

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

2.º semestre
2023



Editorial

La actividad económica se desaceleró en América Latina en 2023, hasta el entorno del 2 %, frente al 3,6 % del año anterior, con una notable heterogeneidad por países. Este menor crecimiento se debió, principalmente, a la menor demanda interna causada por los efectos acumulados de la política monetaria restrictiva y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, en un contexto de elevada inflación, y a un entorno exterior menos favorable. Para 2024 se espera que la actividad avance a un menor ritmo, algo inferior al 1,5 %, con la notable excepción de Argentina, donde se anticipa una fuerte contracción de la economía. Persisten algunos riesgos a la baja sobre el crecimiento económico, principalmente de naturaleza externa: que la política monetaria de Estados Unidos sea más restrictiva de lo esperado por los mercados y que la economía china se desacelere más intensamente de lo previsto. A medio plazo, las perspectivas de crecimiento potencial de la región se mantienen alrededor del 2 %, por debajo de lo estimado para otras áreas emergentes.

La inflación ha seguido moderándose en la región en los últimos trimestres de manera generalizada, y se espera que continúe haciéndolo, aunque de forma muy gradual, hasta situarse dentro de los rangos objetivo de los bancos centrales en 2024. El ritmo de moderación de la variación de los precios en un futuro dependerá, principalmente, de la intensidad con la que se reduzca la inflación de servicios —que está mostrando una cierta resistencia a la baja con carácter general—, de que se relajen las presiones sobre los precios de los alimentos —que han aumentado mucho más que el resto de los precios de la cesta de consumo y presentan riesgos al alza vinculados al fenómeno meteorológico de El Niño— y de que la política fiscal adquiera un tono coherente con el tono contractivo de la política monetaria.

En este contexto económico, los principales bancos centrales de la región con objetivo de inflación, con la excepción de México, comenzaron a reducir los tipos de interés oficiales en el segundo semestre de 2023. En el futuro próximo, los bancos centrales afrontan el reto de calibrar la intensidad del ciclo de relajación monetaria en función de la evolución de la inflación, con el condicionante externo que suponen las decisiones en este ámbito que se adopten en otras jurisdicciones, en particular en Estados Unidos.

En línea con los recortes de los tipos de interés oficiales, las condiciones financieras han comenzado a relajarse en la región y el comportamiento de los mercados financieros ha seguido siendo más favorable que en otras regiones emergentes. En el ámbito del sector bancario, el crecimiento del crédito se moderó en 2023 de forma prácticamente generalizada, debido a la debilidad de la demanda y a unas condiciones de concesión más restrictivas. Se observó también un aumento de los préstamos fallidos, especialmente en el crédito a empresas. No obstante, en conjunto, los indicadores disponibles siguen señalando que los riesgos para el sector bancario se mantienen muy contenidos.

Resulta destacable el aumento generalizado de la vulnerabilidad de las finanzas públicas, derivado de los elevados niveles de deuda pública y de déficits estructurales con respecto a las décadas

más recientes. A ello se suman las dinámicas adversas previstas para los pagos por intereses de la deuda, las bajas tasas de crecimiento observadas —y esperadas— y las incertidumbres existentes sobre la aplicación efectiva de los marcos de reglas fiscales.

El cumplimiento de estos marcos y la implementación de medidas estructurales que eleven el crecimiento potencial son dos de los principales retos a los que se enfrenta la región. En este sentido, con alguna excepción, no se están acometiendo reformas de calado para afrontar los principales retos estructurales, como el demográfico o el climático. La implementación de reformas podría verse favorecida a corto plazo por una cierta relajación de las tensiones políticas y sociales, de acuerdo con los indicadores disponibles. Además, algunos países podrían beneficiarse de la compleja situación geopolítica global si se consolidara una incipiente tendencia —observada en algunos datos cualitativos— al aumento de la localización en dichos países de actividades productivas por parte de empresas multinacionales (*nearshoring*). Esto tendría efectos beneficiosos a través, sobre todo, del aumento de las entradas de flujos de inversión extranjera directa.

En el Informe se incluyen tres recuadros. El primero describe de manera somera los principales desarrollos recientes que afectan a la economía argentina, tras las elecciones presidenciales de finales del año pasado, y las medidas planteadas por el nuevo Gobierno para hacer frente a los desequilibrios económicos del país. El segundo recuadro analiza las principales características del sector asegurador en América Latina y apunta al margen de profundización y desarrollo existente en la región, en particular por las nuevas necesidades de aseguramiento derivadas del cambio climático, como en otras regiones del mundo, y por el aumento de los eventos catastróficos naturales, a los que la región se encuentra particularmente expuesta. Por último, en el tercer recuadro se presentan algunos rasgos básicos de la inmigración de Centroamérica y la República Dominicana hacia España en los últimos años, donde esta ha experimentado un notable incremento, debido, entre otros factores, a la mejora de la situación económica española (*pull factor*) y a la materialización de algunos episodios de inestabilidad social y política en los países de origen (*push factor*).

Informe

Índice

Actividad económica

- 1 La actividad económica de la región se desaceleró en 2023, con una notable heterogeneidad por países, y el consenso de los analistas espera un menor crecimiento en 2024 5
- 2 En 2024, las brechas de producción pasarían a ser negativas o nulas en la mayoría de los países de la región, lo que apoyaría el proceso de reducción de la inflación 6
- 3 Los principales riesgos externos para el crecimiento de la región son una eventual política monetaria más restrictiva de lo esperado en Estados Unidos y una desaceleración adicional en China 7

Inflación

- 4 En América Latina, la inflación ha seguido moderándose en los últimos trimestres, de forma gradual, con heterogeneidad por componentes, donde los servicios mantienen una mayor resistencia a la baja... 8
- 5 ... y existen diferencias entre los principales países de la región en el proceso de desinflación 9
- 6 A pesar de la reducción reciente de la tasa de inflación del componente de alimentos, es probable que esta se mantenga en niveles elevados en los próximos trimestres 10
- 7 Además, persisten los riesgos inflacionistas derivados del fenómeno El Niño, aunque estos serán relevantes solo para algunos países 11
- 8 En cualquier caso, se espera que continúe el proceso gradual de reducción de la inflación en los próximos trimestres y que se alcancen los rangos objetivo de los bancos centrales en 2024 12

Política monetaria y condiciones financieras

- 9 A medida que ha avanzado el proceso de reducción de la inflación, la mayoría de los bancos centrales de la región, al igual que otras áreas emergentes, han iniciado un ciclo de relajación monetaria 13
- 10 El proceso de relajación de la política monetaria se verá condicionado por las decisiones en este ámbito que se adopten en otras jurisdicciones, en particular en Estados Unidos 14
- 11 En línea con el ciclo de recortes de tipos de interés oficiales, las condiciones financieras han comenzado a relajarse recientemente 15

Sistemas bancarios

- 12 El crecimiento del crédito se moderó por factores de oferta y demanda 16
- 13 El apalancamiento de los bancos se mantuvo en niveles similares a los de 2019, así como su exposición al sector público 17
- 14 Los riesgos derivados de la operativa frente a no residentes y en moneda extranjera habrían disminuido 18
- 15 Los préstamos de dudoso cobro aumentaron de nuevo, especialmente en el segmento de empresas 19
- 16 Los riesgos para los sistemas bancarios se mantienen limitados 20

Política fiscal

- 17 El tono de la política fiscal se ha relajado en aquellos países que habían realizado mayores ajustes fiscales 21
- 18 Persisten los déficits estructurales, y la carga de intereses se incrementa, manteniendo la deuda pública en niveles elevados... 22
- 19 ... lo que, sumado a las bajas tasas de crecimiento esperadas, contribuye a aumentar la vulnerabilidad de las finanzas públicas 23
- 20 Dada esa vulnerabilidad de las finanzas públicas, cobra especial importancia la aplicación de los marcos de reglas fiscales para garantizar su sostenibilidad... 24
- 21 ... cuyo cumplimiento llevaría a unas dinámicas de deuda pública de la región estables a medio plazo, sobre todo si van acompañadas de reformas estructurales 25

Desafíos y oportunidades

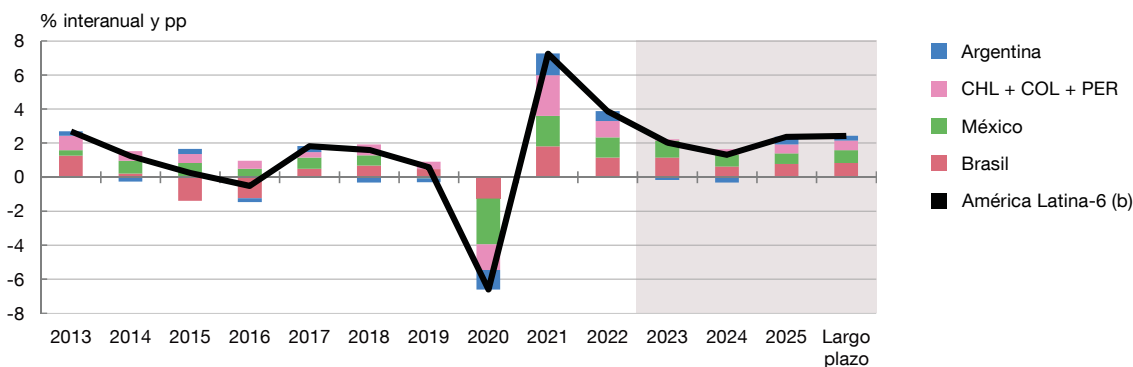
- 22 Existe margen para diseñar reformas que permitan afrontar algunos retos, como el demográfico o el climático 26
- 23 El desarrollo de las reformas podría verse favorecido por cierta relajación reciente de las tensiones sociales y políticas 27
- 24 Además, algunos países de la región podrían beneficiarse a medio plazo de la compleja situación geopolítica global si se materializaran ciertas tendencias incipientes en la localización de empresas multinacionales 28

1 La actividad económica de la región se desaceleró en 2023, con una notable heterogeneidad por países, y el consenso de los analistas espera un menor crecimiento en 2024

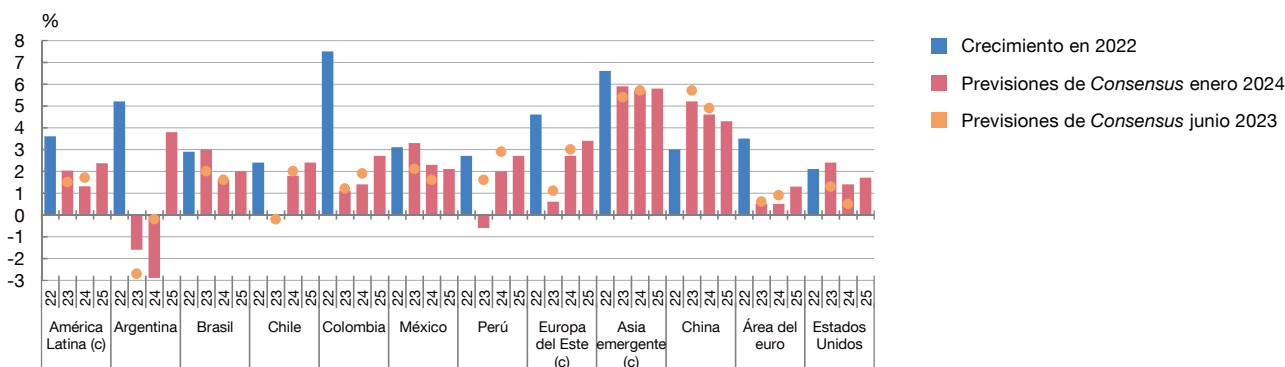
- El avance de la actividad económica de la región fue cercano al 2% en 2023, frente al 3,6% de 2022, como consecuencia de una desaceleración, o mantenimiento del crecimiento, generalizada por países (véanse gráfico 1 y cuadro 2). No obstante, el dinamismo fue mayor de lo esperado hace seis meses en Brasil —por la agricultura—, México —por la inversión— y Argentina —aunque registró una importante caída (véase recuadro 1)—.
- Para 2024, el consenso de los analistas anticipa un menor avance de la actividad (1,3%), algo inferior al de otras áreas emergentes, y 4 décimas inferior al previsto a mediados de 2023, especialmente por la fuerte revisión a la baja para Argentina. Para el resto de las economías, con respecto a junio, las mejores perspectivas para los precios de algunas materias primas producidas en la región, para el crecimiento de Estados Unidos y para la política monetaria de la región (menos restrictiva) se verían compensadas por el menor dinamismo esperado para China, entre otros factores. El consenso de los analistas apunta a que en 2025 el crecimiento se situaría ligeramente por encima del crecimiento potencial del 2%.

Gráfico 1

1.a Contribuciones al crecimiento del PIB en América Latina-6 (a)



1.b Previsiones de crecimiento del PIB para 2023, 2024 y 2025



FUENTES: Refinitiv y Consensus Forecasts.

a Previsiones de Latin American Consensus Forecasts para 2023, 2024 y 2025 y a largo plazo (de 2029 a 2033).

b Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, ponderado por el PIB en PPP.

c América Latina: Argentina, 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.

