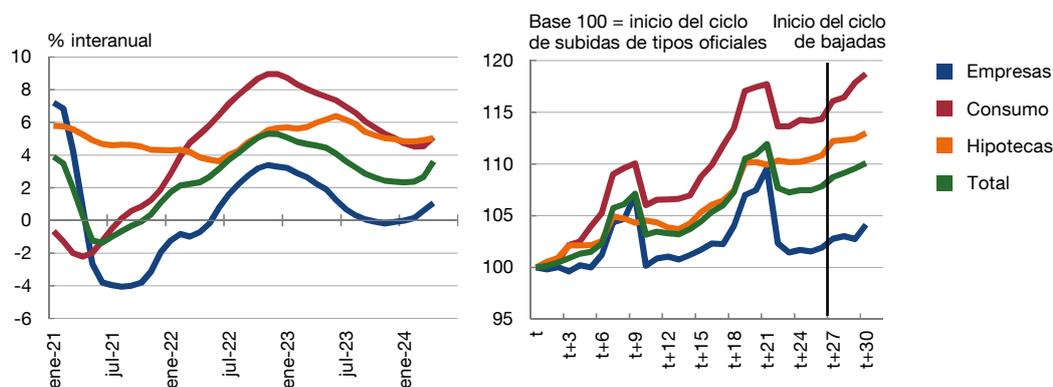


17 El crecimiento del crédito ha iniciado un ligero repunte tras el comienzo de los ciclos de recortes de los tipos de interés oficiales

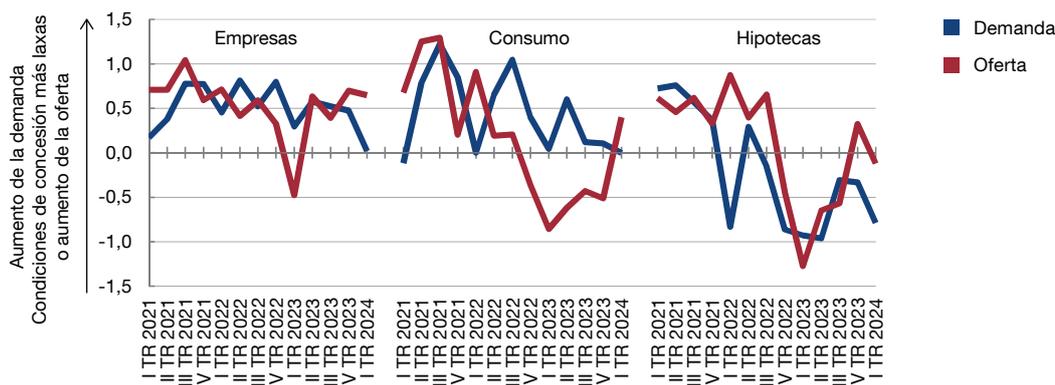
- El crecimiento del crédito bancario de la región, que venía moderándose desde principios de 2023, tendió a repuntar ligeramente una vez que los bancos centrales comenzaron a reducir los tipos de interés, en especial el crédito al consumo (véase gráfico 17.a). Esta evolución del crédito también se puede ver afectada por la evolución de la política monetaria en otras jurisdicciones (véase recuadro 4).
- La demanda de crédito de los hogares (consumo e hipotecas) y las empresas se mantuvo débil, mientras que las condiciones de concesión de los créditos se relajaron para el crédito a empresas y al consumo (véase gráfico 17.b), según las encuestas de condiciones crediticias de los distintos bancos centrales correspondientes al primer trimestre de 2024.

Gráfico 17

17.a Variaciones del crédito al sector privado no financiero (real) en América Latina (a)



17.b Índices de condiciones crediticias: América Latina (b)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a t marca el inicio, en cada país, del ciclo de contracción monetaria más reciente. Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú con PIB en paridad del poder de compra.
- b Agregados calculados con ponderaciones del PIB en paridad de poder de compra. Último dato: primer trimestre de 2024.

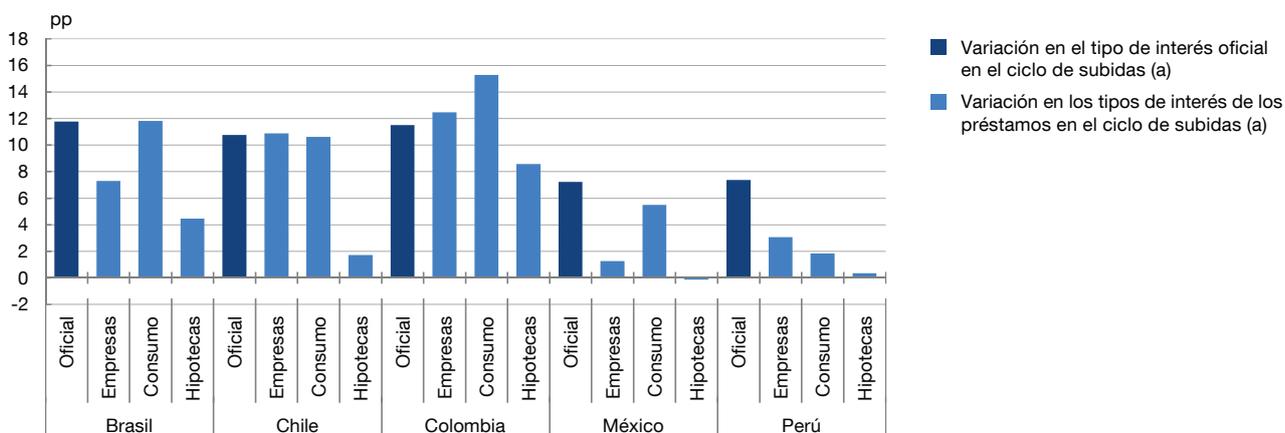


18 Los cambios en los tipos de interés oficiales se han trasladado a los tipos de interés de los préstamos bancarios, aunque con cierta heterogeneidad por países y segmentos

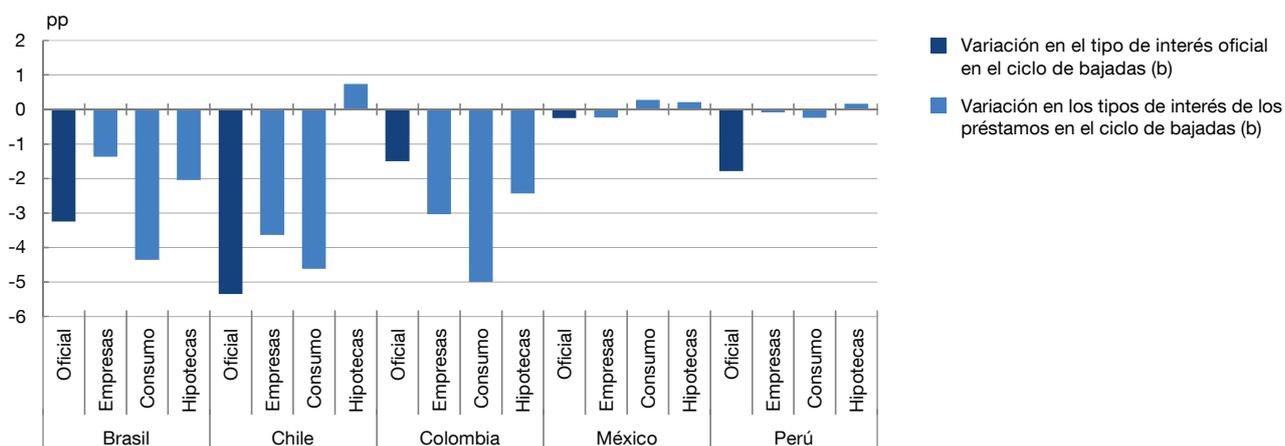
- Los cambios en los tipos de interés oficiales se han trasladado al coste de los créditos, aunque con cierta heterogeneidad tanto en la fase de subidas (véase gráfico 18.a) como en la de bajadas (véase gráfico 18.b). Estos cambios en los tipos de interés oficiales parecen trasladarse casi en su totalidad a los tipos de los préstamos al consumo, y en menor cuantía a los de empresas, mientras que los tipos del crédito hipotecario apenas reaccionan.

Gráfico 18

18.a Tipos de interés oficiales y tipos de interés de los préstamos



18.b Tipos de interés oficiales y tipos de interés de los préstamos



FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

- a Febrero de 2021 a julio de 2023 (Brasil), junio de 2021 a junio de 2023 (Chile), agosto de 2021 a octubre de 2023 (Colombia), julio de 2021 a febrero de 2024 (México) y julio de 2021 a septiembre de 2023 (Perú).
- b Desde julio de 2023 (Brasil), junio de 2023 (Chile), octubre de 2023 (Colombia), febrero de 2024 (México) y septiembre de 2023 (Perú) hasta el mes de mayo de 2024 en todos los casos.

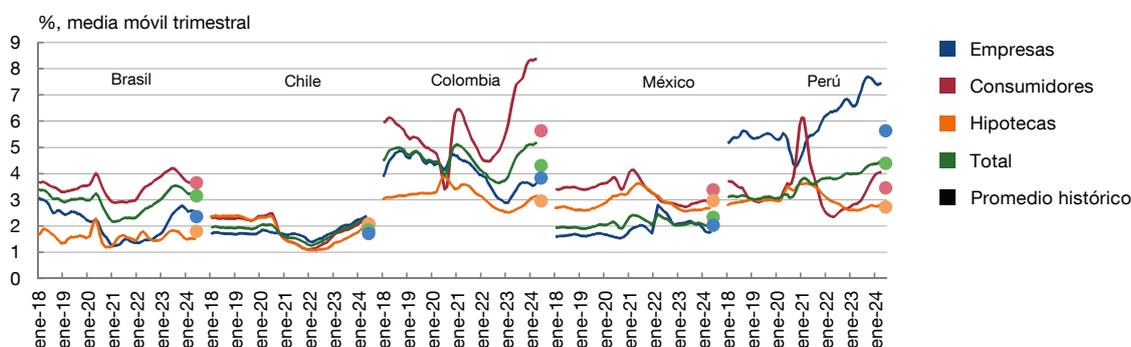


19 Los préstamos de dudoso cobro se han estabilizado en niveles elevados

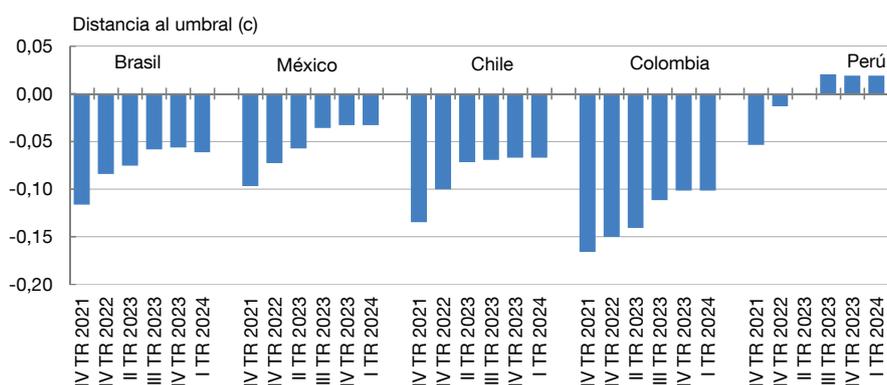
- La morosidad registró una cierta estabilización en Brasil y México, mientras que se mantuvo al alza en el resto de los países (véase gráfico 19.a), dado el contexto de desaceleración de la actividad. Los niveles de préstamos de dudoso cobro se situaban en mayo por encima de sus promedios históricos, especialmente en algunos segmentos en Colombia y Perú.
- No obstante, los indicadores sintéticos que adelantan una posible crisis bancaria se mantienen por debajo del umbral de riesgo, sin cambios significativos durante el primer trimestre de 2024 (véase gráfico 19.b). Así, los riesgos para los sistemas bancarios de la región se mantienen, por el momento, contenidos (véase esquema 1, que resume los respectivos informes de estabilidad financiera, así como los *Indicadores de vulnerabilidad de los países emergentes materiales para la banca española*).