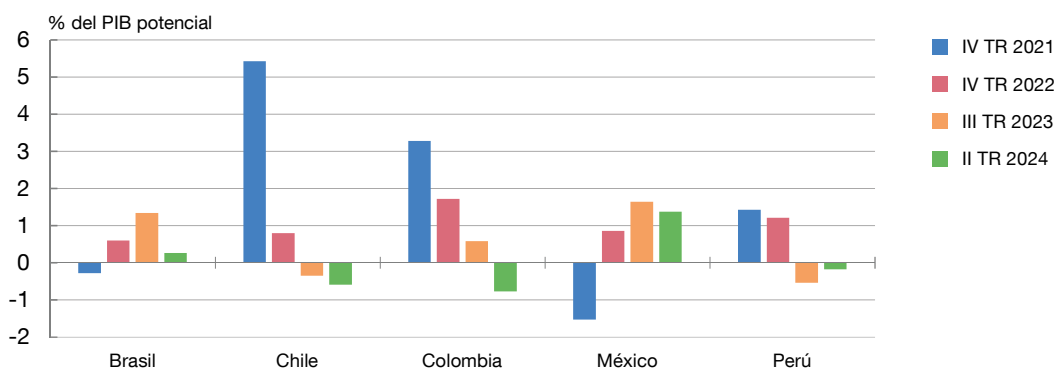


2 En 2024, las brechas de producción pasarían a ser negativas o nulas en la mayoría de los países de la región, lo que apoyaría el proceso de reducción de la inflación

- Las dinámicas recientes del crecimiento han llevado a que las economías brasileña y mexicana ampliaran sus brechas de producción positivas en 2023, mientras que las andinas las redujeron, hasta pasar a ser negativas en el caso de Chile y Perú, de acuerdo con las estimaciones realizadas por el Banco de España (véase gráfico 2.a).
- Para la primera mitad de 2024 se cerraría algo la brecha de producción de México, aunque seguiría en territorio claramente positivo, lo cual podría ser coherente con la cautela del banco central de México a la hora de comenzar a relajar su política monetaria (véase ficha 9). La de Brasil también se reduciría, hasta hacerse prácticamente nula, mientras que pasaría a ser negativa en Colombia y se mantendría en ese territorio para Chile y Perú.
- 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 algunas matizaciones¹.

Gráfico 2

2.a Brechas de producción en América Latina (a)



FUENTES: Refinitiv, *LatinFocus Consensus* y Banco Central Europeo.

a La tendencia de las economías se calcula utilizando el filtro de Hodrick Prescott de dos bandas con un parámetro de suavización de 1600. Para ello se consideran los datos publicados de PIB desde el primer trimestre de 2000 hasta el tercero de 2023 y las previsiones de crecimiento del PIB de acuerdo con *LatinFocus* (enero de 2024) para el período desde el cuarto trimestre de 2023 hasta el cuarto de 2024.



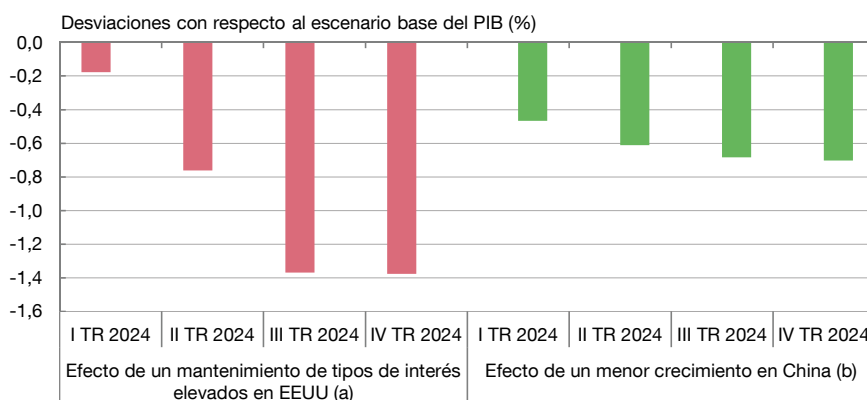
1 El banco central de Brasil considera que la brecha de producción sería algo menor, en territorio negativo (véanse páginas 59 y 60 del *Relatório de Inflação*, 25(4), del banco central de Brasil). El banco central de México estima que la brecha sería positiva, usando también un método estadístico similar al empleado en los cálculos del Banco de España. No obstante, dicha brecha se mantendría en niveles similares a los del tercer trimestre de 2023 hasta el primer semestre de 2024, como consecuencia de proyectar un mayor crecimiento que el consenso de analistas (véase página 110 del *Informe Trimestral*, Julio-Septiembre 2023, del banco central de México).

3 Los principales riesgos externos para el crecimiento de la región son una eventual política monetaria más restrictiva de lo esperado en Estados Unidos y una desaceleración adicional en China

- En el ámbito interno, el principal riesgo para la actividad económica de la región provendría de una disminución más lenta de lo previsto de la inflación (sobre las dinámicas esperadas para la inflación, véanse las fichas 4-8), dadas las consecuencias que esto tendría sobre la renta disponible de las familias —minorándola— y sobre la conducción de la política monetaria nacional —eventualmente, haciéndola más restrictiva— (véase ficha 9).
- Con respecto a los riesgos externos, la materialización de una senda de tipos de interés en Estados Unidos en línea con la que proyectan los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal, que es más restrictiva que la que descuentan los mercados financieros [75 puntos básicos (pb) de bajada del tipo oficial en 2024, frente a 150 pb], podría llevar, de acuerdo con un modelo de simulación del Banco de España², a que a finales de 2024 el PIB de América Latina se situara un 1,4 % por debajo de lo esperado por el consenso de los analistas (véase gráfico 3.a).
- Por su parte, una desaceleración adicional del crecimiento económico en China, ligada, por ejemplo, a una agudización de los problemas de su sector inmobiliario y sus potenciales efectos arrastre sobre el resto de la economía, sería otro riesgo a la baja sobre los niveles de actividad de la región, dados los importantes lazos comerciales existentes. Se estima que una desaceleración transitoria de la actividad económica en China de 1 punto porcentual reduciría en 2024 el nivel del PIB en 0,7 % en la región.

Gráfico 3

3.a Efectos externos sobre el crecimiento de América Latina



FUENTES: Alonso, Santabárbara y Suárez-Varela (2023) y Banco de España.

- a Se simula el impacto de una evolución de los tipos de interés en Estados Unidos de acuerdo con lo esperado por la encuesta a los miembros del FOMC (que anticipan una reducción de 75 pb a lo largo del año), en vez de lo esperado por los mercados de futuros (150 pb). En la simulación se supone que las desviaciones de los recortes de los tipos de interés ocurren en los primeros tres trimestres de 2024. Se extrapola a América Latina a partir de resultados para Brasil y México.
- b Se reporta el impacto de un menor crecimiento en China utilizando el modelo NiGEM. Para más detalles, véase Irma Alonso, Daniel Santabárbara y Marta Suárez-Varela. (2023). “Los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China y sus canales de transmisión”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 06. Se extrapola a América Latina a partir de resultados para Brasil y México.



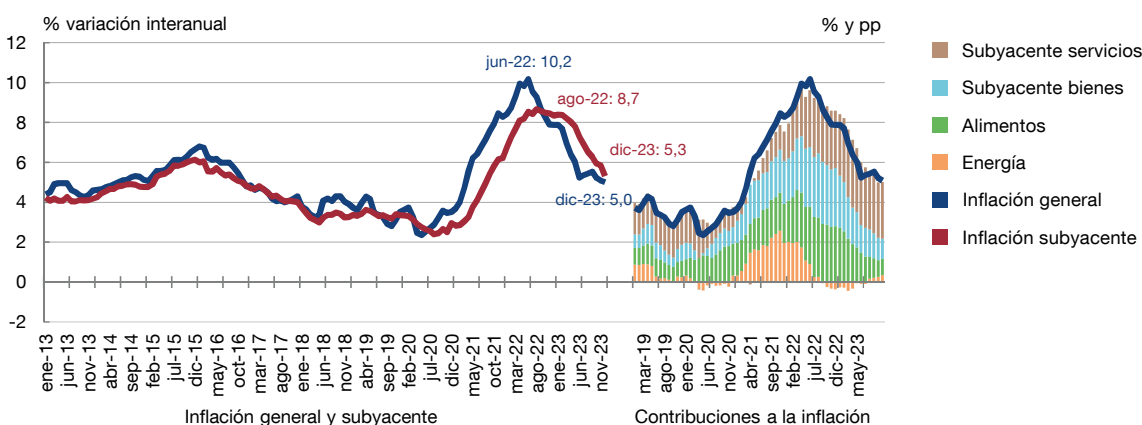
2 De acuerdo con las estimaciones del impacto que han tenido históricamente las perturbaciones monetarias en Estados Unidos sobre el PIB de Brasil y México. Estas perturbaciones se obtienen siguiendo a René Fry y Adrian Pagan. (2011). “Sign Restrictions in Structural Vector Autoregressions: A Critical Review”. *Journal of Economic Literature*, 49(4), pp. 938-960, y a Marek Jarocinski y Peter Karadi. (2020). “Deconstructing Monetary Policy Surprises—The Role of Information Shocks”. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2), pp. 1-43. En un segundo paso se estima el impacto sobre el PIB de cada país utilizando regresiones a distintos horizontes temporales (*local projections*) en las que se instrumenta el tipo de interés a corto plazo de Estados Unidos con los dos tipos de perturbaciones monetarias simultáneamente.

4 En América Latina, la inflación ha seguido moderándose en los últimos trimestres, de forma gradual, con heterogeneidad por componentes, donde los servicios mantienen una mayor resistencia a la baja...

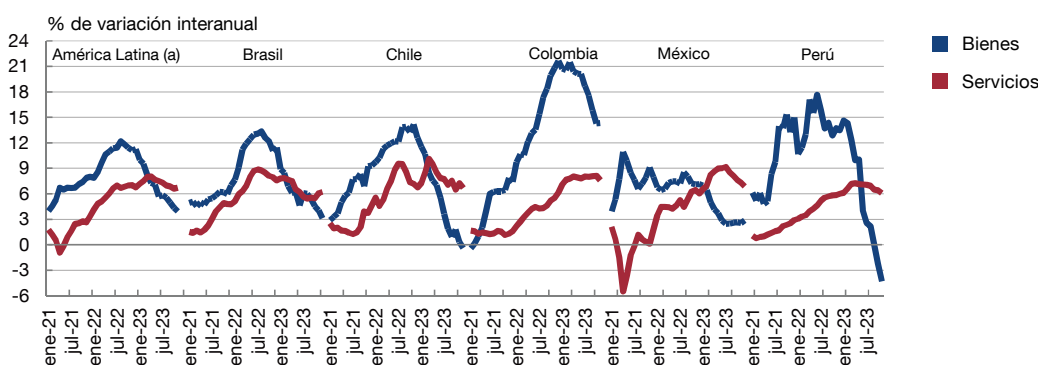
- La inflación ha seguido disminuyendo, hasta situarse, en promedio, en el 5% en diciembre de 2023, 5,2 puntos porcentuales (pp) por debajo del máximo alcanzado en junio de 2022. La inflación subyacente se estableció en el 5,3% en ese mismo mes, mostrando también una trayectoria descendente (-3,4 pp desde el máximo de agosto de 2022) (véase gráfico 4.a).
- Por componentes (véase gráfico 4.a), los alimentos mantienen una aportación positiva de 0,8 pp en diciembre, que, no obstante, vino reduciéndose a lo largo de la segunda parte del año pasado. Por su parte, la energía pasó a registrar más recientemente una pequeña contribución positiva, tras varios meses con tasas negativas. En cuanto a los componentes subyacentes, estos mantuvieron las contribuciones más elevadas (1 pp los bienes y 2,9 pp los servicios), y en el caso de los servicios se siguió evidenciando una cierta resistencia a la baja (véase gráfico 4.b).

Gráfico 4

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



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



FUENTES: Refinitiv Eikon y estadísticas nacionales.

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

b La serie de servicios excluye la energía, y la de bienes, los alimentos.

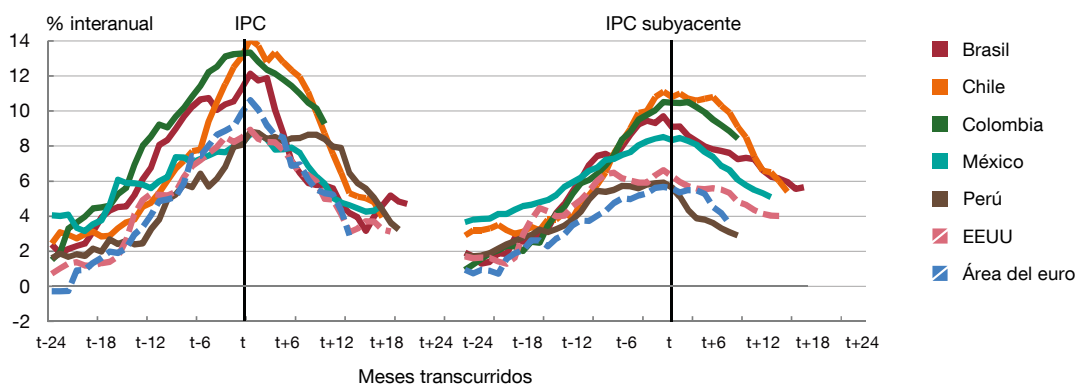


5 ... y existen diferencias entre los principales países de la región en el proceso de desinflación

- En la evolución de la inflación por países, destaca en los últimos meses un cierto repunte observado en Brasil, ligado en parte al efecto base de la desaparición de un subsidio en bienes energéticos. También destaca la tasa más elevada de inflación en Colombia, que se mantiene cercana a los dos dígitos, en parte porque alcanzó su máximo después que otros países (véase gráfico 5.a).
- Por componentes, se mantiene una presión elevada en el de servicios en la mayoría de los países, así como cierta heterogeneidad en el componente de bienes, donde destaca aún la alta tasa de inflación de este componente en Colombia, que, sin embargo, ha comenzado a descender por la elevada base de comparación y las menores presiones cambiarias³ (véase gráfico 4.b).

Gráfico 5

5.a Caída de la inflación desde su máximo (a)



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

a t representa el momento en el que la inflación general y la inflación subyacente alcanzaron su punto máximo en cada país. Brasil (t IPC = abr-22; t IPC subyacente = jun-22), Chile (t IPC = ago-22; t IPC subyacente = sep-22), Colombia (t IPC = mar-23; t IPC subyacente = jun-23), México (t IPC = ago-22; t IPC subyacente = nov-22), Perú (t IPC = jun-22; t IPC subyacente = mar-23), Estados Unidos (t IPC = jun-22; t IPC subyacente = oct-22), área del euro (t IPC = oct-22; t IPC subyacente = abr-23).



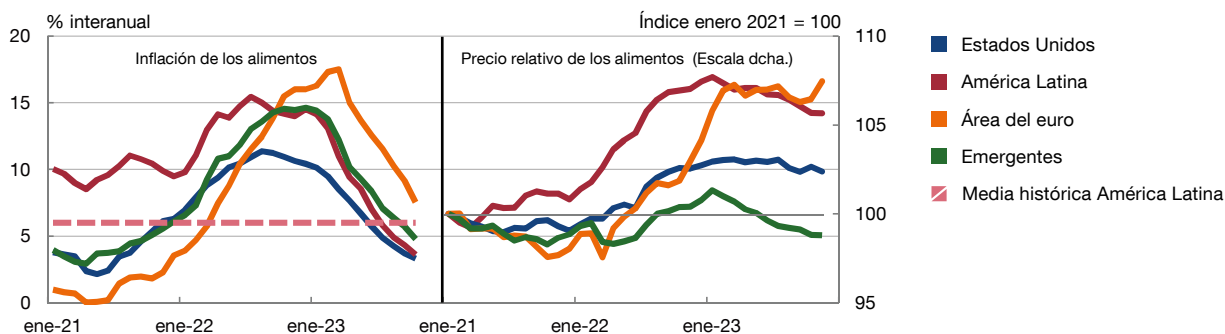
3 Banco de la República. (2023). *Informe de Política Monetaria*, 10/2023, p. 31.

6 A pesar de la reducción reciente de la tasa de inflación del componente de alimentos, es probable que esta se mantenga en niveles elevados en los próximos trimestres

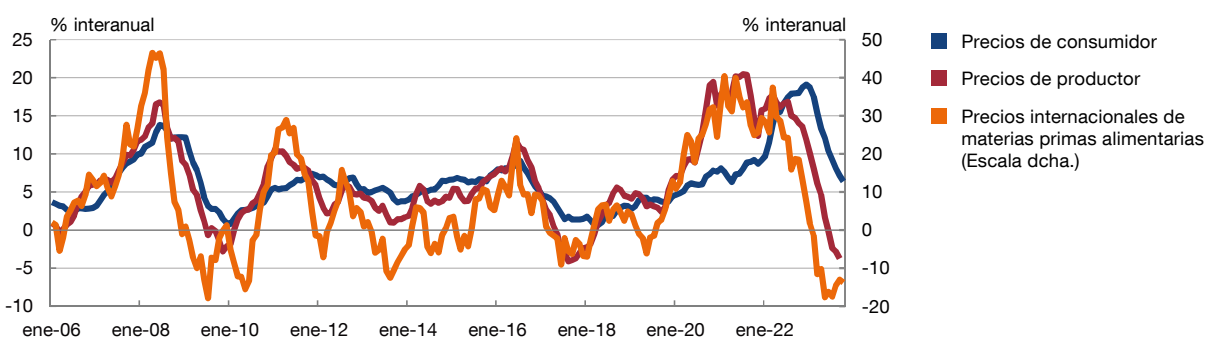
- América Latina ha sufrido con especial intensidad el aumento de los precios internacionales de las materias primas alimentarias y energéticas (véase gráfico 6.a, panel izquierdo). Estas dinámicas han llevado a que el nivel de los precios de los alimentos que pagan las familias en Latinoamérica haya aumentado significativamente más que el del conjunto de la cesta de consumo, a diferencia de lo observado en el resto de las economías emergentes, donde crecieron menos con carácter general (véase gráfico 6.a, panel de la derecha)⁴.
- Las dinámicas más recientes de las materias primas han llevado a una reducción significativa de la inflación de los alimentos. No obstante, mirando hacia adelante, las perspectivas de estabilización de los precios de las materias primas alimentarias, junto con el encarecimiento o estabilización más reciente de las energéticas, conllevarán, probablemente, una ralentización del proceso de desinflación en la región, de acuerdo con un modelo econométrico del Banco de España⁵, dado que los aumentos de insumos y costes se trasladan con retardo a los precios de consumo de los alimentos (véase gráfico 6.b).

Gráfico 6

6.a La inflación y los precios de los alimentos en América Latina en el contexto global (a) (b) (c)



6.b Los precios de los alimentos a lo largo de la cadena de valor en América Latina



FUENTES: Banco Mundial, estadísticas nacionales y cálculos propios.

a A la izquierda se muestra la comparación internacional de la inflación de alimentos. La línea discontinua muestra la media de la inflación de alimentos en el período 2006-2019.

b A la derecha se muestra cómo ha evolucionado la ratio de IPC de alimentos sobre IPC general desde inicios de 2021.

c La construcción de los agregados de América Latina se basa en los cinco países principales: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

4 Con respecto a otras áreas emergentes con un peso similar de la cesta de alimentos, se debe, en parte, a la mayor presencia en la cesta de los consumidores de América Latina de partidas en las que los precios aumentaron más (véase ficha 5 del *Informe de Economía Latinoamericana* del segundo semestre de 2022).

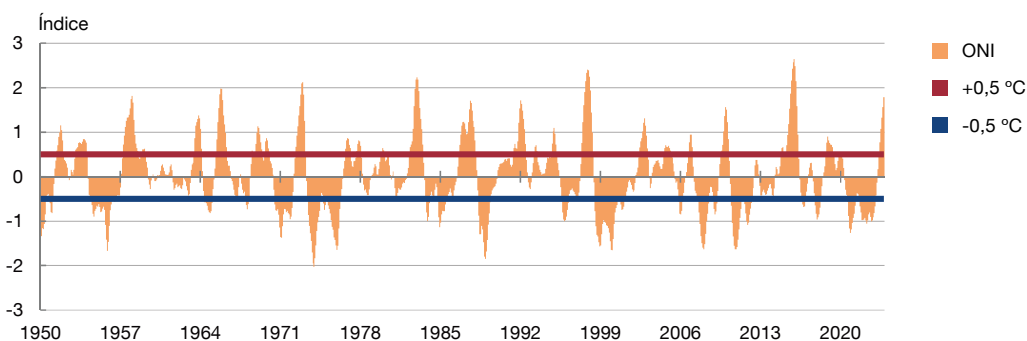
5 F. Borrillo, L. Cuadro-Sáez, A. Gras Miralles y J. J. Pérez. (2023). «A note on the transmission of shocks to international food and energy commodity prices on food inflation in Latin America». Banco de España. Mimeo.

7 Además, persisten los riesgos inflacionistas derivados del fenómeno El Niño, aunque estos serán relevantes solo para algunos países

- En 2023 comenzó un nuevo episodio de El Niño, una de las fases del fenómeno cíclico El Niño-Oscilación del Sur, en la que se eleva la temperatura de la superficie del mar en el océano Pacífico (véase gráfico 7.a) y se producen cambios en las corrientes marinas y de aire. Durante estos episodios, los países latinoamericanos sufren cambios importantes en sus condiciones climatológicas.
- Por ejemplo, en Brasil se suelen producir sequías en el norte y lluvias intensas en el sur, y en México sucede lo contrario. En Argentina, las lluvias son más intensas que en períodos normales, y en Chile se producen inviernos tormentosos. Las sequías y las temperaturas más elevadas se concentran en los países andinos, Colombia y Venezuela. Aumentan, además, las inundaciones en la costa del Pacífico.
- Estos cambios distorsionan el ciclo de producción y afectan a los precios de las materias primas agrícolas, energéticas y mineras. En este sentido, existe cierto consenso en que el impacto de El Niño sobre la inflación en la región podría ser significativo para algunos países. Por ejemplo, los bancos centrales de Colombia y Brasil estiman impactos sobre la inflación general de 0,2 pp-0,6 pp y 0,9 pp, respectivamente⁶.

Gráfico 7

7.a Índice Oceánico de El Niño (ONI) (a)



FUENTE: US National Centers for Environmental Information.

a El Índice de El Niño Oceánico (ONI) es el principal indicador para el seguimiento del patrón climático estacional llamado El Niño-Oscilación del Sur. Indica en qué medida la temperatura promedio de tres meses en la superficie del mar de una región del océano Pacífico (120 °W-170 °W) es significativamente más cálida (El Niño > 0,5 °C) o más fría (La Niña < -0,5 °C) que un promedio histórico. Cinco valores consecutivos del índice por encima (debajo) del umbral de +0,5 °C (-0,5 °C) se asocian con un episodio de El Niño (La Niña).



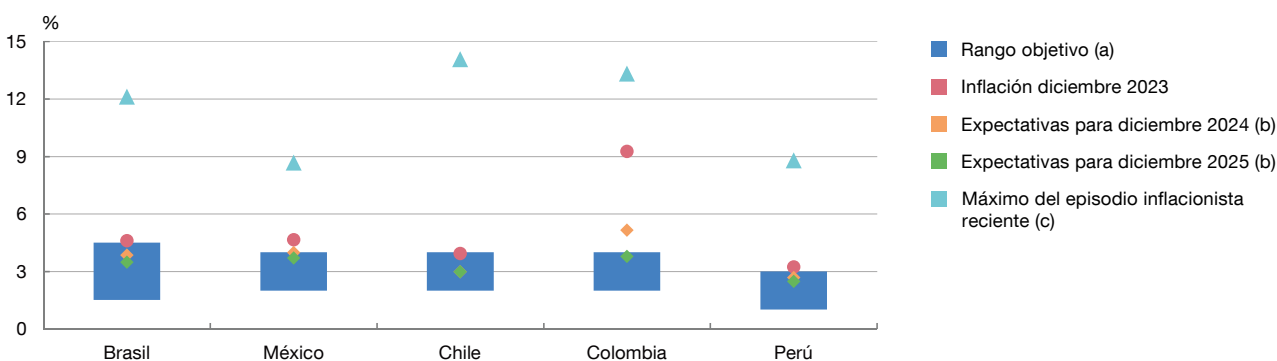
⁶ Véanse, respectivamente, el *Informe de Política Monetaria* del Banco Central de la República de Colombia de octubre de 2023 y el *Informe de Inflación* del banco central de Brasil de septiembre de 2023. Sobre este tema, véanse también *Cashin, Mohaddes y Raissi (2016)* y *Aguirre, Ferreyros, Ledesma y Rojas (2023)*.

8 En cualquier caso, se espera que continúe el proceso gradual de reducción de la inflación en los próximos trimestres y que se alcancen los rangos objetivo de los bancos centrales en 2024

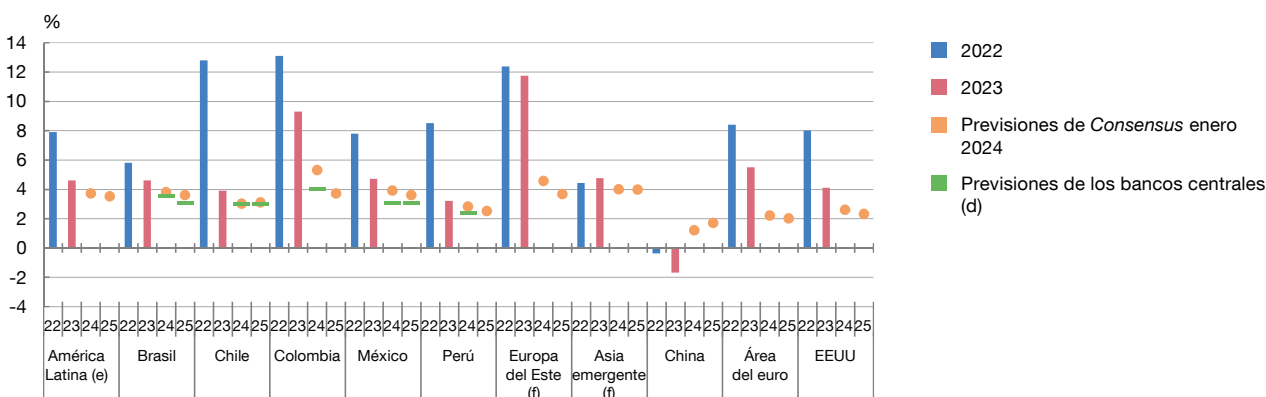
- De acuerdo con las encuestas realizadas por los bancos centrales de la región, la inflación se seguiría reduciendo de forma gradual en 2024 —situándose dentro del intervalo objetivo respectivo este año— y 2025. No obstante, las expectativas de inflación a medio plazo se situarían algo por encima del objetivo puntual de inflación, con la excepción de Chile (véase gráfico 8.a). Este hecho ha sido habitual según la experiencia histórica disponible para varios de los bancos centrales con objetivos de inflación en la región⁷.
- La visión del consenso de los analistas es coherente con estas expectativas obtenidas 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 gráfico 8.b), si bien siguen señalando en sus informes regulares que los riesgos están sesgados al alza para la mayoría de los países.