Gráfico 19

19.a Préstamos de dudoso cobro (a)



19.b Vulnerabilidad frente a una crisis bancaria (b)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Porcentaje del total de préstamos otorgados. Los puntos muestran el promedio histórico (2015-2024) para cada tipo de préstamo y cada país.
 b Probabilidad de situarse en un estado vulnerable estimada a partir de un modelo de probabilidad logístico para crisis bancarias con variables preseleccionadas según la emisión de señales correctas seis trimestres antes de una crisis (umbral de una curva ROC).
 c El umbral se define como el percentil a partir del cual el indicador sintético ha conducido a crisis bancarias en el pasado, en una muestra de 23 economías emergentes. Véase Irma Alonso y Luis Molina. (2023). "How to foresee crises? A new synthetic index of vulnerabilities for emerging economies". *Economic Modelling*, vol. 125.



Cuadro 2

América Latina: principales indicadores económicos

	Promedio 2007- 2022	2023	Previsiones del FMI (WEO de abril de 2024)			2022		2023			2024	
			2024	2025	2026	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
PIB (variación respecto al período anterior) (a)												
América Latina y el Caribe (b)	2,0	2,3	2,0	2,5	2,7	0,7	0,1	0,9	0,1	0,6	-0,2	0,3
Argentina	1,7	-1,6	-2,8	5,0	4,5	-0,1	-2,3	1,1	-2,4	2,3	-2,5	-2,6
Brasil	1,8	2,9	2,2	2,1	2,1	1,0	0,2	1,2	0,9	0,1	-0,1	0,8
México (c)	1,5	3,2	2,4	1,4	1,9	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,0	0,3
Chile	3,1	0,2	2,0	2,5	2,4	-0,1	0,0	0,7	-0,9	0,9	0,1	1,9
Colombia (c)	3,7	0,6	1,1	2,5	3,0	0,5	-0,1	0,5	-0,7	-0,4	1,0	1,1
Perú	4,3	-0,6	2,5	2,7	2,3	0,0	0,7	-0,1	-1,0	0,2	-0,1	0,5
IPC (tasa interanual) (a)												
América Latina y el Caribe (b)	6,0	14,4	16,7	7,7	5,6	9,2	8,0	7,5	5,9	5,4	5,1	4,7
Argentina	25,5	133,5	249,8	59,6	31,8	77,6	91,8	102,0	113,0	125,9	172,8	273,5
Brasil	5,8	4,6	4,1	3,0	3,1	8,7	6,1	5,3	3,8	4,6	4,7	4,3
México	4,4	5,5	4,0	3,3	3,0	8,5	8,0	7,5	5,7	4,6	4,4	4,6
Chile	3,9	7,6	3,2	3,0	3,0	13,7	13,0	11,8	8,7	5,6	4,6	4,0
Colombia	4,4	11,7	6,4	3,6	3,0	10,8	12,6	13,3	12,4	11,4	10,0	7,8
Perú	3,3	6,3	2,3	2,0	2,0	8,6	8,4	8,6	7,4	5,5	3,7	3,1
Saldo presupuestario (% del PIB) (a) (d)												
América Latina y el Caribe (b)	-4,1	-5,0	-4,6	-3,3	-3,1	-3,7	-3,6	-4,3	-4,7	-5,2	-5,9	-6,1
Argentina	-3,8	-6,0	0,01	0,7	-0,4	-4,0	-3,8	-4,2	-4,3	-4,2	-5,9	-3,3
Brasil (e)	-5,5	-8,9	—	—	—	-4,2	-4,6	-6,0	-6,3	-7,5	-8,9	-9,1
México (e)	-3,1	-3,8	—	—	—	-3,3	-3,4	-3,7	-4,2	-4,5	-3,8	-5,0
Chile	-1,1	-2,4	-1,9	-1,2	-0,3	0,4	1,1	0,8	-1,8	-2,3	-2,4	-3,4
Colombia	-2,9	-3,3	-3,3	-3,1	-2,8	-6,0	-4,1	-3,7	-2,7	-2,3	-3,3	-3,9
Perú	-0,9	-3,5	-2,5	-1,8	-1,1	-1,8	-2,2	-2,8	-3,7	-3,5	-3,6	-4,1
Deuda pública (% del PIB) (a)												
América Latina y el Caribe (b)	57,5	73,7	68,1	68,0	67,8	63,3	63,7	63,1	62,9	62,9	—	—
Argentina	63,2	—	86,2	79,5	69,5	64,2	67,4	69,3	65,6	69,4	—	—
Brasil	73,3	84,7	86,7	89,3	90,9	83,2	83,9	81,7	83,5	81,5	84,7	85,5
México (e)	49,0	47,5	—	—	—	49,6	48,3	48,8	48,0	48,8	47,5	49,5
Chile	19,8	39,4	40,5	40,8	41,3	37,2	37,8	38,0	38,3	38,8	39,4	39,6
Colombia	46,3	55,0	54,4	55,6	55,7	58,1	59,4	57,9	55,9	55,4	55,0	56,0
Perú	27,3	32,9	33,0	33,3	33,2	34,2	33,9	33,0	32,3	32,5	32,9	32,3
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (a) (d)												
América Latina y el Caribe (b)	-1,9	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2	-3,0	-2,6	-2,7	-2,4	-1,7	-1,4	-1,1
Argentina	-0,9	-3,3	0,9	0,9	1,0	-0,9	-0,6	-1,3	-2,1	-2,5	-3,2	-2,4
Brasil	-2,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	-3,0	-2,5	-2,5	-2,3	-1,6	-1,4	-1,5
México	-1,2	-0,3	-0,8	-0,8	-0,9	-1,2	-1,2	-1,7	-1,4	-0,9	-0,3	0,1
Chile	-3,2	-3,5	-3,9	-3,7	-3,6	-9,4	-8,6	-7,0	-5,1	-4,1	-3,5	-3,8
Colombia	-3,9	-2,7	-3,0	-3,3	-3,4	-6,4	-6,1	-5,5	-4,8	-3,4	-2,5	-2,1
Perú	-2,4	0,6	-1,1	-1,4	-1,4	-4,1	-4,0	-2,8	-1,5	-0,1	0,8	1,4
Deuda externa (% del PIB) (a)												
América Latina y el Caribe (b)	37,5	46,7	39,9	39,0	—	34,2	34,0	33,9	33,5	32,7	32,4	32,6
Argentina	41,5	44,5	—	—	—	44,9	43,9	42,8	42,7	43,6	44,4	47,0
Brasil	29,4	33,7	—	—	—	35,4	34,9	34,8	35,1	34,1	33,7	33,6
México	13,5	12,0	—	—	—	14,8	13,9	13,6	12,3	11,4	11,3	11,7
Chile	56,8	71,8	—	—	—	73,1	76,0	74,3	72,2	70,3	71,8	73,5
Colombia	34,3	54,0	—	—	—	50,4	53,1	54,9	55,7	55,0	53,7	50,8
Perú	34,6	39,5	—	—	—	42,6	41,7	41,3	40,7	39,0	39,3	38,3
PRO MEMORIA: Agregado de economías emergentes, excluidas América Latina y China (FMI, WEO de abril de 2024)												
PIB (tasa interanual)	4,2	4,2	4,4	4,6	4,5							
IPC (tasa interanual)	7,5	11,6	10,7	8,3	6,4							
Saldo presupuestario (% del PIB)	6,4	-4,5	-4,6	-4,3	-4,2							
Deuda pública (% del PIB)	42,9	57,9	58,7	59,7	60,8							
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,7	0,5	0,0	-0,2	-0,3							
Deuda externa (% del PIB)	27,5	27,4	27,1	26,4	—							
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	31,8	32,8	33,2	33,6	34,1							

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Refinitiv, *LatinFocus* y estadísticas nacionales.

- a 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).
- b Datos trimestrales, agregado de las seis principales economías (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), y para la inflación, agregado sin Argentina.
- c Series ajustadas de estacionalidad.
- d Media móvil de cuatro trimestres.
- e No se muestran las previsiones anuales del FMI por no ser comparables con los datos trimestrales procedentes de fuentes nacionales.

Esquema 1

Evolución reciente de los sistemas bancarios en América Latina y riesgos para la estabilidad financiera según los bancos centrales de la región



BRASIL



Riesgo político/geográfico

Preocupación por riesgos climáticos, en especial sequías y desertificación, y su impacto en la escasez de recursos naturales y en la producción, deterioro de activos, pérdidas de ingresos, mayores costes de financiación y morosidad.



Riesgo crediticio

La calidad crediticia requiere constante monitoreo, considerando la desaceleración de la actividad económica, los altos niveles de deuda de los hogares y la mayor presión sobre la capacidad de pago de las empresas pequeñas.



Riesgo internacional

Resalta la incertidumbre sobre el inicio de la reducción de los tipos de interés oficiales en las economías desarrolladas, con implicaciones para el coste de financiación.



Resiliencia del sistema financiero y fiscal

Proyección al alza de la ratio crédito/PIB, indicador de referencia propuesto por Basilea para activar requerimientos de capital contracíclicos, vigilar si puede señalar un crecimiento excesivo del crédito y poner en riesgo la estabilidad financiera.



CHILE



Riesgo crediticio

El bajo dinamismo del sector hipotecario y el alza de los tipos de interés a largo plazo han dado lugar a un deterioro de la capacidad de pago de las empresas del sector inmobiliario. Se mantiene el deterioro en los indicadores financieros de las empresas de menor tamaño que recibieron créditos Fogape-COVID-19 y de los sectores de comercio, construcción e inmobiliario.



Riesgo internacional

Incertidumbre acerca de las condiciones financieras globales y del inicio de la reducción de la tasa de política monetaria en EEUU. La falta de certidumbre acerca de la evolución de los tipos de interés a largo plazo en ese país, por motivos fiscales, también es percibida como una fuente de riesgo que afecta, por ejemplo, al crédito hipotecario o a la deuda pública.



Riesgo cambiario

Riesgo de salida de capitales de las economías emergentes, en un entorno de incertidumbre global, con una apreciación del dólar y el encarecimiento de la financiación externa, aunque los bajos niveles de descalce cambiario en las hojas de balance e empresas mitigan este riesgo.



COLOMBIA



Riesgo político/geográfico

La incertidumbre fiscal, producto de la publicación del Plan Financiero y de las reformas en trámite en el Congreso, podría tener implicaciones en la percepción de riesgo a escala local.



Riesgo internacional

La duda en torno al ritmo de reducción de los tipos de interés en economías avanzadas genera un riesgo de empeoramiento de las condiciones financieras.



Resiliencia del sistema financiero y fiscal

Incertidumbre en el frente fiscal, previéndose un mayor déficit público durante 2024 y un posible efecto negativo sobre las decisiones de inversión.

FUENTE: Banco de España.

Esquema 1

Evolución reciente de los sistemas bancarios en América Latina y riesgos para la estabilidad financiera según los bancos centrales de la región (cont.)

PERÚ

**Riesgo político/geográfico**

La reintensificación del entorno de incertidumbre política interna puede deteriorar las mejores perspectivas económicas del presente año y afectar a los niveles de inversión privada y confianza empresarial. Además, persiste el riesgo de aprobación de nuevas leyes que autoricen retiros adicionales de fondos privados de pensiones.

**Riesgo crediticio**

Deterioro de la calidad de las carteras de créditos al consumo y a pequeñas empresas, derivado de factores climatológicos y políticos durante 2023. Como resultado, se observa una política más estricta de otorgamiento y cobro de créditos, además de una leve reducción de la rentabilidad del sistema financiero.

**Riesgo internacional**

Incertidumbre sobre el ritmo de reducción de los tipos de interés en economías avanzadas, que afecta a las condiciones financieras. Las tensiones geopolíticas de Oriente Medio pueden influir en el coste de la energía y generar presiones inflacionarias y restricciones comerciales. Ello también supone un riesgo de salida abrupta de capitales de países emergentes.

**Resiliencia del sistema financiero y fiscal**

Baja liquidez estructural en los mercados de renta variable local que desincentiva la incorporación de nuevos emisores, problema exacerbado por los retiros masivos de fondos privados de pensiones. Esto último también ha contribuido a un deterioro intertemporal de la posición fiscal y a un riesgo de presiones negativas en los precios de los instrumentos de deuda soberana.



MÉXICO

**Riesgo crediticio**

La evaluación crediticia de la deuda de Pemex —por parte de una de las principales agencias calificadoras— fue reducida en dos niveles y se mantiene la perspectiva negativa.