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.

- El objetivo de inflación para los bancos centrales de Brasil —a partir de 2024—, Chile, Colombia y México es del 3 %, y para el banco central de Perú, del 2 %.
- Las expectativas de inflación para 2024 y 2025 se obtienen de las encuestas de los bancos centrales.
- Máximo del episodio reciente: Brasil, abril de 2022; México, septiembre de 2022; Chile, agosto de 2022; Colombia, marzo de 2023; Perú, junio de 2022.
- Previsiones de los bancos centrales publicadas en sus informes de política monetaria más recientes.
- Excluye Venezuela y Argentina.
- Previsiones de *Consensus Forecasts* de enero 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.



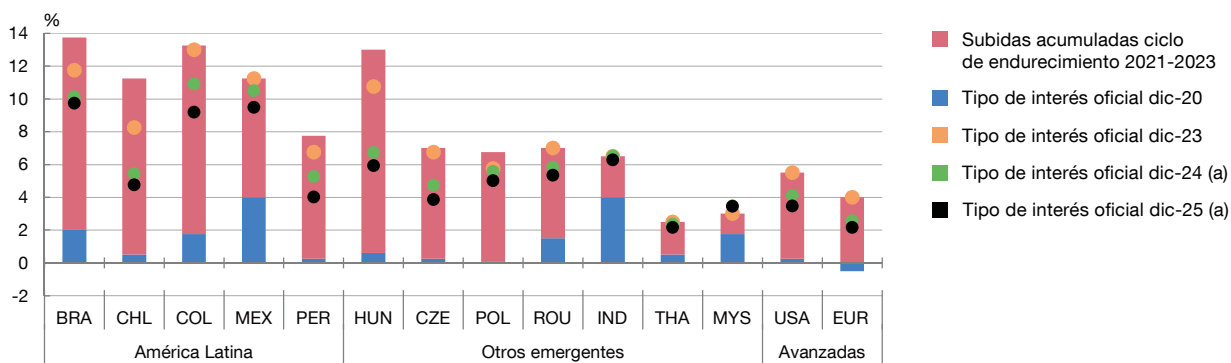
7 Véase el capítulo 3 de *International Monetary Fund*. (2018). «Seizing the Momentum». *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*.

9 A medida que ha avanzado el proceso de reducción de la inflación, la mayoría de los bancos centrales de la región, al igual que otras áreas emergentes, han iniciado un ciclo de relajación monetaria

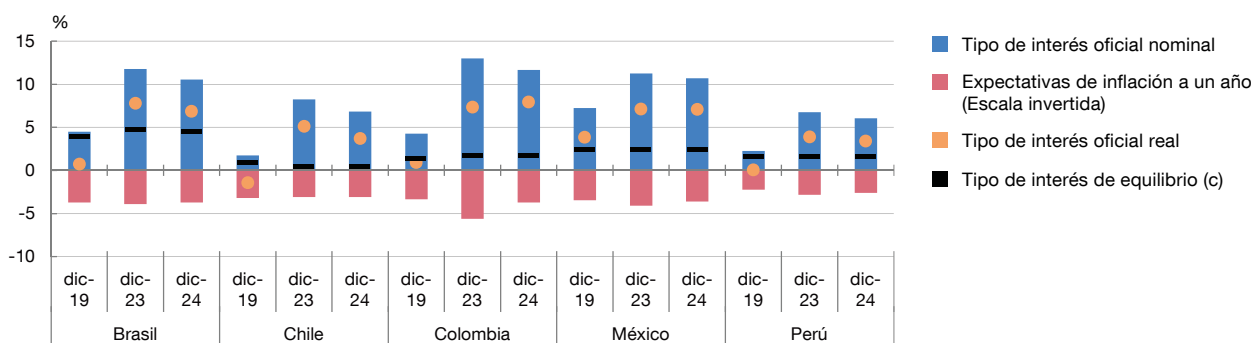
- Tras consolidarse el proceso de reducción de la inflación, en la segunda mitad de 2023 los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y Perú, al igual que los de otras economías emergentes, redujeron sus tipos de interés oficiales (véase gráfico 9.a). Los mercados financieros anticipan que se producirán más descensos en los próximos trimestres y que el banco central de México se incorporará en el primer trimestre de 2024 a este ciclo de relajación monetaria.
- A pesar de ello, se espera que los tipos de interés reales mantengan un tono restrictivo de la política monetaria todavía a finales de 2024 (véase gráfico 9.b), dado que los recortes de tipos que se anticipan no serían de mucha mayor magnitud que las reducciones previstas en la inflación, especialmente en Colombia y México.

Gráfico 9

9.a Tipos de interés oficiales



9.b Tipos de interés oficiales reales en las principales economías de América Latina (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

a Descontado por los mercados financieros.

b Tipos de interés 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, que es el tipo de interés oficial esperado por los futuros o los *interest rate swaps* menos la inflación esperada para finales de 2025 del *Latin American Consensus Forecasts* de enero de 2024.

c Tipo de interés de equilibrio obtenido según las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región.

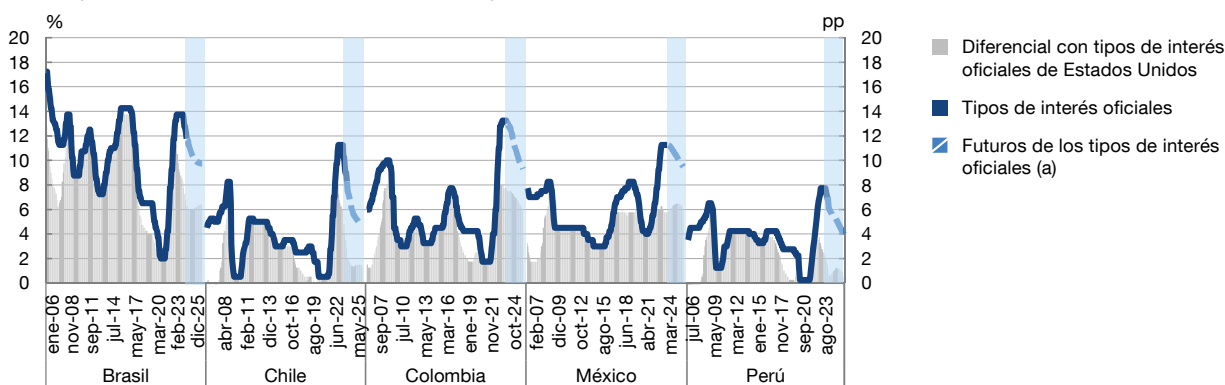


10 El proceso de relajación de la política monetaria se verá condicionado por las decisiones en este ámbito que se adopten en otras jurisdicciones, en particular en Estados Unidos

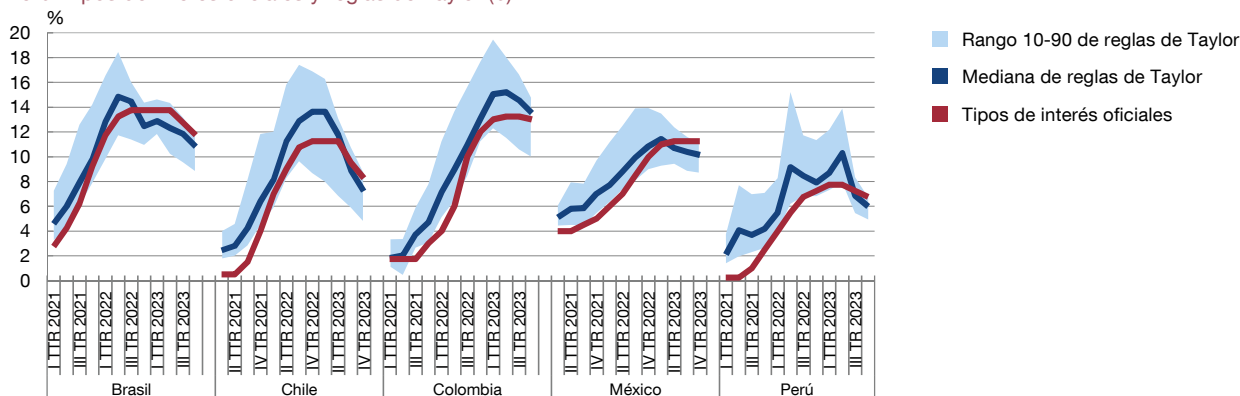
- La incertidumbre sobre la evolución de la política monetaria en las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, podría explicar la cautela de la mayoría de los bancos centrales de la región. El diferencial de los tipos de interés oficiales descontados por los mercados de futuros con respecto a los de Estados Unidos se mantendría en línea con episodios anteriores para Brasil, Chile y Perú a finales de 2025 y sería mayor para Colombia y México (véase gráfico 10.a).
- Los tipos de interés oficiales de las principales economías de la región con objetivo de inflación se encuentran en línea con los que se derivarían de la estimación de un conjunto amplio de reglas de Taylor^{8,9}, que tienen en cuenta la evolución observada y esperada de la inflación respecto a su objetivo y la situación cíclica de la actividad (véase gráfico 10.b)¹⁰.

Gráfico 10

10.a Tipos de interés oficiales en América Latina y diferenciales con los de Estados Unidos



10.b Tipos de interés oficiales y reglas de Taylor (b)



FUENTES: Refinitiv, bancos centrales, J.P. Morgan Markets, BM&F Bovespa, Chicago Board of Trade y elaboración propia.

- a Los tipos de interés descontados para diciembre de 2024 y diciembre de 2025 se obtienen a partir de los mercados de futuros.
 b 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.



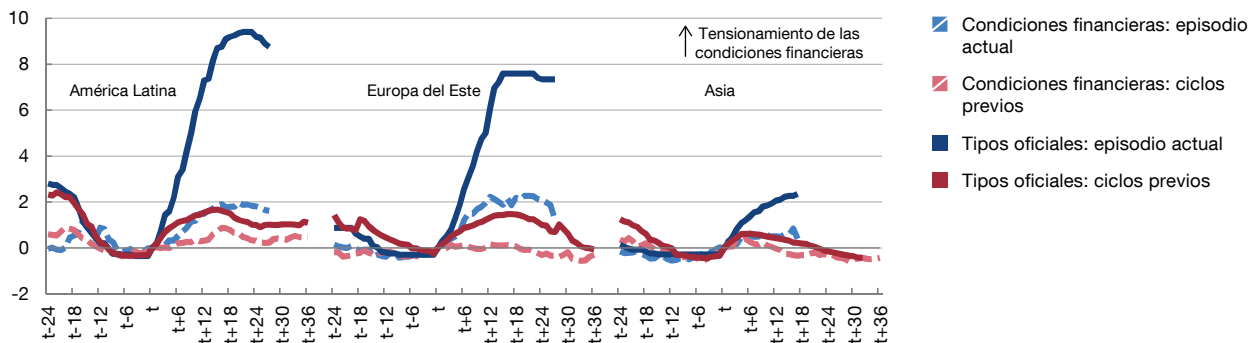
- 8 Véase la [ficha 1](#) para una estimación de las brechas de producción en las principales economías de la región con objetivo de inflación.
 9 Véase, por ejemplo, <https://www.clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2016/ec-201607-federal-funds-rates-from-simple-policy-rules>.
 10 Una prescripción similar sobre la política monetaria en la región se encuentra en Alejandro Werner. (2023). "Monetary policy in Latin America: The easing cycle has begun". Policy Brief, 23-16, Peterson Institute for International Economics.