**Riesgo internacional**

La incertidumbre en el inicio de la reducción de los tipos de interés oficiales en las economías desarrolladas supone un riesgo de condiciones financieras más restrictivas por un período más largo de lo anticipado. Se resalta también el riesgo de mayor volatilidad en los mercados, producto de un agudizamiento de las tensiones geopolíticas y/o conflictos comerciales.

**Resiliencia del sistema financiero y fiscal**

Retrocesos inesperados en la gestión macroeconómica (mayor déficit público) y en las relaciones con los socios del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC), dada la incertidumbre electoral en Estados Unidos, afectan a la calificación crediticia soberana. Ello supone también un riesgo de mayores primas por riesgo y de reducción de los flujos netos de capital.

FUENTE: Banco de España.

Recuadro 1

LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA**El origen fiscal del problema inflacionario**

Argentina experimentó en los pasados años una inflación mucho mayor que la del resto de los países de la región. La inflación anual promedio fue del 72 % entre 2020 y 2023 y la tasa de inflación alcanzó tres dígitos a partir de febrero de 2023. Una de las principales causas de la elevada inflación en Argentina fue el persistente desequilibrio en las cuentas públicas (véase gráfico 1) y su financiación monetaria. El banco central financió parcialmente los déficits mediante la emisión de moneda (véase gráfico 2) ante la imposibilidad de cubrirlos con emisión de deuda, sobre todo tras el abandono del programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el año 2020¹. La oferta de dinero, en un contexto de desaceleración económica, fue mucho mayor que la demanda de dinero del sector privado y provocó un aumento muy intenso de la tasa de inflación durante esos años (véanse gráficos 3 y 4).

El programa de estabilización del nuevo Gobierno argentino

El actual Gobierno argentino asumió la presidencia el 10 de diciembre de 2023. Pocos días más tarde anunció un programa de consolidación fiscal que pretendía eliminar el déficit fiscal, estimado en el 5 % del PIB para 2024, en tan solo un año, con el objetivo de acabar con la principal causa de emisión monetaria. Al mismo tiempo, devaluó el tipo de cambio oficial, acercando su valor al del tipo de cambio paralelo. El tipo de cambio oficial pasó de 366 a 800 pesos por dólar de forma inmediata y se anunció una tasa de devaluación automática (*crawling peg*) del 2 % mensual, que se ha mantenido hasta ahora.

Desde la toma de posesión de este nuevo Gobierno argentino se ha observado una mejora en las principales variables financieras argentinas, aunque con cierta volatilidad, vinculada a la evolución en el Congreso de la nueva legislación propuesta por el Gobierno. Así, se ha reducido el diferencial de la deuda soberana (véase gráfico 5), han aumentado los índices bursátiles (también en términos de dólares) (véase gráfico 6) y se ha comprimido la brecha entre el tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial (véase gráfico 7). Asimismo, el banco central también dejó de perder reservas internacionales y ha pasado a acumularlas (véase gráfico 8).

El Gobierno ha logrado mantener el superávit de las cuentas públicas desde el mes de enero, antes de lo previsto por los analistas privados, incluso sin haberse llegado a implementar todas las medidas del programa de ajuste fiscal, al no haber sido aprobadas todavía en el Congreso. El superávit se ha logrado principalmente por la reducción del gasto: se ha eliminado toda la obra pública financiada por el Gobierno central, se han reducido las transferencias discrecionales a las provincias, y los salarios públicos y las pensiones han aumentado a tasas inferiores a la inflación. También se incrementaron los impuestos al comercio internacional y la tasa de un impuesto que grava compras en moneda extranjera pagadas con tarjetas bancarias. Estas medidas fueron escogidas porque no precisan la aprobación del Congreso. El Gobierno se ha comprometido a revertirlas cuando la recaudación de estas dos medidas pueda ser reemplazada por la de un paquete fiscal aprobado en el Congreso a fines de junio. Este paquete incluye modificaciones al impuesto sobre las rentas personales y al impuesto sobre el patrimonio² y una moratoria fiscal.

El programa de estabilización también contempla una reducción de los subsidios a la energía y el transporte. Esto requiere una actualización de los precios regulados, que no han aumentado al mismo ritmo que los de los demás bienes a partir del año 2020, lo que ha llevado a una creciente distorsión de los precios relativos entre los bienes regulados y los no regulados (véase gráfico 9). La actualización está siendo gradual, y se observa una cierta recuperación del precio relativo de los precios regulados entre los meses de febrero y abril.

La fuerte consolidación fiscal ha penalizado la actividad económica, que ha profundizado su caída en los primeros meses del año. En el primer trimestre, el PIB cayó en un 2,6 % con respecto al trimestre anterior (véase gráfico 4) y un 5,1 % con respecto al mismo trimestre del año anterior. Para el conjunto de 2024 se espera una caída del PIB del 3,5 %, de acuerdo con el FMI³.

Evolución de la inflación tras el anuncio del plan de estabilización

La inflación mensual se duplicó en diciembre de 2023, hasta alcanzar una tasa mensual del 25,5 % (211 % interanual),

1 Véanse recuadro 1 de Banco de España. (2024). *Informe de Economía Latinoamericana. 2.º semestre 2023*, y Fondo Monetario Internacional. (2024). "Eighth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility".

2 Estos impuestos se conocen en Argentina como «impuesto a las ganancias» e «impuesto sobre los bienes personales».

3 Fondo Monetario Internacional. (2024). "Eighth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility".

Recuadro 1

LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA (cont.)

frente al 12,8% de noviembre (160% interanual). Este fuerte repunte de la inflación se explica, sobre todo, por las alzas de precios en las primeras semanas del mes, anticipando la depreciación del tipo de cambio oficial⁴.

A partir del mes de febrero, la actualización de los precios de los servicios públicos y de otros precios regulados ha tenido un impacto inflacionario directo muy significativo. A pesar de representar un 21% de la cesta de consumo a

Gráfico 1
Saldo público (a)

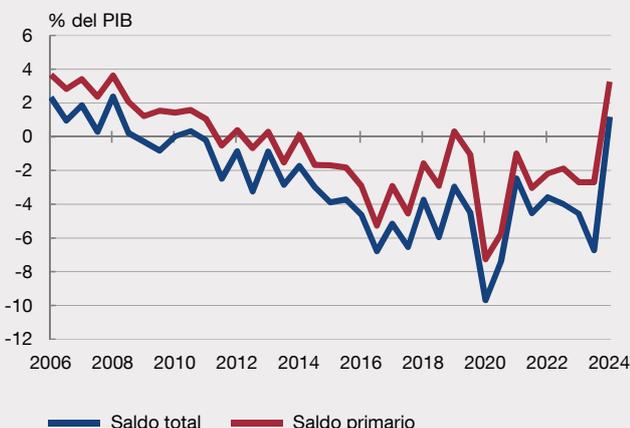


Gráfico 2
Transferencias del banco central al Tesoro (b)



Gráfico 3
Inflación (c)

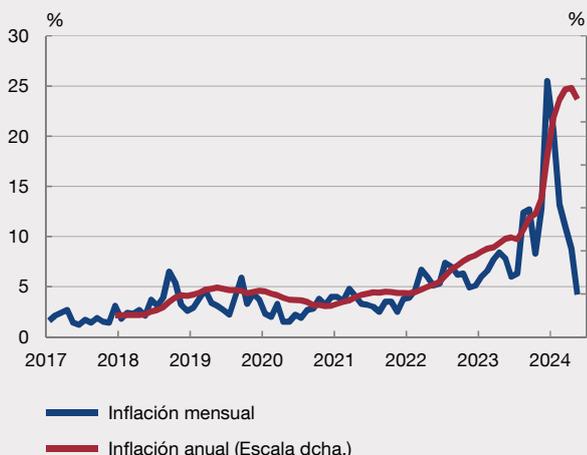
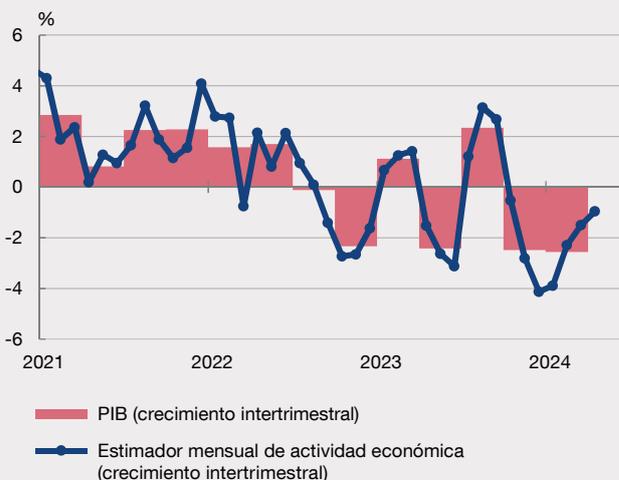


Gráfico 4
Actividad económica (d)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Banco Central de la República Argentina, FMI, *LatinFocus* y Banco de España.

- a Se agrega la información mensual a frecuencia semestral. La última observación del saldo público es de mayo de 2024. La última observación del PIB nominal es del primer trimestre de 2024. Para el primer semestre de 2024, el cálculo se realiza extrapolando el saldo público de los primeros cinco meses del año. El PIB nominal del segundo trimestre se estima a partir de previsiones de PIB e inflación del *LatinFocus* de junio de 2024 para ese trimestre.
- b La última observación es de junio de 2024.
- c La última observación es de mayo de 2024.
- d El estimador mensual de actividad económica (EMAE) es una medida mensual de actividad económica que pondera los sectores de la economía con los mismos pesos que el PIB. Tanto este indicador como el PIB están calculados por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina. La última observación del EMAE es de abril de 2024. La última observación del PIB se refiere al primer trimestre de 2024.

4 En los primeros días de diciembre, la expectativa de depreciación para el primer trimestre del año era mayor que la que finalmente ocurrió. De acuerdo con el informe de Consensus Economics del mes de diciembre, que fue realizado dos días antes del anuncio del programa de ajuste, los analistas económicos esperaban un tipo de cambio oficial de 935,40 pesos por dólar a fines de marzo de 2024. Sin embargo, el tipo de cambio oficial a finales de marzo fue de 857,42 pesos por dólar.

Recuadro 1

LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA (cont.)

escala nacional, la variación de los precios regulados explica cerca de un tercio de la inflación total en lo que ha transcurrido de 2024.

En cualquier caso, a partir del mes de enero las tasas intermensuales de inflación han mostrado una marcada senda descendente, pasando de tasas del 20,6 % en enero al 4,2 % en mayo. No obstante, la tasa de inflación interanual

ha seguido escalando (del 254 % en enero a un máximo del 289 % en abril). Esta reducción gradual y continua de la inflación refleja, principalmente, los efectos y las expectativas de una menor emisión monetaria al eliminarse el déficit fiscal. De acuerdo con el memorando enviado al FMI en el marco de la octava revisión del acuerdo con esta institución⁵, el Gobierno argentino proyecta una inflación

Gráfico 5
Diferencial soberano

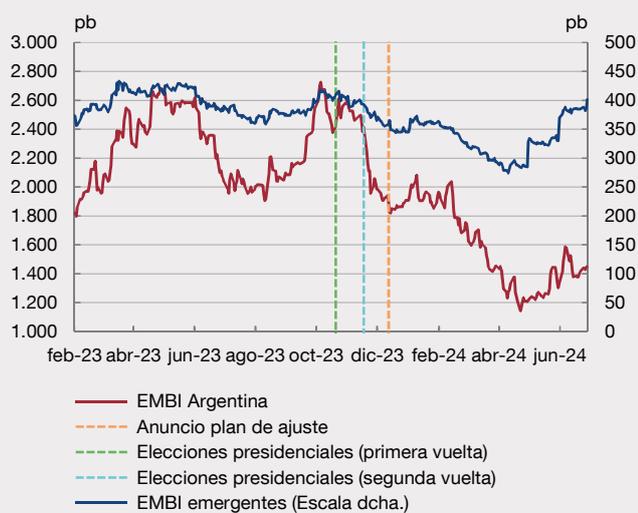


Gráfico 6
Índice de la Bolsa de Buenos Aires

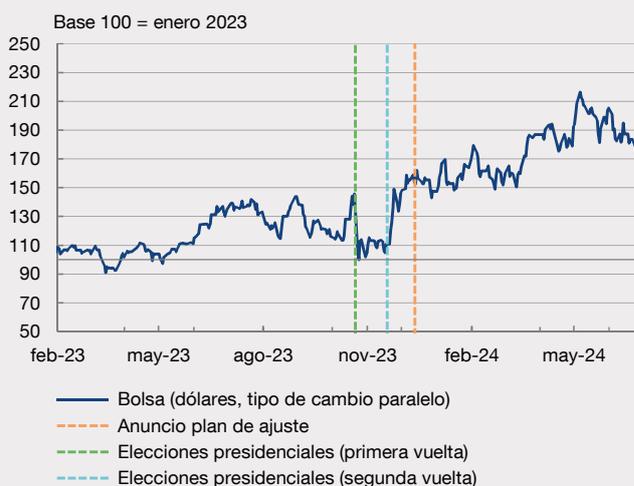


Gráfico 7
Tipo de cambio

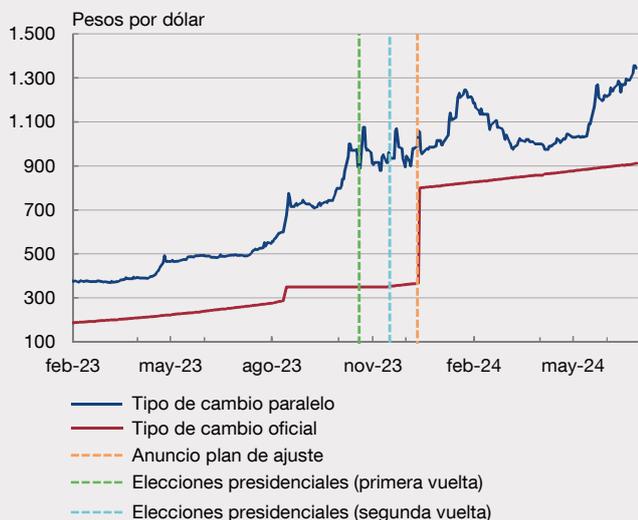
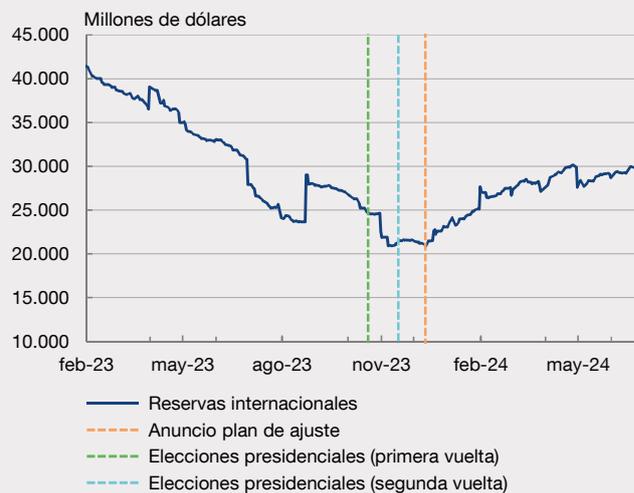


Gráfico 8
Reservas internacionales



FUENTES: Refinitiv, Banco Central de la República Argentina y Banco de España.
NOTA: Última observación: 28 de junio de 2024.

5 Fondo Monetario Internacional. (2024). "Eighth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility".

Recuadro 1

LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA (cont.)

interanual del 140 % para diciembre de 2024 y del 45 % para diciembre de 2025. Estas cifras estarían alineadas con las que esperan los analistas económicos, según la encuesta del Banco Central de la República Argentina de mayo (146 % en diciembre de 2024 y 50 % en diciembre de 2025).

Los riesgos futuros para la inflación

La estabilización de la inflación en Argentina va a depender del curso futuro de las finanzas públicas, de los ajustes todavía pendientes de los precios regulados y de la evolución futura del tipo de cambio. En todos estos ámbitos existen riesgos.

En el ámbito fiscal, el equilibrio presupuestario se ha logrado con las medidas de gastos e ingresos mencionadas anteriormente. El 28 de junio fue aprobado en el Congreso un paquete fiscal enviado por el poder ejecutivo que amplía las bases del impuesto sobre la renta e incrementa los tipos impositivos en algunos tramos de renta y que modifica el impuesto sobre el patrimonio. También se contempla reducir o eliminar otros impuestos distorsionantes, como los que gravan el comercio internacional o las transacciones en moneda extranjera.

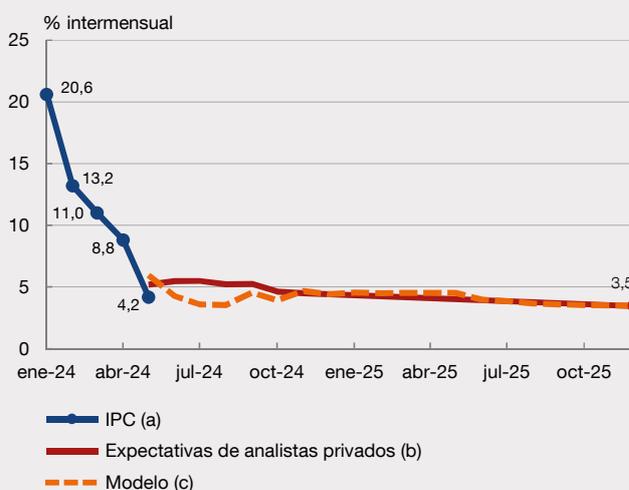
En cuanto a los ajustes pendientes de los precios de los servicios públicos, en el gráfico 9 se muestra la evolución del precio relativo entre los bienes regulados y el índice de precios total. El precio relativo de los bienes regulados ha alcanzado hasta ahora el 78 % del valor que tenía en 2019. El aumento de los precios de los servicios públicos presenta un desafío para el futuro, ya que, a medida que se vaya normalizando esta partida, el componente de precios regulados contribuirá positivamente a la inflación. Como ejemplo, si se completara esta actualización en un solo mes, devolviendo la relación entre los precios regulados y los no regulados a la que había en el año 2019, los precios regulados añadirían cerca de 7 puntos porcentuales de forma automática a la inflación intermensual, sin tener en cuenta el efecto que esta variación de precios pueda tener sobre la inflación por la variación de las demás variables macroeconómicas.

Por último, persiste una gran incertidumbre sobre el comportamiento del tipo de cambio, en la medida en que el Gobierno aún no ha anunciado cuál será el régimen monetario y cambiario en el futuro. A modo de ilustración, un artículo reciente⁶ muestra que las expectativas de inflación se mantienen todavía elevadas como consecuencia de la

Gráfico 9
Precio relativo de los bienes regulados



Gráfico 10
Expectativas de inflación



FUENTES: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina, Banco Central de la República Argentina y Banco de España.

a La última observación es de mayo de 2024.

b Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de mayo del Banco Central de la República Argentina. Fecha de publicación: 6 de junio de 2024.

c El modelo de simulación está tomado de Ernesto Talvi y Sofía Harguindeguy. (2024). "Del déficit cero hacia un plan de estabilización para erradicar la inflación en Argentina: ¿por qué ahora?". Real Instituto Elcano, 17 de mayo de 2024. Este modelo supone que la inflación mensual se determina por una combinación lineal de la inflación pasada y las expectativas de depreciación del tipo de cambio con respecto al dólar. Se actualiza el modelo utilizando datos de expectativas del REM del mes de mayo.

6 Ernesto Talvi y Sofía Harguindeguy. (2024). "Del déficit cero hacia un plan de estabilización para erradicar la inflación en Argentina: ¿por qué ahora?". Real Instituto Elcano, 17 de mayo de 2024.

Recuadro 1

LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA (cont.)

depreciación esperada del tipo de cambio, que excede la depreciación anunciada por el Gobierno (2% mensual frente al dólar). Los autores de ese estudio utilizan un modelo en el que la inflación de los bienes que se comercializan internacionalmente incorpora las expectativas de depreciación de los analistas privados, mientras que el resto de los precios se ajustan de forma inercial sobre la base de la inflación pasada. Como puede verse en el gráfico 10, la senda de inflación proyectada por el modelo⁷ captura las dinámicas de las expectativas de inflación de los analistas y converge en la expectativa de inflación a largo plazo, lo que sugiere que dichas expectativas están determinadas por las expectativas de depreciación.

Resolver la incertidumbre sobre el futuro régimen monetario y cambiario podría ayudar a reducir las expectativas de inflación. En el programa con el FMI se contempla una liberalización gradual de los controles de cambio y que el tipo de interés real *ex ante*⁸ a corto plazo, que actualmente es negativo, se vuelva positivo, para así incrementar la demanda de pesos, ayudando al proceso de desinflación. A más largo plazo, el Gobierno ha planteado la posibilidad de implantar un sistema de competencia de monedas en el que la moneda local coexista con monedas extranjeras y en el cual los agentes económicos tengan la libertad de elegir qué moneda usar en contratos y transacciones.

7 En el gráfico se replica la simulación de Talvi y Harguindeguy con datos de expectativas de depreciación y de inflación del mes de mayo de 2024.

8 Un tipo de interés real *ex ante* es aquel que descuenta el tipo de interés nominal con la inflación esperada en vez de con la inflación realizada.

Recuadro 2

ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN BRASIL Y MÉXICO EN LA PRÓXIMA DÉCADA**Situación de las finanzas públicas en América Latina**

La pandemia de COVID-19 marcó un punto de inflexión para las finanzas públicas en el mundo en general y en América Latina en particular. Las medidas fiscales adoptadas en 2020 para hacer frente a la emergencia sanitaria aumentaron considerablemente la deuda pública y afectaron negativamente a su dinámica. Si bien la situación se revirtió parcialmente en los años siguientes, **la deuda pública sigue siendo superior a su promedio de las últimas tres décadas en la mayoría de los países de la región**. En este contexto, la solidez de los marcos de reglas fiscales y la sostenibilidad de la deuda pública adquieren una renovada importancia.

Las principales economías de América Latina cuentan con una o más reglas fiscales, que buscan reforzar la solidez de sus marcos presupuestarios, garantizando la estabilidad y sostenibilidad de las finanzas públicas, además de la transparencia en la gestión de los recursos públicos, estableciendo límites y normas para el endeudamiento, el déficit, el gasto y/o los ingresos públicos. La mayoría de las economías de la región suspendieron sus reglas fiscales durante la pandemia, pero la práctica totalidad ya han vuelto a instaurar las reglas fiscales o una versión reformada de estas¹.

Sin embargo, la situación de las finanzas públicas de algunos países de la región continúa expuesta a importantes desafíos, como, por ejemplo, los persistentes déficits fiscales, acompañados a menudo por saldos primarios negativos y un elevado pago de intereses de la deuda, o la necesidad de asegurar un espacio fiscal suficiente para afrontar *shocks* negativos futuros².

En este contexto, las perspectivas sobre las dinámicas de las finanzas públicas difieren sustancialmente entre las previsiones de los Gobiernos y lo esperado por el

consenso de analistas. Dada esta incertidumbre, es relevante presentar diferentes escenarios para la dinámica de la deuda pública. El análisis se centra en las dos mayores economías de la región: Brasil y México.

Una nueva herramienta para examinar la sostenibilidad de la deuda

Para calcular diferentes escenarios para la dinámica de la deuda pública se utiliza la nueva herramienta Análisis de Sostenibilidad de la Deuda (DSA, por sus siglas en inglés), que expande las disponibles en el Banco de España³ para recoger algunas peculiaridades de América Latina (y otras economías emergentes), dado que tiene en cuenta de manera no trivial la distinción entre deuda pública en moneda local y extranjera⁴.

La herramienta proporciona sendas para las principales variables macroeconómicas que determinan las posibles trayectorias futuras de la deuda pública, como el crecimiento del PIB real, la inflación, los tipos de interés y el saldo público primario. Además, permite capturar las interacciones entre estas variables, de forma que los *shocks* del modelo se propaguen de forma coherente con la teoría económica. Por ejemplo, un *shock* de política fiscal, además de afectar al saldo público primario, tiene también repercusiones (directas y/o indirectas) sobre la evolución del PIB, la inflación y el tipo de interés.