11 En línea con el ciclo de recortes de tipos de intereses oficiales, las condiciones financieras han comenzado a relajarse recientemente

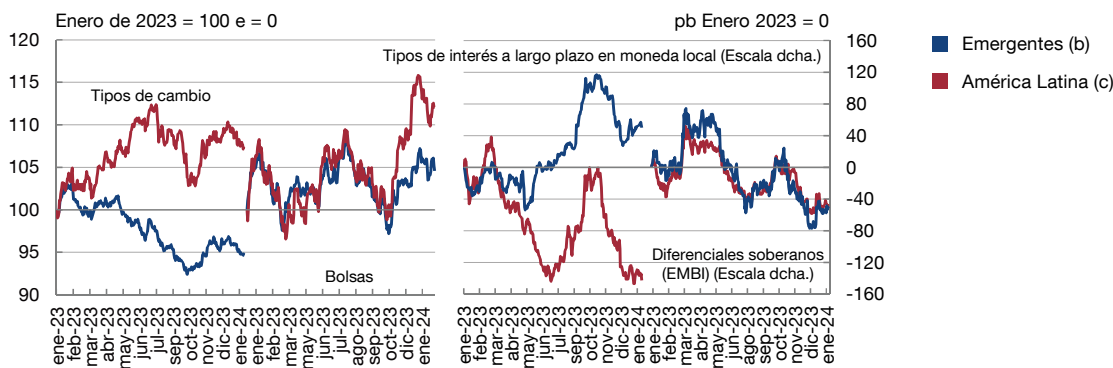
- Tras el inicio del ciclo de recortes de tipos oficiales, las condiciones financieras de la región se han ido relajando (véase gráfico 11.a), aunque siguen estando en terreno contractivo. En términos generales, el comportamiento de las variables financieras siguió siendo mejor que en el resto de los países emergentes (véase gráfico 11.b)¹¹. A comienzos de 2024 se mantuvo la tendencia observada desde octubre —de reducción de las primas de riesgos, de mejora de las bolsas y de apreciación de los tipos de cambio—.
- La rentabilidad de las operaciones de *carry trade*¹², a pesar del cambio de sentido de la política monetaria, sigue apoyando este comportamiento más favorable de los mercados de la región, que, además, se mantiene ajena a las tensiones asociadas a los conflictos geopolíticos globales. La región registró un descenso en 2023 de las entradas de inversión directa y un aumento de las de cartera, en línea con lo observado en Asia, pero por debajo de las cifras de Europa del Este.

Gráfico 11

11.a Índices de condiciones financieras y tipos de intereses oficiales (a)



11.b Variables de los mercados financieros



FUENTES: Banco de España, Goldman Sachs, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- Un incremento indica un tensionamiento de las condiciones financieras, y todo valor por encima de cero señala unas condiciones financieras más restrictivas que la media histórica. t es el mes en el que se inicia el ciclo de contracción monetaria. «Episodio actual» se refiere al inicio del último ciclo monetario contractivo, entre abril y octubre de 2021 para América Latina, junio y octubre de 2021 para Europa del Este y mayo y agosto de 2022 para Asia. «Ciclos previos» se refiere a los episodios de subidas de tipos oficiales desde el año 2005.
- Media simple de las variables representadas de Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia, India e Indonesia, o de las regiones de Europa del Este, Asia, Oriente Medio y África en el caso de los diferenciales soberanos.
- Media simple de los tipos de interés a largo plazo de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú, o diferencial soberano de América Latina (EMBI).

11 Véase la ficha 13 del *Informe de Economía Latinoamericana* del primer semestre de 2023.

12 Diferencia entre el coste de endeudarse en una divisa con reducidos tipos de interés y el rendimiento de invertir en un activo financiero en una divisa con elevados tipos de interés, en este caso las latinoamericanas.

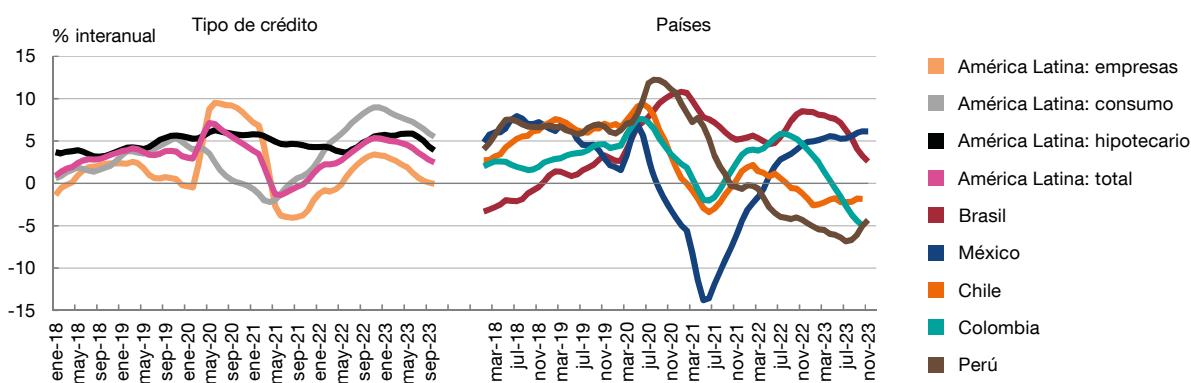


12 El crecimiento del crédito se moderó por factores de oferta y demanda

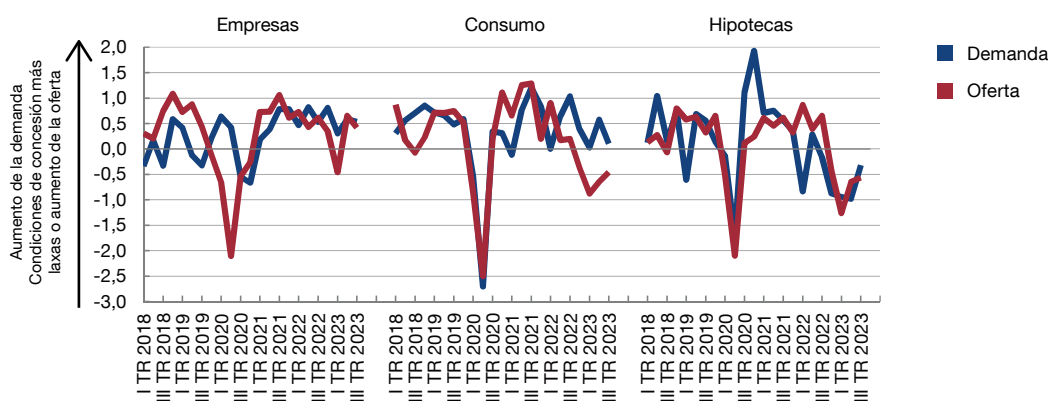
- El crecimiento del crédito al sector privado no financiero en términos reales se desaceleró en la región en 2023. Todos los segmentos del crédito perdieron dinamismo, especialmente el de empresas y el de consumo (véase gráfico 12.a)¹³. La desaceleración fue generalizada por países, salvo en México, y las tres economías andinas registraron tasas interanuales negativas.
- Según las encuestas de condiciones crediticias de los distintos bancos centrales¹⁴, con cierre en el tercer trimestre de 2023, esta desaceleración del crédito obedecería, por un lado, a una mayor debilidad de la demanda, especialmente en las hipotecas, junto con unas condiciones de concesión de los créditos que han seguido endureciéndose para los hogares (préstamos al consumo e hipotecas), mientras que se han relajado en el caso del crédito a empresas (véase gráfico 12.b).

Gráfico 12

12.a Variaciones del crédito al sector privado no financiero (real) (a)



12.b Índices de condiciones crediticias: América Latina



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Agregados calculados con ponderaciones del PIB en paridad de poder de compra.



13 Véase el gráfico 3.1 del *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, del Fondo Monetario Internacional, octubre de 2023, con las contribuciones por tipo de crédito a las variaciones interanuales en términos reales de este.

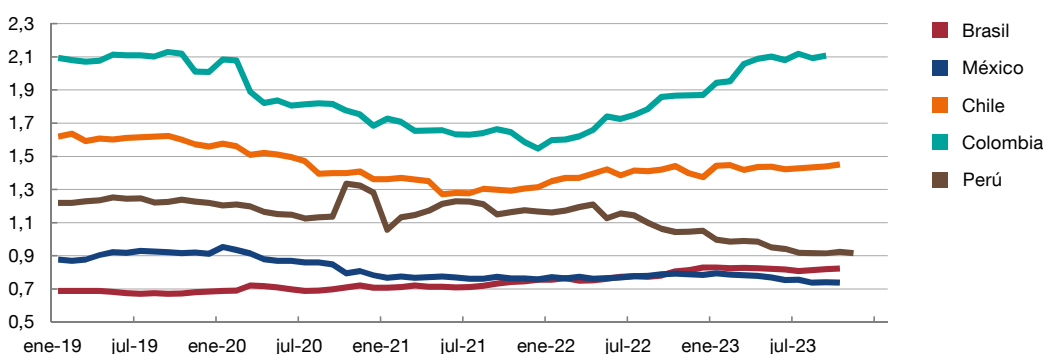
14 En el mismo sentido, véase el *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, del Fondo Monetario Internacional, octubre de 2023.

13 El apalancamiento de los bancos se mantuvo en niveles similares a los de 2019, así como su exposición al sector público

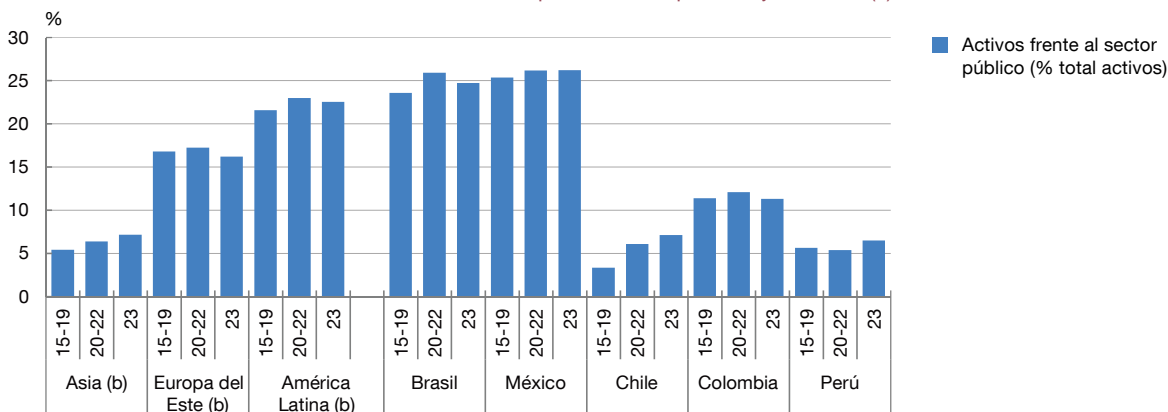
- El apalancamiento del sector bancario, medido como la ratio préstamos-depósitos, subió ligeramente en la región y se situó en niveles cercanos a los previos a la pandemia. En Colombia ascendió notablemente a lo largo de 2023 (véase gráfico 13.a), lo que se explica por la caída de los depósitos principalmente —superior al 10%—, en parte impulsada por las entidades por cambios normativos¹⁵ que supondrán un apoyo para su resiliencia futura. El crecimiento de los depósitos también se moderó en el resto de la región —salvo en México—.
- La exposición de los bancos al sector público (créditos más tenencias de deuda pública, medida como porcentaje de los activos) es más elevada que en otras economías emergentes (véase gráfico 13.b)¹⁶.

Gráfico 13

13.a Ratio préstamos-depósitos (créditos divididos entre depósitos)



13.b Nexso soberano-bancario: activos frente al sector público como porcentaje del total (a)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Total de activos frente al sector público (créditos más deuda) como porcentaje de los activos nacionales más los activos frente a no residentes.
 b Suma de los balances de Corea del Sur, Tailandia, Malasia, India e Indonesia para Asia, República Checa, Hungría, Polonia y Bulgaria para Europa del Este y Brasil, Chile, Colombia, México y Perú para América Latina.



15 La fuerte caída de los depósitos derivó de los depósitos a la vista, que suponen más del 35 % del total, mientras que los depósitos a plazo fijo aumentaron cerca de un 5 % en el semestre. Este cambio de composición obedecería en parte a la necesidad de cumplir con el nuevo coeficiente de fondeo estable neto, que adapta los requerimientos de liquidez a la regulación de Basilea III (véase el *Reporte de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2023* del banco central de Colombia).

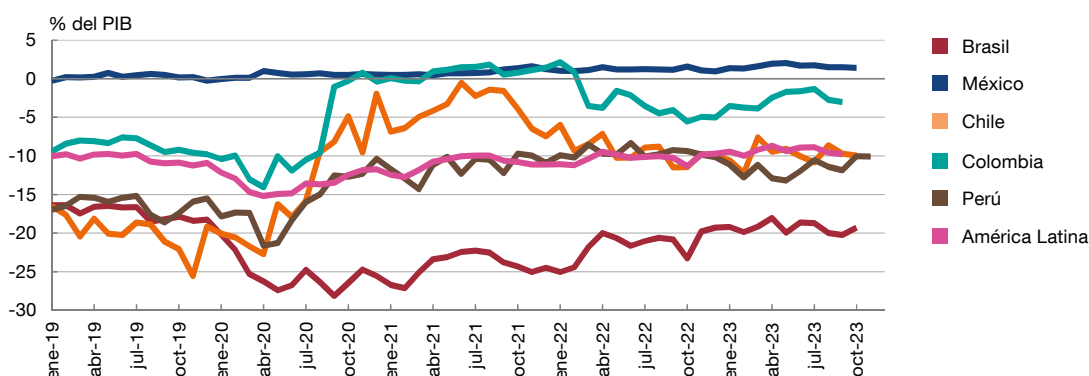
16 Como factor mitigante, cabe mencionar que una parte importante de la deuda pública en los activos de los sistemas bancarios latinoamericanos es a corto plazo y a tipos de interés variables —vinculados a los tipos de interés oficiales o a la inflación— y está mayoritariamente valorada a precios de mercado, por lo que estos apenas se vieron afectados por las turbulencias bancarias ligadas a la resolución del Silicon Valley Bank de marzo de 2023 (véase el *recuadro 1 del Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023 del Banco de España*).