Escenarios de evolución de la deuda pública para Brasil y México

A continuación, se presentan diferentes escenarios para Brasil y México que ilustran que los cambios en la política fiscal podrían afectar a la dinámica de la deuda pública⁵.

Se simulan tres escenarios para cada país. En el primer escenario, común a ambos países, el saldo público

1 Para más detalles sobre la situación de las reglas fiscales de América Latina, véanse las fichas 20 y 21 de Banco de España. (2024). *Informe de Economía Latinoamericana*. 2.º semestre 2023.

2 Para más información sobre la evolución de la situación fiscal de la región, véanse Banco de España. (2024). *Informe de Economía Latinoamericana*. 2.º semestre 2023, y Fondo Monetario Internacional. (2024). *Fiscal Monitor*. Para más información sobre la situación de los fondos soberanos de la región —vehículos de inversión, a menudo promovidos por los Estados para manejar los ingresos relacionados con la explotación de recursos naturales—, que en su mayoría, a partir de 2019, no han recibido nuevos depósitos, véase ICEX-IE. (2023). *2023 Sovereign Wealth Funds Report*.

3 Véanse Pablo Burriel, Iván Kataryniuk y Javier J. Pérez. (2022). "Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool". Documentos Ocasionales, 2210, Banco de España, y Mario Alloza, Jorge Martínez, Juan Rojas y Iacopo Varotto. (2024). "La dinámica de la deuda pública: una perspectiva estocástica aplicada al caso español". Documentos Ocasionales, 2420, Banco de España.

4 Para una descripción detallada de la herramienta, véase Iván Kataryniuk, Raquel Lorenzo Alonso, Enrique Martínez Casillas y Jacopo Timini. (2024). "An extended Debt Sustainability Analysis framework for Latin American economies". Documentos Ocasionales, 2412, Banco de España. El documento contiene información sobre las ecuaciones que gobiernan las diferentes variables económicas y sus interacciones, así como sobre la metodología utilizada para la calibración de los parámetros necesarios.

5 Los escenarios de dinámica de la deuda pública reflejan los datos hasta 2024. Las simulaciones del modelo comienzan en 2025. Para 2023 y 2024, en caso de no haber dato consolidado disponible, se utilizan las estimaciones y previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Recuadro 2

ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN BRASIL Y MÉXICO EN LA PRÓXIMA DÉCADA (cont.)

primario estructural se mantiene fijo en los niveles de 2024 para todo el horizonte de proyección (véanse gráficos 1 y 3). Esto debe interpretarse como un escenario inercial que describe la dinámica de la deuda pública en caso de que los niveles del saldo primario estructural se mantuvieran sin cambios con respecto a los niveles de 2024. Cabe subrayar que los Gobiernos de Brasil y México ya han presentado planes fiscales para los próximos años y proyectan sus trayectorias fiscales, incluido el saldo primario estructural, de acuerdo con las reformas ya implementadas o a punto de implementarse.

Los dos escenarios restantes se enfocan sobre las diferencias entre las previsiones de los Gobiernos y las expectativas de los analistas para el tono de la política fiscal en los próximos años.

El segundo escenario considerado prevé que en los próximos años el saldo primario estructural se corresponda con los objetivos fiscales declarados por los Gobiernos en 2024 (véanse de nuevo los gráficos 1 y 3). En el caso de Brasil, esto supone un equilibrio del saldo público primario en 2025 y un superávit del 0,25 % en 2026 y del 0,5 % en 2027⁶.

Gráfico 1
Brasil. Saldo primario estructural (a)

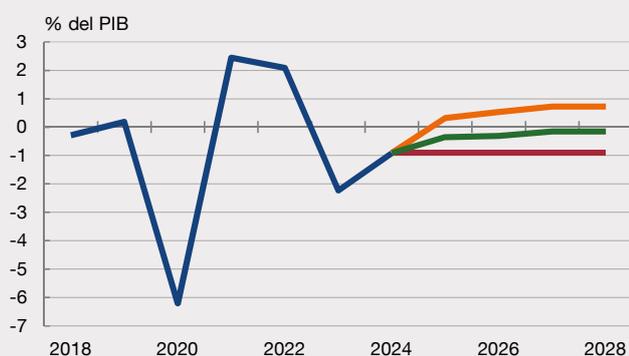


Gráfico 2
Brasil. Deuda pública

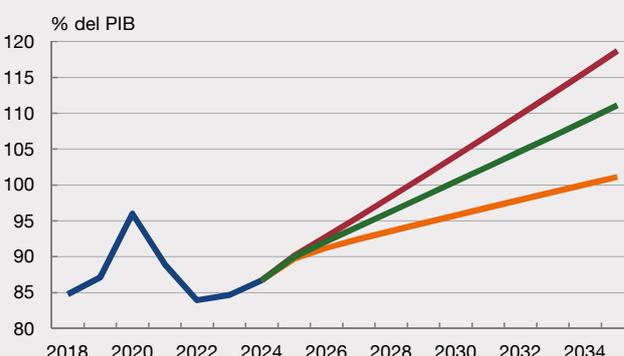


Gráfico 3
México. Saldo primario estructural (a)

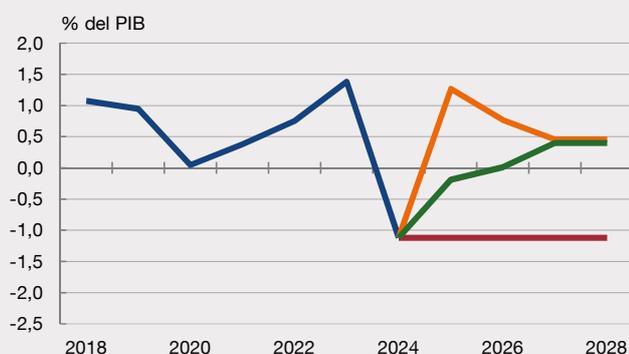
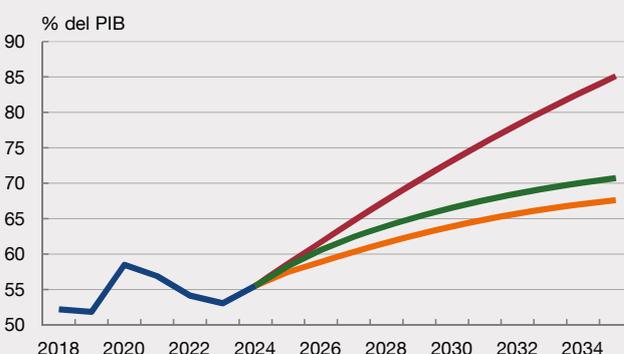


Gráfico 4
México. Deuda pública



- Dato hasta 2023 y previsión del FMI para 2024
- Escenario 1: Saldo primario estructural en niveles de 2024
- Escenario 2: Saldo primario previsto en los presupuestos públicos
- Escenario 3: Saldo primario según las expectativas de los analistas

FUENTES: Banco de España, FMI, Refinitiv, encuestas a especialistas realizadas por los bancos centrales y presupuestos públicos.

a En el año 2028 y posteriores se considera que el saldo primario estructural se mantiene en el mismo nivel que en 2027.

6 En las proyecciones, a partir de 2027, mantenemos los niveles de saldo público primario estructural fijos para todo el horizonte de proyección.

Recuadro 2

ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN BRASIL Y MÉXICO EN LA PRÓXIMA DÉCADA (cont.)

En el caso de México, esto supone un superávit del saldo público primario del 0,9 % en 2025, del 0,5 % en 2026 y del 0,3 % en 2027.

El tercer escenario considerado prevé que en los próximos años el saldo primario estructural se corresponda con las expectativas de los analistas reportadas en las encuestas realizadas por los bancos centrales⁷(véanse de nuevo los gráficos 1 y 3). En el caso de Brasil, estas suponen un déficit primario del 0,6 % en 2025, del 0,5 % en 2026 y de más del 0,3 % en 2027. En el caso de México, estas suponen un déficit primario del 0,4 % en 2025 y del 0,2 % en 2026, y un superávit primario de más del 0,2 % en 2027.

En el caso de Brasil, el primer escenario, mantener el saldo primario estructural en los niveles de 2024 (-0,9 % del PIB) implicaría un crecimiento de la deuda pública de unos 30 puntos porcentuales (pp) en diez años (véase gráfico 2), hasta aproximadamente un 120 % del PIB en 2035. Sin embargo, si el Gobierno consiguiese alcanzar los objetivos del saldo primario anunciados en 2024 (escenario 2), limitaría significativamente el crecimiento de la deuda pública, que sería de unos 15 pp en el mismo horizonte temporal, alcanzando el 100 % del PIB en 2035.

Por último, si el saldo primario evolucionase en línea con las expectativas del consenso de los analistas —el tercer escenario—, la deuda pública aumentaría unos 25 pp, superando el 110 % del PIB en 2035.

En el caso de México, mantener el saldo primario estructural en los niveles de 2024 (-1,1 % del PIB) durante los siguientes años implicaría un crecimiento de la deuda pública parecido al de Brasil en el mismo escenario, es decir, de unos 30 pp en diez años (véase gráfico 4). En el caso de llevar a cabo un ajuste fiscal en línea con el previsto por el Gobierno, el segundo escenario, el crecimiento de la deuda pública sería mucho menor, de alrededor de 10 pp, situándose alrededor del 65 % del PIB en 2035. Por último, si el saldo primario evolucionase en línea con las expectativas del consenso de analistas, el tercer escenario, la deuda pública aumentaría unos 15 pp, situándose alrededor del 70 % del PIB en 2035.

En ambos países, los ajustes fiscales previstos por los Gobiernos (escenario 2) tendrían un impacto considerable sobre el crecimiento económico. En 2025, el crecimiento del PIB de Brasil y México sería, respectivamente, unos 0,7 pp y unos 1,2 pp inferior al escenario donde no se lleva a cabo ningún ajuste fiscal.

7 En Brasil, la nueva regla fiscal en vigor introduce un objetivo de saldo público primario como porcentaje del PIB y mayor flexibilidad para el crecimiento del gasto público primario real. Las encuestas a especialistas llevadas a cabo por el banco central utilizan la misma unidad de referencia. Para poder calcular estos escenarios con la herramienta DSA utilizada, se calibra el *shock* al saldo público primario estructural para alcanzar estos objetivos específicos de saldo público primario. En México, las encuestas a especialistas llevadas a cabo por el banco central reportan datos para los requerimientos financieros del sector público y para el saldo presupuestario. Para poder calcular estos escenarios con la herramienta DSA utilizada, se calibra el *shock* al saldo público primario estructural para alcanzar unos objetivos específicos de saldo público primario calculado asumiendo que los costes financieros pronosticados por los analistas sean iguales a los esperados por el Gobierno.

Recuadro 3

PANORAMA DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE¹

La recaudación tributaria es la fuente de ingresos principal y más estable de los Gobiernos. Supone en torno al 69 % del total de los ingresos de las Administraciones Públicas en los países de América Latina y el Caribe (ALC) [en torno al 86 % en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)]. Los ingresos tributarios permiten planificar y presupuestar eficazmente, facilitando la financiación, por ejemplo, de los servicios públicos esenciales, los proyectos de infraestructura o los programas de gasto social.

La recaudación tributaria en ALC se situó en 2022, último año con datos disponibles, en promedio, en el 21,5 % del PIB². Esta cifra es superior a la de otras regiones emergentes, como África³ (15,6 % en 2021) y Asia y el Pacífico⁴ (19,8 % en 2021), pero resulta muy inferior a la de las economías de la OCDE⁵ (34 %) (véase gráfico 1). El promedio para la región esconde una notable heterogeneidad, con países donde la recaudación tributaria se encuentra en línea con las economías de la OCDE, como Brasil (33,3 % del PIB), Barbados (30,5 %) o Argentina (29,6 %), frente a otros, como Guyana, Panamá o la República Dominicana, donde se sitúa por debajo del 14 % del PIB (véase gráfico 2). La heterogeneidad en el peso de la recaudación tributaria sobre el PIB refleja, en gran medida, el diferente peso del gasto público en los distintos países (véase gráfico 3).

Evolución en las últimas décadas

En perspectiva histórica, la recaudación tributaria se ha incrementado considerablemente en ALC. Así, en términos de PIB, ha aumentado en la región desde el 14,6 % en 1990 hasta el 21,5 % en 2022. A pesar de ello, la brecha con las economías de la OCDE se ha mantenido relativamente estable desde 2007 en alrededor de 12 puntos porcentuales.

Desde 1990, el aumento de los ingresos tributarios se ha visto impulsado principalmente por el incremento del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y los impuestos directos sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y las sociedades (IS), y viene explicado por distintos factores estructurales y coyunturales.

Entre los factores estructurales, la introducción del IVA y sus reformas entre 1990 y 2002 fueron clave para el

aumento de los ingresos por esta figura impositiva, que pasó de suponer el 2 % del PIB en 1990 al 6 % en 2022. Por su parte, entre 2002 y 2008 los ingresos procedentes del IS experimentaron un crecimiento significativo, debido en parte al alza de los precios de las materias primas. La crisis financiera global de 2008 afectó a los ingresos en los años posteriores, aunque el IVA se recuperó más rápidamente que los impuestos sobre la renta. En 2022, la recaudación procedente del IRPF y el IS representaba el 3,3 % y el 6,3 % del PIB, respectivamente.

Composición de la cesta de los impuestos

ALC, al igual que otras regiones emergentes, como Asia-Pacífico o África, depende principalmente de los impuestos indirectos. Así, en 2022, los impuestos indirectos representaron aproximadamente la mitad de los ingresos tributarios totales en ALC (véase gráfico 4). El IVA es la principal fuente de estos ingresos, representando un 28,3 % de la recaudación tributaria total. Por su parte, los impuestos sobre la renta representaron en conjunto el 30,1 % de los ingresos tributarios totales en 2021, desglosados en un 18,8 % proveniente del IS, un 9,2 % del IRPF y un 2,1 % restante correspondiente a impuestos no clasificables entre ambas categorías. De forma similar, en promedio, los ingresos obtenidos por las cotizaciones a la seguridad social (CSS) en ALC fueron de un 16,7 % en 2022.

Esta estructura tributaria de ALC contrasta con la de la OCDE. En promedio, los recursos de las economías de la OCDE descansan menos en los impuestos al consumo, y en particular en el IVA (20,7 % del total de ingresos tributarios). En 2021, las CSS representaron el mayor porcentaje (25,6 % del total de ingresos tributarios), seguidos por el IRPF (16,3 %) y el IS (10,2 %).

Los países de la región de ALC van retrasados en la implementación de impuestos relacionados con el medioambiente, alcanzando los ingresos fiscales ambientales promedio el 0,8 % del PIB en 2022, frente al 1,9 % en la OCDE. Aunque algunos países han introducido impuestos al carbono y otros impuestos ambientales, estos siguen siendo limitados y las tasas de carbono no son lo suficientemente efectivas para reducir significativamente las emisiones.

1 Recuadro realizado en colaboración con el OECD Development Centre.

2 OCDE et al. (2024). *Revenue Statistics in Latin America and the Caribbean 2024*. OECD Publishing.

3 OCDE/AUC/ATAF. (2023). *Revenue Statistics in Africa 2023*. OECD Publishing.

4 OCDE. (2024). *Revenue Statistics in Asia and the Pacific 2024: Tax Revenue Buoyancy in Asia*. OECD Publishing.

5 OCDE. (2023). *Revenue Statistics 2023: Tax Revenue Buoyancy in OECD Countries*. OECD Publishing.

Recuadro 3

PANORAMA DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (cont.)

Foco en el peso de la imposición societaria

El peso de la imposición sobre las empresas en ALC es significativamente mayor que en el promedio de la OCDE. De hecho, el IS es el único impuesto directo que generó ligeramente más ingresos para los países de ALC que para los de la OCDE, representando en 2022 el 3,9% del PIB en ALC, frente al 3,3% de los países de la OCDE en 2021. Los tipos impositivos legales del IS son relativamente elevados: mientras que el tipo promedio de este impuesto

es del 23,6% en la OCDE, en la región de ALC asciende al 24,1% (véase gráfico 5).

Aunque las cifras anteriores son relevantes, resulta importante tener en cuenta otros elementos adicionales para calcular el nivel de imposición efectiva que soportan las empresas. En concreto, las diferencias en la definición de las bases imponibles entre jurisdicciones pueden afectar significativamente a la carga tributaria. Por ejemplo, los sistemas fiscales varían en aspectos como las reglas

Gráfico 1
Recaudación tributaria como porcentaje del PIB, promedios regionales, 1990-2022

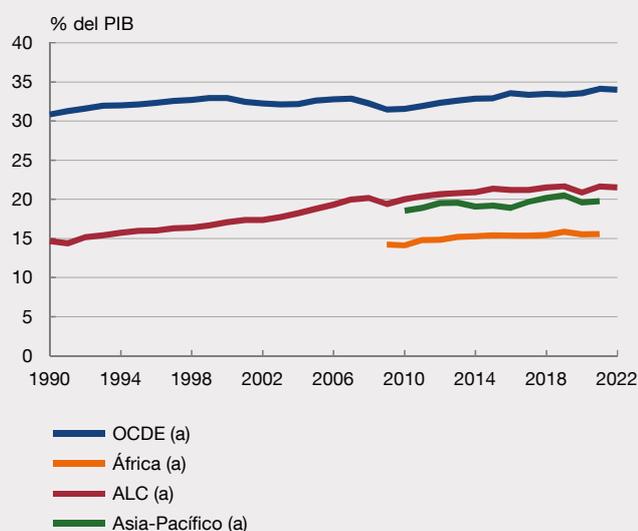


Gráfico 2
Recaudación tributaria como porcentaje del PIB en ALC y promedios regionales. Año 2022

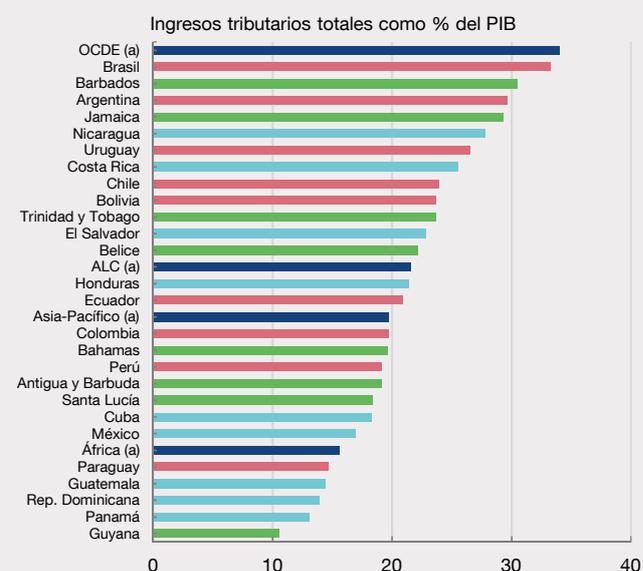
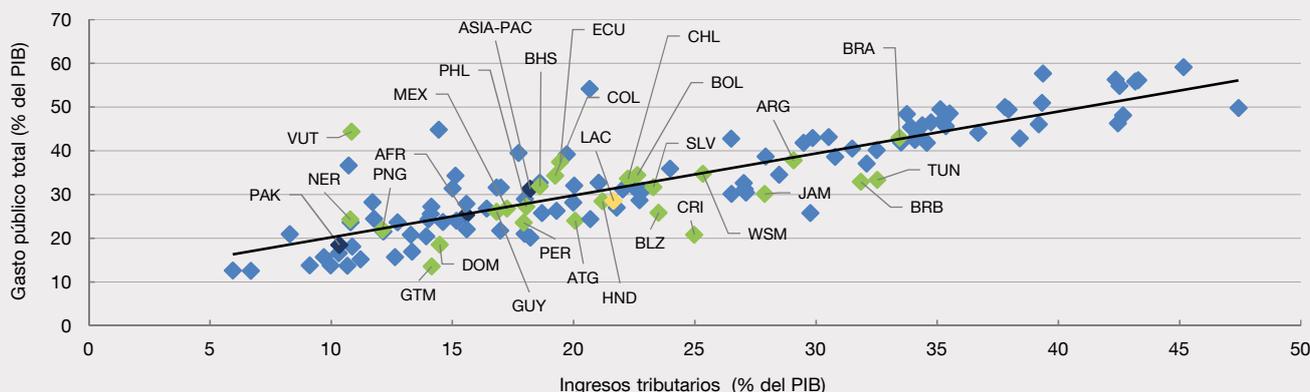


Gráfico 3
Gasto público total e ingresos tributarios como porcentaje del PIB (2021)



FUENTES: OCDE y FMI.

a Los agregados representan los promedios no ponderados de los 38 países miembros de la OCDE, 26 países de ALC (no incluye Cuba y Venezuela), 29 países de la región Asia-Pacífico y 31 países africanos.

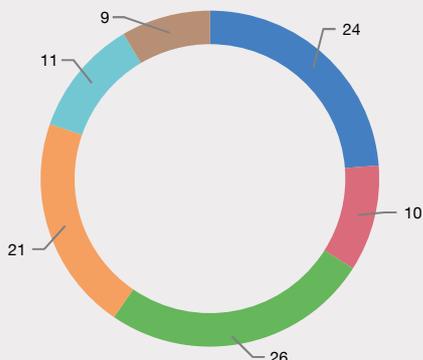
Recuadro 3

PANORAMA DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (cont.)

Gráfico 4
Estructuras tributarias

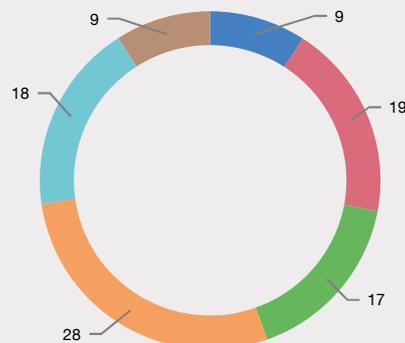
4.a OCDE (a)

% de los ingresos tributarios totales



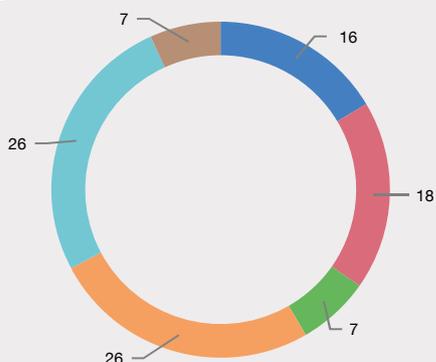
4.b ALC (a)

% de los ingresos tributarios totales



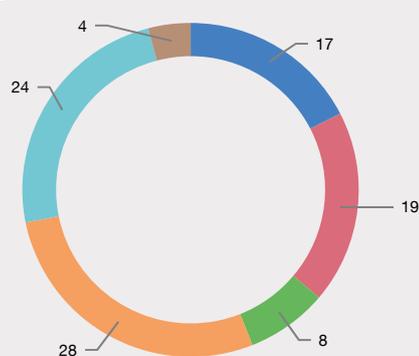
4.c Asia-Pacífico (a)

% de los ingresos tributarios totales



4.d África (a)

% de los ingresos tributarios totales

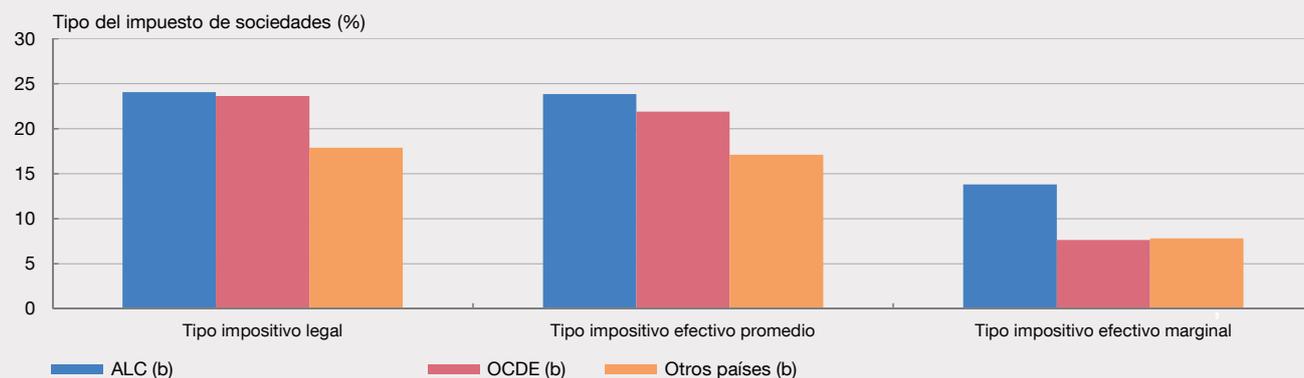


■ Impuesto sobre la renta de las personas físicas
■ Cotizaciones a la seguridad social
■ Otros impuestos sobre bienes y servicios

■ Impuesto a la renta de las sociedades
■ Impuesto sobre el valor añadido
■ Otros impuestos

Gráfico 5

Tipo impositivo legal y tipo impositivo promedio y marginal, año 2021



FUENTE: OCDE.

a Los agregados representan los promedios no ponderados de los 38 países miembros de la OCDE, 26 países de ALC (no incluye Cuba y Venezuela), 29 países de la región Asia-Pacífico y 31 países africanos.

b OCDE: 34 países; América Latina, 21 países; otros países: Europa emergente (9 países), Oriente Medio y Asia central, Asia emergente y África subsahariana (16 países). Promedios no ponderados.