14 Los riesgos derivados de la operativa frente a no residentes y en moneda extranjera habrían disminuido

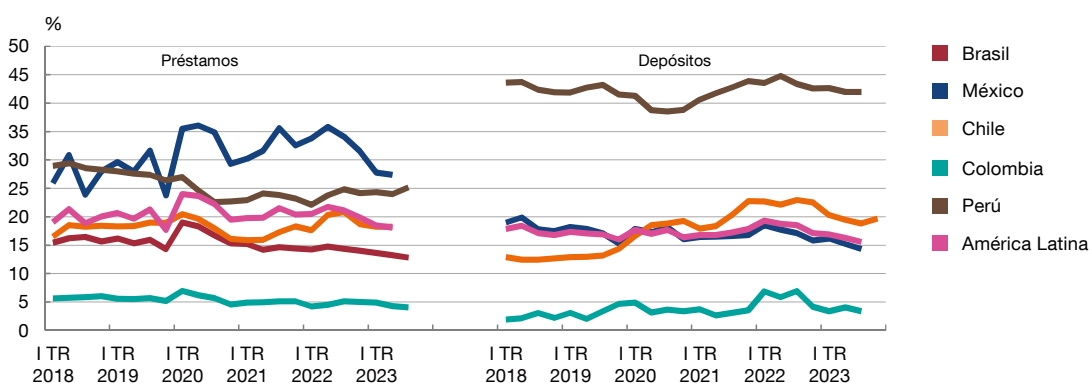
- La posición exterior neta frente a no residentes del conjunto de bancos de la región mejoró ligeramente a lo largo de 2023, hasta alcanzar el -9% del PIB, gracias a la disminución de las posiciones negativas en todos los países, especialmente en Colombia (véase gráfico 14.a).
- También se observó una disminución del grado de dolarización de los balances, con descensos de la proporción que suponen tanto los préstamos como los depósitos en moneda extranjera sobre el total, singularmente en México (véase gráfico 14.b).
- Esto reduce los riesgos ligados a las variaciones del tipo de cambio, esto es, los riesgos de que una depreciación cambiaria eleve el valor en moneda local de los pasivos bancarios, por un lado, y que, por otro, provoque un aumento de los préstamos de dudoso cobro de los préstamos en moneda extranjera, ante los mayores costes del servicio de dicha deuda y las dificultades para renovar dichos préstamos¹⁷.

Gráfico 14

14.a Activos netos frente al exterior del sistema bancario (a)



14.b Dolarización de los balances: préstamos y depósitos en moneda extranjera (% total)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Activos frente a no residentes menos pasivos frente a no residentes, dividido por el PIB.



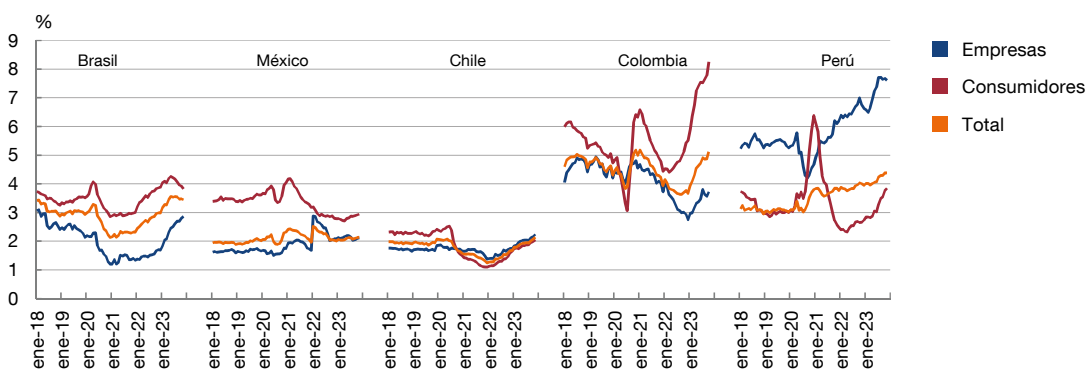
17 Véase M. Chui, I. Fender y V. Sushko. (2014). "Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch", *BIS Quarterly Bulletin*, para un resumen de los riesgos asociados al descalce de monedas en los balances de empresas y bancos.

15 Los préstamos de dudoso cobro aumentaron de nuevo, especialmente en el segmento de empresas

- Los préstamos dudosos aumentaron a lo largo del último semestre en casi todos los países, especialmente por el repunte observado en el segmento de créditos a empresas, hasta situarse ligeramente por encima de los niveles previos a la pandemia (véase gráfico 15.a). Destaca el fuerte incremento de la morosidad empresarial en Perú, que se deriva de las empresas más pequeñas.

Gráfico 15

15.a Préstamos de dudoso cobro (a)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Porcentaje del total de préstamos otorgados.

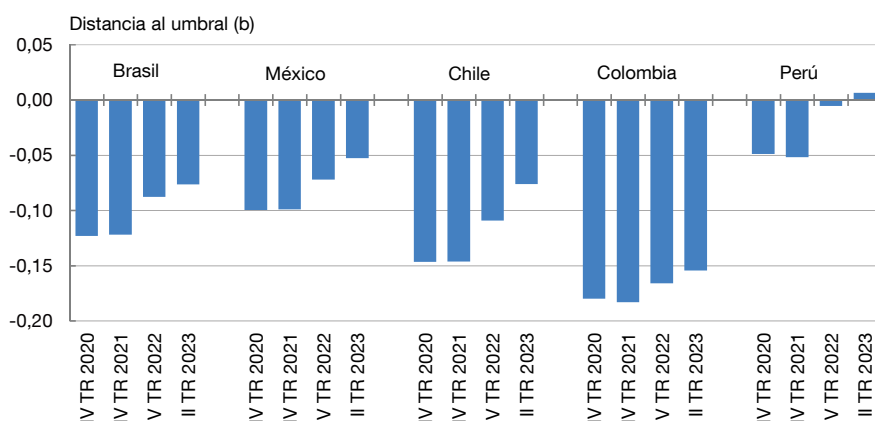


16 Los riesgos para los sistemas bancarios se mantienen limitados

- Los indicadores macrofinancieros de vulnerabilidad frente a una crisis bancaria se mantienen en valores contenidos y por debajo, con carácter general, de los umbrales de riesgo de referencia estimados¹⁸ (véase gráfico 16.a).
- Asimismo, los informes de estabilidad financiera de los bancos centrales de la región consideran que, en general, la situación de los sistemas financieros es relativamente sólida¹⁹. Los principales riesgos identificados en estos informes son externos y se vinculan principalmente a una mayor resistencia a la baja de la inflación y/o riesgos fiscales en las economías desarrolladas —que dieran lugar a que los tipos de interés se mantengan más elevados durante más tiempo y restrinjan las condiciones globales de financiación— o a una desaceleración mayor que la esperada en China (véase esquema 1 para riesgos más específicos para los sistemas bancarios de cada país).

Gráfico 16

16.a Vulnerabilidad frente a una crisis bancaria (a)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a 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).
- b 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.



18 "Indicadores de vulnerabilidad de los países materiales emergentes para el sistema financiero español", segundo semestre de 2023.

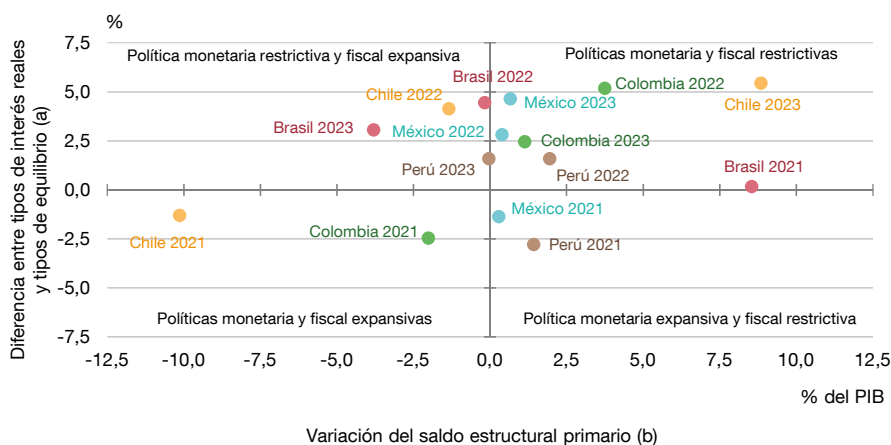
19 Los mencionados informes se pueden consultar en *Informe de Estabilidad Financiera (Argentina)*, *Financial Stability Report (Brasil)*, *Reporte de Estabilidad Financiera (México)*, *Informe de Estabilidad Financiera (Chile)*, *Reporte de Estabilidad Financiera (Colombia)* y *Reporte de Estabilidad Financiera (Perú)*.

17 El tono de la política fiscal se ha relajado en aquellos países que habían realizado mayores ajustes fiscales

- El tono de la política fiscal fue expansivo en 2023 en Brasil y Chile. El impulso fiscal fue prácticamente nulo en Perú, ligeramente contractivo en México y considerablemente negativo — más de 3,5 pp de PIB— en Colombia, lo cual le permitió alcanzar un saldo primario estructural positivo. En estos dos últimos países, también el tono de política monetaria ha sido más restrictivo que el año previo (véase gráfico 17.a).

Gráfico 17

17.a El tono de las políticas monetaria y fiscal



FUENTES: Refinitiv y Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor* de octubre de 2023).

- 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.
- Diferencia del saldo estructural primario de un año con respecto al anterior (obtenidos a partir del *Fiscal Monitor* del FMI de octubre de 2023). Un aumento del saldo indica una política más restrictiva y una disminución indica una política más expansiva.

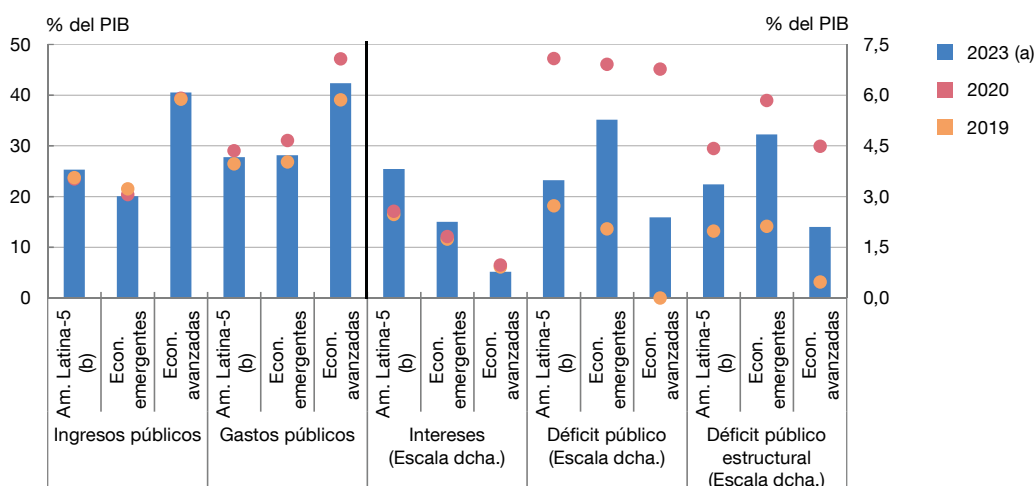


18 Persisten los déficits estructurales, y la carga de intereses se incrementa, manteniendo la deuda pública en niveles elevados...