Recuadro 3

PANORAMA DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (cont.)

de depreciación y otras disposiciones fiscales. Para entender estos efectos, es necesario calcular los tipos impositivos efectivos medios⁶ y los tipos efectivos marginales⁷.

De acuerdo con estas métricas, los países de ALC presentan altos tipos impositivos efectivos marginales y promedio. En 2021, la media del tipo impositivo promedio efectivo de los 21 países de ALC fue del 23,9 %, frente al 21,9 % de los países de la OCDE y el 17,1 % de los restantes países mostrados en el gráfico 5. Estos tipos impositivos efectivos promedios son clave para entender el coste de nuevos proyectos de inversión para las empresas. Por su lado, el tipo efectivo marginal en ALC fue del 13,8 %, mientras que en los países de la OCDE se

situó en el 7,6 %. Los tipos efectivos marginales ayudan a entender el coste que tendría para las empresas expandir inversiones ya existentes.

Las altas tasas efectivas se explican por los elevados tipos legales y por que las disposiciones en materia tributaria resultan ser más restrictivas en la región, lo que afecta a la definición de la base imponible del impuesto, ampliándola. Un ejemplo de disposiciones tributarias más restrictivas es el tratamiento dado a la depreciación del *software* en varios países de la región. Mientras que la tasa de depreciación económica anual real del *software* se estima en la literatura en un 40 %, la legislación chilena no permite que el *software* se deprecie y las tasas de depreciación permitidas en Argentina y Bolivia son muy bajas⁸.

6 El tipo impositivo efectivo promedio mide el porcentaje de las ganancias que las empresas destinan al pago del impuesto sobre la renta corporativa. Este indicador puede ayudar a entender si los impuestos están influyendo en las decisiones de las empresas de invertir en nuevos proyectos. Véase Tibor Hanappi, Valentine Millot y Sébastien Turban. (2023). "How does corporate taxation affect business investment? Evidence from aggregate and firm level data". Economics Department Working Papers, 1765, OECD.

7 El tipo impositivo efectivo marginal calcula en qué medida los impuestos aumentan el coste marginal del capital. Este indicador puede ayudar a entender si los impuestos afectan a los incentivos de las empresas para expandir inversiones existentes. Véase Tibor Hanappi, Valentine Millot y Sébastien Turban. (2023). "How does corporate taxation affect business investment? Evidence from aggregate and firm level data". Economics Department Working Papers, 1765, OECD.

8 Cuando los calendarios de depreciación legislados son más lentos que la depreciación económica, dan como resultado tasas efectivas de tributación más altas. Por el contrario, si el calendario de depreciación legislado para un tipo de activo es más rápido que su calendario de depreciación económica, se reducen las bases imponibles del IS y disminuyen las tasas efectivas de tributación.

Recuadro 4

EFFECTOS SOBRE EL CRÉDITO BANCARIO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NACIONALES E INTERNACIONALES

En este recuadro se analiza en qué medida la evolución del crédito bancario en América Latina se ve afectada por los cambios en las políticas monetarias nacionales e internacionales. Esta cuestión tiene especial relevancia en la actualidad porque las diferencias en la conducción de la política monetaria a escala global pueden afectar de manera heterogénea a los sistemas bancarios de la región, que se encuentran muy internacionalizados:

- Por una parte, la región se halla inmersa desde mediados de 2023, con carácter general, en un proceso de relajación de sus políticas monetarias, mientras que en el caso de Estados Unidos tanto los mercados como la propia Reserva Federal **solo esperan una bajada de tipos de interés oficiales en la segunda mitad de este año**. En cuanto al Banco Central Europeo (BCE), si bien redujo en junio el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (pb), los mercados financieros descuentan para los próximos trimestres menos reducciones de los tipos de interés oficiales de lo que se consideraba hace unos meses.
- Por otra parte, la participación de la banca extranjera en países como México, Perú o Chile excede el 35 % del total de créditos y depósitos (véase gráfico 1). Incluso en el caso de Brasil, con una legislación más restrictiva sobre la participación extranjera en la banca nacional, la participación foránea constituye alrededor del 14 % del total de créditos y depósitos.
- Este proceso de internacionalización es el resultado de los esfuerzos de las últimas décadas de varios países de la región para liberalizar sus sistemas financieros nacionales y atraer capital extranjero a sus sistemas bancarios, tras los importantes episodios de crisis financieras experimentados durante los años noventa, cuando la participación de la banca extranjera en los créditos nacionales era testimonial¹. Entre los bancos

privados internacionales con presencia en América Latina, la banca española lidera actualmente la cuota de mercado, con presencia del Banco Santander en México, Brasil y Chile, y del BBVA en México y Perú^{2,3}.

Según la literatura económica, la política monetaria de los bancos centrales de las principales economías globales puede afectar al crédito que proporcionan los bancos nacionales, por distintos motivos:

- En primer lugar, porque afecta al coste de la financiación externa de los bancos. Esto sería particularmente importante para los bancos extranjeros que operan en la región mediante sucursales que pueden depender de la financiación proveniente de sus matrices⁴. No lo sería tanto para aquellos bancos extranjeros que operan con un modelo de filiales independientes que se financian en el mercado nacional, como es el caso de los de capital español⁵. Además, los bancos que operan en países que tienen sistemas bancarios con cierto grado de dolarización también dependen en gran medida de la financiación externa para otorgar crédito a escala local⁶.
- En segundo lugar, porque puede afectar a la demanda de crédito local, al impactar sobre los precios de los activos financieros, los tipos de cambio y las entradas de capital en los países emergentes.
- Asimismo, en economías pequeñas y abiertas, los bancos centrales suelen ajustar sus tipos de interés en respuesta a la política monetaria de la Reserva Federal, para mitigar salidas de capitales y evitar depreciaciones cambiarias y su traslación a la inflación nacional⁷.
- Por el contrario, también existe evidencia de que los bancos centrales de ciertos países emergentes pueden reaccionar reduciendo sus tipos de interés oficiales para lidiar con los posibles efectos recesivos

1 En 1990, el porcentaje de créditos de la banca extranjera era nulo en Perú, del 0,7 % en México, del 14,3 % en Chile y del 3,8 % en Brasil. Véase Departamento Monetario y Económico. (2007). "Evolución de los sistemas bancarios en América Latina y el Caribe: retos e implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera". BIS Papers, 33, Bank for International Settlements.

2 Véanse las notas de **indicadores macrofinancieros**, donde se describe con más detalle la estructura bancaria en estos países.

3 Cabe mencionar que, aunque no forma parte del grupo de países analizados en este recuadro, en Colombia el BBVA también mantiene una significativa cuota de mercado, ocupando la cuarta posición en 2023.

4 Véanse F. Brauning y V. Ivashina. (2020). "U.S. monetary policy and emerging market credit cycles". *Journal of Monetary Economics*, 112, pp. 57-76, y B. Morais, J.-L. Peydró, J. Roldán-Peña y C. Ruiz-Ortega. (2019). "The international bank lending channel of monetary policy rates and QE: Credit supply, reach-for-yield, and real effects". *The Journal of Finance*, 74(1), pp. 55-90.

5 I. Argimon, C. Bonner, R. Correa, P. Duijm, J. Frost, J. de Haan, L. de Haan y V. Stebunovs. (2019). "Financial institutions' business models and the global transmission of monetary policy". *Journal of International Money and Finance*, vol. 90, pp. 99-117.

6 Véanse Miguel Acosta-Henao, María A. Amado, Montserrat Martí y David Pérez-Reyna. (2024). "Heterogeneous UIP Deviations Across Firms: Spillovers from U.S. Monetary Policy Shocks", Banco de España, mimeo, y C. Giraldo, I. Giraldo y J. Gomez-Gonzalez. (2024). "U.S. monetary policy shocks and bank lending in Latin America: evidence of an international bank lending channel". *Applied Economics Letters*, 1-5.

7 G. Huertas. (2022). "Why Follow the Fed? Monetary Policy in Times of U.S. Tightening". IMF Working Papers, 243, International Monetary Fund.

Recuadro 4

EFFECTOS SOBRE EL CRÉDITO BANCARIO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NACIONALES E INTERNACIONALES (cont.)

de un tensionamiento de las condiciones financieras internacionales, que podría ser consecuencia de una contracción monetaria en Estados Unidos⁸.

Para discernir el impacto cuantitativo tanto de las políticas monetarias de las principales economías globales (de la Reserva Federal de Estados Unidos y del BCE) como de

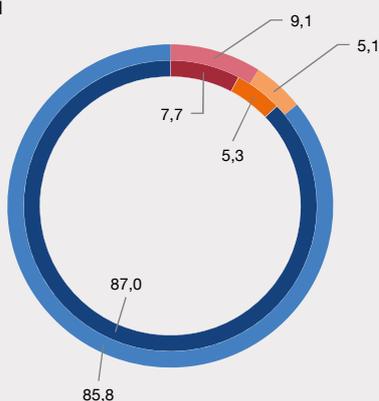
las nacionales (de los bancos centrales de la región) sobre el crédito proporcionado en algunas de las principales economías de América Latina, se plantea el siguiente ejercicio:

- Se estima un modelo econométrico⁹ para determinar en qué medida las dinámicas del saldo de crédito de

Gráfico 1
Composición de los créditos y depósitos por origen del banco (a)

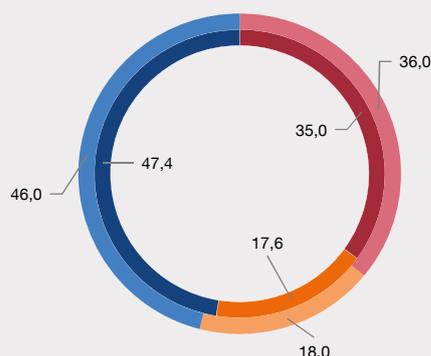
1.a Brasil

% del total



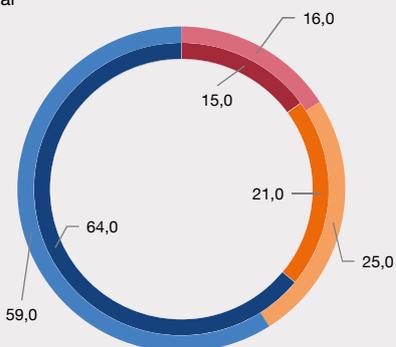
1.b México

% del total



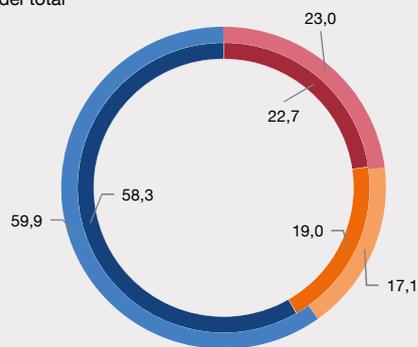
1.c Chile

% del total



1.d Perú

% del total



■ Banca española ■ Resto de banca privada de capital extranjero ■ Bancos locales

FUENTES: Autoridades monetarias y supervisoras y Banco de España.

a La circunferencia interior muestra la composición de créditos, mientras que la circunferencia exterior muestra la composición de depósitos.

8 P. De Leo, G. Gopinath y Ş. Kalemli-Ozcan. (2023). "Monetary policy cyclicality in emerging economies". NBER Working Paper Series, 30458, National Bureau of Economic Research.

9 Este modelo consiste en un panel dinámico en el que el volumen del saldo de crédito otorgado por un banco determinado en un trimestre determinado y que opera en un país determinado de la región está explicado por el crédito en el período anterior y por las perturbaciones de las políticas monetarias interior y externa —ya sea de la Reserva Federal o del BCE—, además de por variables fundamentales macroeconómicas internas y externas, por variables que reflejan las características del banco que concede el crédito y por otros factores técnicos, como los efectos no observables a nivel de banco, país y período.

Recuadro 4

EFFECTOS SOBRE EL CRÉDITO BANCARIO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NACIONALES E INTERNACIONALES (cont.)

los bancos se ven afectadas por las políticas monetarias.

- Se utilizan datos bancarios que publican las autoridades monetarias y supervisoras de Brasil, México, Chile y Perú¹⁰.
- Las perturbaciones de política monetaria (nacionales y foráneas) se aproximan por residuos de reglas de Taylor¹¹.
- Para el caso de las perturbaciones de política monetaria nacionales en los cuatro países de la región, se utilizan los tipos de interés oficiales de política monetaria, mientras que las perturbaciones de política monetaria foránea se calculan a partir de los llamados «tipos sombra»¹², que capturan el efecto sobre el tono de la política monetaria de las medidas no convencionales adoptadas en el período en el que los tipos de interés oficiales alcanzaron su límite inferior efectivo.
- En el análisis se distingue a los bancos dependiendo del origen de su capital¹³: bancos de capital nacional y bancos de capital extranjero, y en este último grupo se distingue si el origen del capital es español u otro. Esta distinción es relevante en la medida en que los bancos de capital español, en general a diferencia de los de otras geografías, siguen un modelo de negocio de banca multinacional en el que predomina el desempeño de las filiales autónomas¹⁴ y, por tanto, se comportan de manera similar a los bancos de

capital local en su modo de financiación. Esta clasificación nos permite evaluar si las sorpresas de política monetaria tienen un efecto diferenciado sobre el crédito otorgado por estos grupos de bancos.

Los principales resultados de este ejercicio se muestran en el gráfico 2 y son los siguientes:

- Un aumento inesperado de 1 punto porcentual (pp) de los tipos de interés oficiales de los bancos centrales nacionales de los países considerados de América Latina genera, en promedio, una reducción de un 0,42 % en el volumen de crédito otorgado por los bancos que operan en la región. Este efecto es independiente del origen del capital del banco comercial que concede el crédito.
- El mismo aumento del tipo de interés de la Reserva Federal también produce una reducción en el volumen de crédito otorgado, pero esta es mucho más elevada, del 1,8 %, frente al 0,42 % del caso anterior. Esto puede deberse a que, dado que la política monetaria de Estados Unidos influye de manera significativa en el ciclo financiero global, las condiciones financieras de las economías de América Latina pueden verse endurecidas de manera adicional por varias razones: a) porque aumente el coste de la financiación externa de los bancos y la economía en general¹⁵; b) porque la exposición de los sistemas bancarios locales al ciclo financiero global limite la transmisión de la política

10 El período de análisis comienza en el primer trimestre de 2000 para Brasil, el primer trimestre de 2004 para Perú y el primer trimestre de 2008 para México y Chile. La muestra abarca hasta el último trimestre de 2023 e incluye a la mayoría de los bancos que operan en dichos países en cada período. Estos son un total de 105 bancos: 16 bancos en Perú, 25 en Chile y 44 en México. Para el caso específico de Brasil, por simplicidad, y dada la gran cantidad de instituciones financieras, se escogieron los 21 bancos con mayor participación, excluyendo pequeñas instituciones financieras con participación mínima en el crédito total.

11 Para el caso de las sorpresas monetarias nacionales, la regla de Taylor responde a variables nacionales, como son el crecimiento anual del PIB real y la variación anual del índice de precios de consumo, y las mismas variables correspondientes a Estados Unidos. Por otro lado, los residuos para la Reserva Federal y el BCE se construyen sobre una regla de Taylor que responde solo a variables nacionales. Véase B. Morais, J.-L. Peydró, J. Roldán-Peña y C. Ruiz-Ortega. (2019). "The international bank lending channel of monetary policy rates and QE: Credit supply, reach-for-yield, and real effects". *The Journal of Finance*, 74(1), pp. 55-90.

12 *Shadow rates* en inglés: véase J. Wu y F. D. Xia. (2016). "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound". *Journal of Money, Credit, and Banking*, 48(2-3), pp. 253-291.

13 En el modelo econométrico, la diferenciación se introduce interactuando unas variables ficticias que recogen el origen del capital con las perturbaciones de política monetaria, lo que permite evaluar si estas últimas tienen un efecto diferenciado sobre los créditos dependiendo del origen del capital del banco.

14 Isabel Argimón. (2019). "Estrategias de internacionalización de la banca española: comparación y características". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2019, Artículos Analíticos.

15 En períodos de endurecimiento monetario por parte de la Reserva Federal, se observa también un aumento de las primas de riesgo, lo que incrementa el coste de financiación externa de los bancos y el resto de los agentes económicos de las economías emergentes.

Recuadro 4

EFFECTOS SOBRE EL CRÉDITO BANCARIO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NACIONALES E INTERNACIONALES (cont.)

monetaria nacional a corto plazo^{16,17}, y c) porque existen segmentos del crédito, como las líneas de crédito para el apoyo a la exportación, que tienen tipos indexados a los tipos de interés de referencia internacional y que responden, por tanto, casi inmediatamente a los cambios en las condiciones de financiación globales¹⁸.

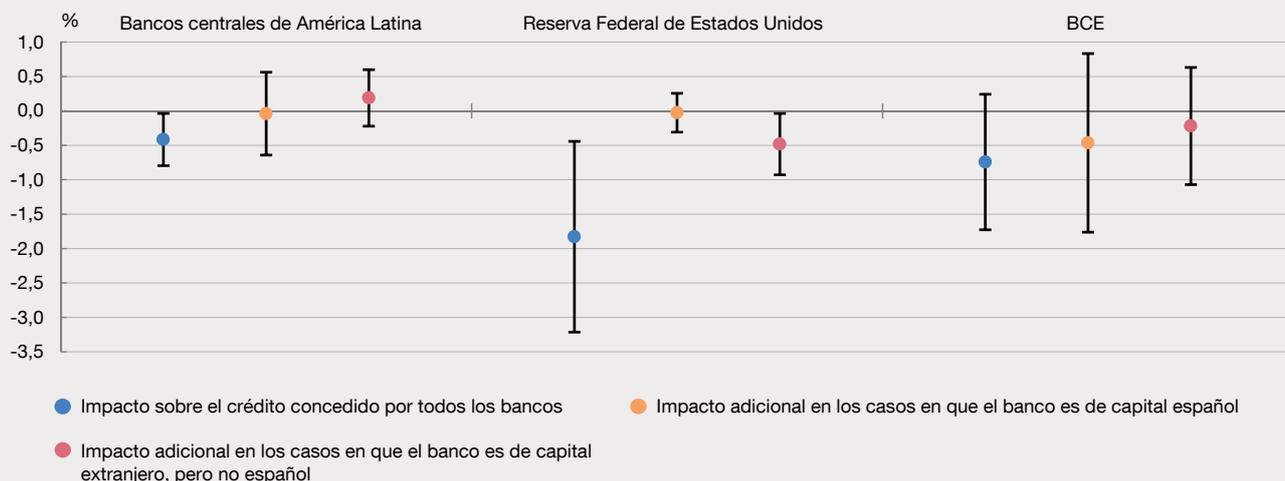
— Además, en el caso de la sorpresa de política monetaria de la Reserva Federal, se encuentra que la caída del crédito concedido por los bancos de capital extranjero no español (en su mayoría de Estados Unidos) es superior a la del resto en 0,5 pp. Así, la reducción del volumen de crédito de estos bancos ascendería al 2,3%, frente al 1,8% del resto. Esta

mayor exposición a las sorpresas monetarias de la Reserva Federal puede venir explicada por el mayor grado de dependencia que tienen de la financiación externa —*cross-border*—. Un resultado en línea con lo que se encuentra en otros trabajos publicados¹⁹.

— Finalmente, con respecto al impacto de un aumento de los tipos por parte del BCE, aunque también se observa un impacto negativo sobre el crédito concedido, este no resulta ser estadísticamente significativo. Esto es, a partir de las estimaciones realizadas no se puede inferir que el volumen de crédito otorgado por los bancos que operan en América Latina se vea afectado de manera significativa por los cambios en la política monetaria del BCE.

Gráfico 2

Impacto sobre el saldo del crédito bancario de un aumento en 1 pp de los tipos de interés oficiales de política monetaria (a)



FUENTE: Estimaciones propias a partir de datos de las autoridades monetarias y supervisoras.

a Los puntos en este gráfico muestran los impactos estimados sobre el crédito concedido por las entidades bancarias de América Latina de aumentos de 1 pp en los tipos de interés oficiales de los bancos centrales de la región, de la Reserva Federal de Estados Unidos y del BCE. Se representan también los efectos adicionales sobre los bancos de capital extranjero, distinguiendo entre los de origen español y los de otro origen. Las líneas corresponden a un intervalo de confianza del 90%.

16 P. De Leo, G. Gopinath y Ş. Kalemli-Ozcan. (2023). "Monetary policy cyclical in emerging economies". NBER Working Paper Series, 30458, quienes muestran evidencia de esta desconexión entre tipos de interés de mercado y tipos de interés oficiales nacionales, utilizando datos para economías emergentes.

17 Los efectos estimados en este ejercicio son a tres meses, mientras que la evidencia muestra que, en economías emergentes, la política monetaria suele alcanzar su efecto máximo en variables reales, en promedio, en ocho trimestres. Véase Pragyant Deb, Julia Estefanía-Flores, Melih Firat, Davide Furceri y Siddharth Kothari. (2023). "Monetary Policy Transmission Heterogeneity: Cross-Country Evidence". IMF Working Papers, 204, International Monetary Fund.

18 El banco central de Brasil documenta esta alta correlación entre líneas de crédito exportador y los tipos de interés de referencia internacional, como el *libor* (véase *Informe de Estabilidad Financiera*, abril 2024, vol. 23, Banco Central de Brasil).

19 Un aumento de una desviación estándar del índice VIX —altamente correlacionado con el tipo de política monetaria de la Reserva Federal— genera una reducción del 2% en el crédito: véase A. Galindo, A. Izquierdo y L. Rojas-Suárez. (2010). "Financial Integration and Foreign Banks in Latin America. How Do They Impact the Transmission of External Financial Shocks?". IDB Working Paper Series, 116, Inter-American Development Bank.

Recuadro 4

EFFECTOS SOBRE EL CRÉDITO BANCARIO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NACIONALES E INTERNACIONALES (cont.)

En resumen, en este recuadro se proporciona, en primer lugar, una estimación del efecto contractivo sobre el crédito concedido por las entidades bancarias de América Latina ante un endurecimiento de la política monetaria de los bancos centrales de la región: un aumento de 1 pp en los tipos de interés llevaría a una reducción del 0,42 % en el crédito. En segundo lugar, se muestra que el efecto contractivo de la política monetaria de la Reserva Federal sería incluso superior, del 1,8 %, y que, además, los bancos de capital extranjero no español incluso

amplificarían esta caída (2,3 %). En tercer lugar, no se halla evidencia de este efecto amplificador para los bancos de capital español, lo que resulta coherente con el modelo de negocio de filiales autónomas de estos bancos, que hace que reaccionen a este tipo de perturbaciones externas de una manera similar a los bancos de capital local. Finalmente, no se encuentra evidencia significativa de que un endurecimiento de la política monetaria del BCE afecte de manera significativa al crédito concedido por los bancos de América Latina.

Cómo citar este documento

Banco de España. Departamento de Economía Internacional y Área del Euro. (2024). *Informe de Economía Latinoamericana*. 1.^{er} semestre 2024. <https://doi.org/10.53479/37273>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.
© Banco de España, Madrid, 2024