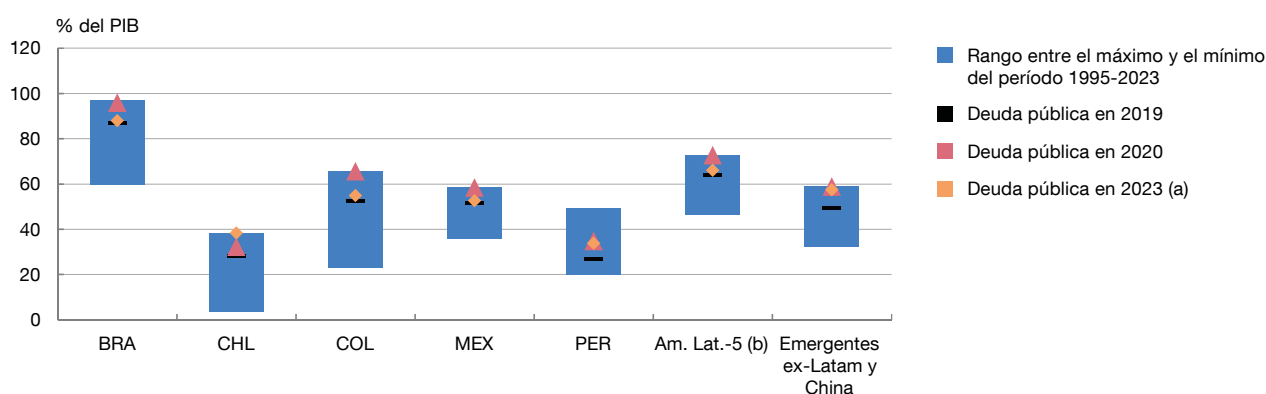
- La mayoría de las principales economías de la región ya habrían retirado los estímulos fiscales vinculados a la respuesta a la pandemia de COVID-19, aunque se mantienen posiciones deficitarias estructurales de manera generalizada. La carga de intereses de la deuda ha aumentado en los dos últimos años (véase gráfico 18.a)
- En América Latina, la deuda pública, con carácter general, se encuentra en niveles superiores a la media de las últimas dos décadas y es algo más elevada que la del resto de los países emergentes, aunque la región ha sido capaz de converger hacia niveles de deuda parecidos a los anteriores a la pandemia de una forma más rápida que estos países (véase gráfico 18.b).

Gráfico 18

18.a Indicadores fiscales



18.b Deuda pública bruta



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a Estimaciones del WEO del FMI de octubre de 2023.

b Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

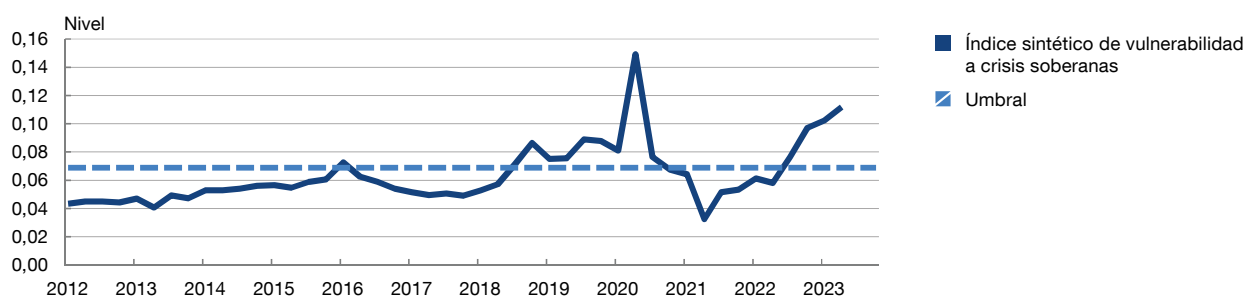


19 ... lo que, sumado a las bajas tasas de crecimiento esperadas, contribuye a aumentar la vulnerabilidad de las finanzas públicas

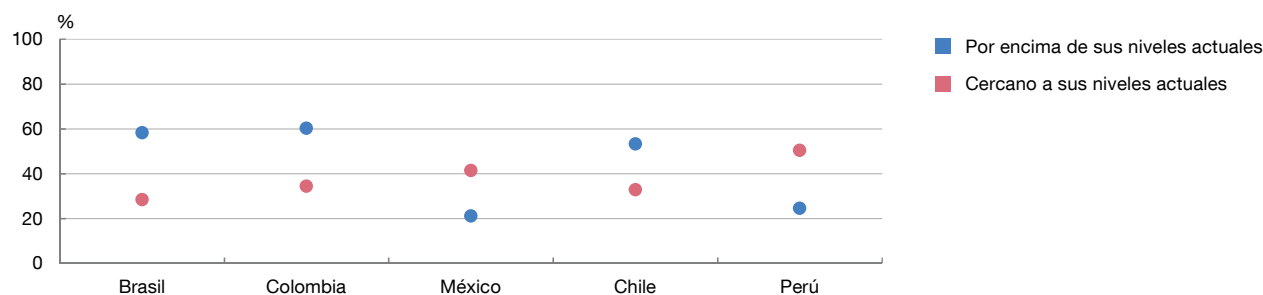
- El indicador sintético de vulnerabilidad de las finanzas públicas sigue mostrando una tendencia al alza en los últimos trimestres (véase gráfico 19.a), debido a la desaceleración de la actividad y la persistencia de los niveles elevados de deuda pública y de tipos de interés.
- Algunos ejercicios de simulación²⁰ de las trayectorias futuras de la deuda pública muestran que la probabilidad de que dentro de diez años la ratio de deuda pública sobre PIB se encuentre por encima de sus niveles actuales en escenarios inerciales —esto es, asumiendo que no se produzca una reacción de las políticas económicas— es elevada para la mayoría de las principales economías de la región (véase gráfico 19.b).

Gráfico 19

19.a Índice sintético de vulnerabilidad: América Latina (a)



19.b Probabilidad de que la deuda pública se sitúe en distintos niveles dentro de 10 años (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Ecuador y Uruguay. El indicador sintético de vulnerabilidad representa la probabilidad de situarse en un estado vulnerable estimado a partir de un modelo de probabilidad logístico para crisis soberanas con variables preseleccionadas según la emisión de señales correctas seis trimestres antes de una crisis (umbral de una curva ROC). Un aumento del indicador sintético implica, con ello, un incremento de la probabilidad de registrar una crisis.
- b El umbral para cada país se sitúa en su ratio deuda pública sobre PIB (en porcentaje) en 2023, según estimaciones del WEO del FMI (88 % para Brasil, 38 % para Chile, 55 % para Colombia, 53 % para México y 34 % para Perú). «Por encima de sus niveles actuales» representa la probabilidad de que la deuda pública supere el nivel de deuda de 2023 de cada país + 5 pp. «Cercanos a sus niveles actuales» representa la probabilidad de que la deuda pública se sitúe en un rango de +/- 5 pp en torno al nivel de deuda de 2023 de cada país.



20 Se utiliza la metodología de M. Alloza, J. Andrés, J. Pérez y J. Rojas. (2020). "Implicit public debt thresholds: An operational proposal". *Journal of Policy Modeling*, vol. 42, pp. 1408-1424.

20 Dada esa vulnerabilidad de las finanzas públicas, cobra especial importancia la aplicación de los marcos de reglas fiscales para garantizar su sostenibilidad...

- Las principales economías de la región cuentan con una o más reglas fiscales, que buscan 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 o los ingresos públicos (véase cuadro 1).
- El impacto de la pandemia de COVID-19 llevó a estas economías a poner en suspenso sus reglas fiscales, adaptarlas o aplicar cláusulas de escape. La mayoría de las economías de la región han vuelto a instaurar las reglas fiscales o una versión reformada de estas. En algunos casos se han planteado reformas de los marcos tributarios o del gasto público que buscan dotar de mayor solidez los marcos de política fiscal.

Cuadro 1

Marcos de reglas fiscales en América Latina (a)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Tipos de reglas fiscales antes de la pandemia de COVID-19					
Gasto público	✓	x	x	✓	✓
Ingresos públicos	x	x	x	x	x
Saldo público	✓	✓	✓	✓	✓
Deuda pública	✓	x	x	x	✓
Cláusulas de escape antes de la pandemia de COVID-19					
	✓	x	✓	✓	✓
Tipo de respuesta ante la pandemia de COVID-19					
Uso de cláusulas de escape contempladas por las reglas	Ajuste y reformulación de parámetros macrofiscales	Suspensión temporal de las reglas fiscales vigentes	Ajuste y reformulación de parámetros macrofiscales	Suspensión temporal de las reglas fiscales vigentes	
Situación actual (2023)					
	Nuevo marco en vigor (b)	Retorno gradual a la regla fiscal anterior	Nuevo marco en vigor (c)	Regla fiscal anterior en vigor	Retorno gradual a la regla fiscal anterior

FUENTES: Comisión Económica para América Latina y el Caribe y Banco de España.

a Para más información sobre el uso y el diseño de las reglas fiscales, véase H. Davoodi, P. Elger, A. Fotiou, D. Garcia-Macia, A. Lagerborg, R. Lam y S. Pillai. (2022). *Fiscal Rules Dataset: 1985-2021*. International Monetary Fund.

b En Brasil, la nueva regla fiscal en vigor introduce un objetivo de saldo primario y mayor flexibilidad para el crecimiento del gasto primario real.

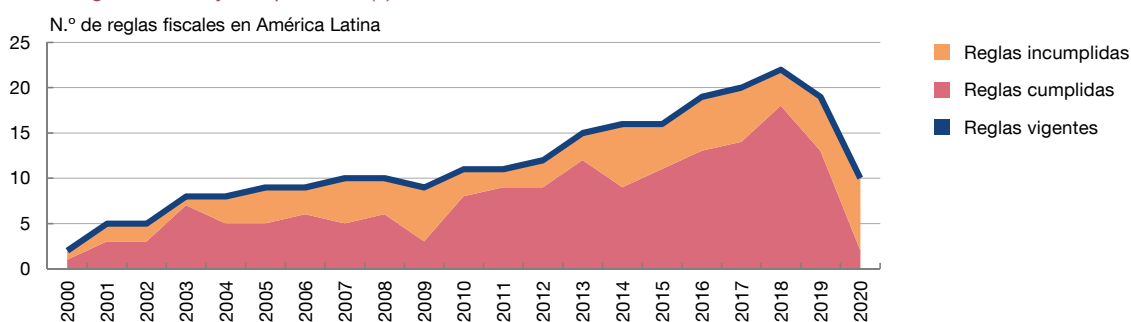
c En Colombia, si bien los límites de deudas y la fórmula que permite calcular el valor mínimo autorizado del balance primario neto estructural no se han modificado, sí se han establecido, entre otras cosas, cláusulas que garantizan una mayor flexibilidad en caso de eventos extraordinarios y un órgano técnico e independiente que supervisa el cumplimiento de la regla fiscal (Comité Autónomo de la Regla Fiscal).

21 ... cuyo cumplimiento llevaría a unas dinámicas de deuda pública de la región estables a medio plazo, sobre todo si van acompañadas de reformas estructurales

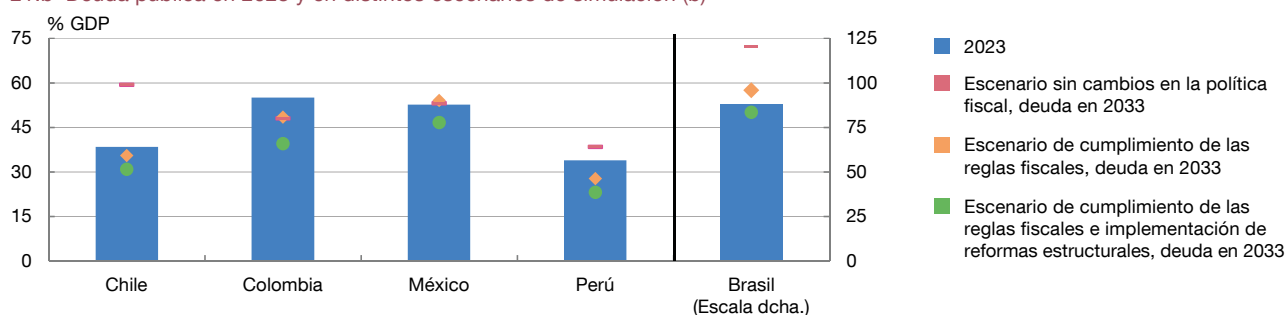
- Sin embargo, en algunas economías de la región la evidencia histórica indica que se produjeron incumplimientos de las reglas fiscales y que, en algunos de los casos en los que se cumplieron, esto se debió a que se modificaron *a posteriori* los objetivos de estas para hacerlos más alcanzables (véase gráfico 21.a).
- Algunos ejercicios de simulación muestran que el cumplimiento de las actuales reglas fiscales tendría un impacto positivo sobre las dinámicas de deuda pública, en particular cuando se compara con escenarios inerciales en los que se asume que la política fiscal no cambia (véase gráfico 21.b). Con todo, en algunos casos la deuda sería superior a la actual, pues otros factores contrarrestarían el impacto positivo de las reglas fiscales, como la dinámica alcista de la carga de intereses en el horizonte de simulación. Por ello, la operativa de las reglas fiscales debería verse fortalecida con reformas estructurales; entre otras, aquellas que hagan más eficiente la regulación del mercado de productos, fomenten el comercio internacional, atraigan inversión directa extranjera de calidad y mejoren la red de infraestructuras²¹.

Gráfico 21

21.a Reglas fiscales y cumplimiento (a)



21.b Deuda pública en 2023 y en distintos escenarios de simulación (b)



FUENTES: Oscar Valencia y Carolina Ulloa-Suarez (2022) y Banco de España.

- a El cumplimiento de las reglas fiscales sigue la metodología de Oscar Valencia y Carolina Ulloa-Suarez. (2022). "Numerical Compliance with Fiscal Rules in Latin America and the Caribbean". IDB Working Paper Series, 1345.
- b Las simulaciones utilizan el marco de análisis de sostenibilidad de la deuda descrito en I. Kataryniuk, R. Lorenzo Alonso, E. Martínez Casillas y J. Timini. (2023). "An extended debt sustainability analysis framework for Latin American economies". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación. Los escenarios se construyen con datos hasta 2022, previsiones del FMI para 2023 y 2024, y están basados en el modelo a partir de 2025. En el escenario de cumplimiento de las reglas fiscales, el saldo primario está anclado a los objetivos explícitos de las reglas fiscales o a los marcos macroeconómicos multianuales publicados por los Gobiernos de la región. El escenario de cumplimiento de las reglas fiscales e implementación de reformas estructurales asume adicionalmente la implementación de reformas estructurales que aumenten el crecimiento del PIB potencial, en línea con las estimaciones de J. Bailliu y C. Hajzler. (2016). "Structural Reforms and Economic Growth in Emerging-Market Economies". *Bank of Canada Review*.



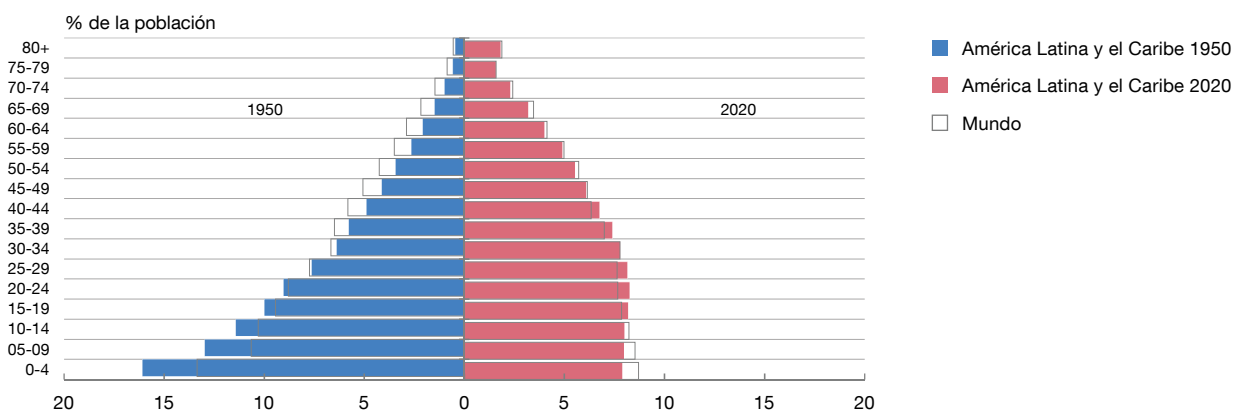
21 Para un análisis de las posibles reformas enfocadas a la gestión de las finanzas públicas y a su arquitectura, véase, A. Caldera, P. Garda y A. Gonzalez-Pandiella. (2023). "How can Latin American countries improve their medium-term fiscal frameworks for better public finances". OECD blog.

22 Existe margen para diseñar reformas que permitan afrontar algunos retos, como el demográfico o el climático

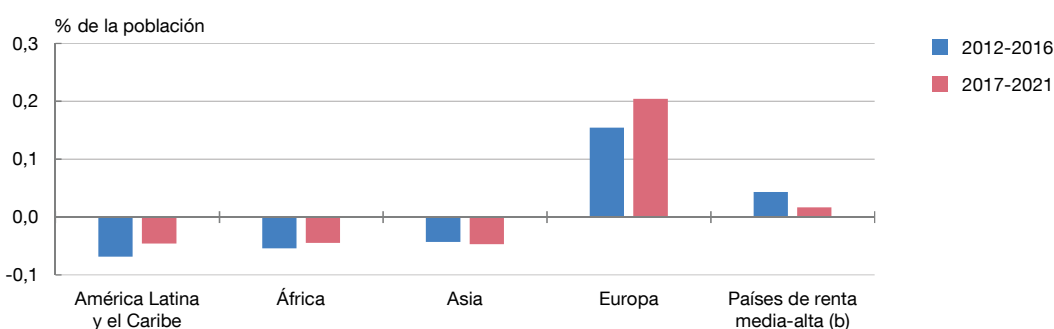
- Existe un amplio margen para la aprobación de nuevas reformas estructurales en América Latina, dado su reducido crecimiento potencial (véase ficha 1). En ese sentido, el crecimiento a largo plazo depende fundamentalmente de la evolución futura de la población en edad de trabajar y los países de la región se enfrentan al reto de un gradual envejecimiento de su población²² (véase gráfico 22.a) y a un saldo migratorio negativo (véanse gráfico 22.b y recuadro 3). Según estimaciones de las Naciones Unidas, la tasa de natalidad de la región caería a 1,7 hijos por mujer en 2050, por debajo del promedio mundial (2,1).
- Adicionalmente, la región está sujeta a elevados riesgos derivados del cambio climático y del aumento de la frecuencia e intensidad de las catástrofes naturales, con efectos negativos sobre la actividad, por lo que podría existir un espacio potencial de cobertura aseguradora de estos, al igual que en otras áreas geográficas (véase recuadro 2).

Gráfico 22

22.a Estructura de la población en América Latina y el Caribe (a)



22.b Flujos migratorios netos



FUENTE: Naciones Unidas.

- a Las pirámides de población representadas en los gráficos muestran la estructura por grupos de edad (como porcentaje del total de la población) en la región y en el mundo.
 b Definición utilizada por las Naciones Unidas.



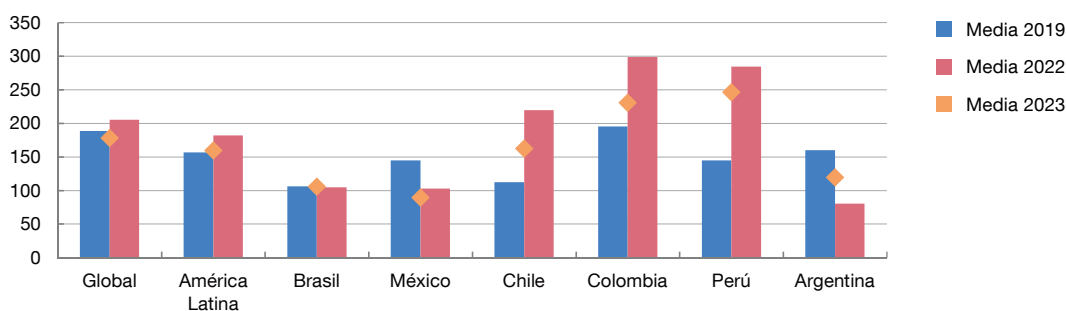
22 Juan Carlos Berganza, Rodolfo Campos, Enrique Martínez Casillas y Javier Pérez. (2020). "El agotamiento del dividendo demográfico en Latinoamérica: retos para las políticas económicas y sociales". *Boletín Económico*, 1/2020, Artículos Analíticos.

23 El desarrollo de las reformas podría verse favorecido por cierta relajación reciente de las tensiones sociales y políticas

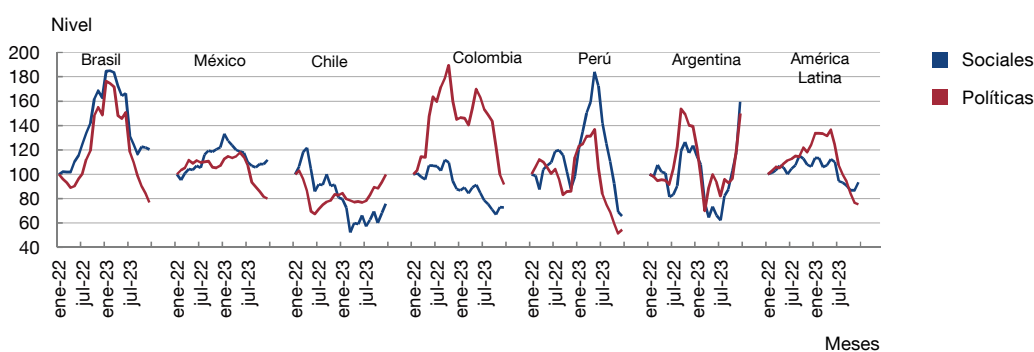
- La incertidumbre de las políticas económicas se redujo en los países de la región donde más había aumentado en los años anteriores, con la notable excepción de Argentina (véanse gráfico 23.a y recuadro 1).
- Después de alcanzar máximos locales en algunos países en el primer semestre del año —tras el asalto al Congreso en Brasil, la destitución del presidente Castillo en Perú y la crisis desatada en Colombia por la financiación de la candidatura del presidente—, las tensiones políticas y sociales se apaciguaron hasta situarse en niveles por debajo de los de comienzos de 2022, con las excepciones de Argentina y Chile (véase gráfico 23.b). Este nuevo contexto de menores tensiones podría contribuir a un clima algo más favorable para la aprobación de reformas estructurales que ayuden a aumentar el crecimiento potencial²³.

Gráfico 23

23.a Indicadores de incertidumbre de la política económica (EPU) (a)



23.b Indicadores de tensiones sociales y políticas (b)



FUENTES: Banco de España y *Economic Policy Uncertainty*.

- a 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.
- b Índices de tensiones sociales y políticas son índices construidos a partir de la prensa local e internacional utilizando palabras relacionadas con las tensiones sociales y las tensiones políticas [véase E. Andres-Escayola, C. Ghirelli, L. Molina, J. Pérez y E. Vidal. (s. f.). "Fundamental spreads for inflation targeters in Latin America", mimeo].



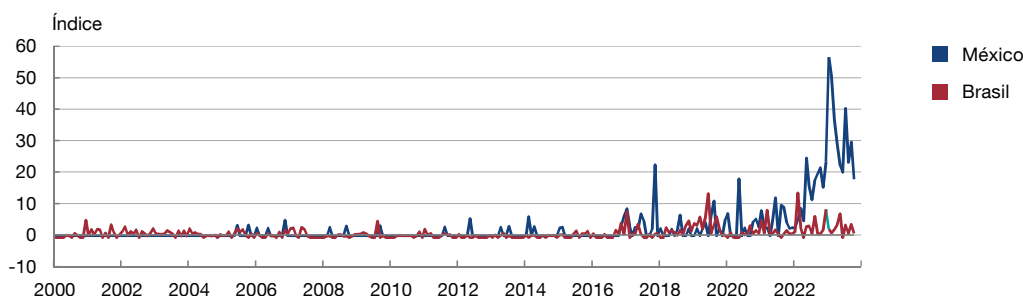
23 IMF Blog. "Latin America Can Boost Economic Growth by Reducing Crime".

24 Además, algunos países de la región podrían beneficiarse a medio plazo de la compleja situación geopolítica global si se materializaran ciertas tendencias incipientes en la localización de empresas multinacionales

- Los incrementos de las barreras comerciales entre las grandes economías mundiales podrían desencadenar cambios en las formas en que las empresas operan a escala global²⁴. Por ejemplo, potenciando el traslado de actividades productivas a países más cercanos geográficamente (*nearshoring*) y más afines políticamente (*friend-shoring*), y en particular a aquellos que tengan una elevada integración en las cadenas globales de valor y un fuerte sector manufacturero. El marcado incremento en las narrativas mediáticas en torno a México y Estados Unidos relacionadas con estos fenómenos indica un mayor interés con respecto a otros países de la región, por ejemplo, en comparación con Brasil (véase gráfico 24.a).
- Estas dinámicas también quedan reflejadas en algunas encuestas recientes llevadas a cabo por los bancos centrales de la región, como la realizada por el de México²⁵, que reflejan un aumento del número de empresas que declaran un impacto positivo sobre su actividad, aunque indican que es un proceso complejo y que se necesitarían inversiones para desplegar la infraestructura necesaria para el correcto funcionamiento del proceso productivo y la posterior distribución de los productos, así como disponer de capital humano. Por tanto, la mayoría de las empresas esperan que sus efectos se produzcan en el medio-largo plazo²⁶.

Gráfico 24

24.a Intensidad de las referencias en la prensa local a términos de política proteccionista y su interacción con decisiones de relocalización empresarial enfocada a Estados Unidos (a)



FUENTE: Banco de España.

a Se presenta un índice que mide la intensidad de las noticias de prensa sobre políticas económicas comerciales restrictivas y su interacción con las decisiones/intenciones de relocalización empresarial del México y Brasil enfocada en Estados Unidos. La intensidad de las noticias se calcula como la fracción de artículos de los periódicos más importantes de estos dos países en el período enero 2000-octubre 2023 que contienen términos relacionados con políticas económicas comerciales restrictivas y decisiones/intenciones de cambio de localización empresarial, se refiere a Estados Unidos y se normaliza por el total de artículos publicados en dichos periódicos. Para facilitar la comparación de valores se estandarizan los indicadores (tomando como referencia el período 2000-2014).



- 24 Demosthenes Ioannou y Javier J. Pérez (eds.). (2023). "The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective. Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment". Occasional Paper Series, 311. European Central Bank.
- 25 Véase, por ejemplo, «Opinión empresarial sobre la relocalización de las empresas hacia México», extracto del *Reporte sobre las Economías Regionales*, abril – junio 2023, recuadro 1, pp. 9-11, del Banco de México.
- 26 Estas dinámicas también se ven reflejadas en encuestas llevadas a cabo por los bancos centrales de algunas economías avanzadas, como varios en el área del euro. Véanse las encuestas de empresas conducidas por el Banco Central Europeo (a multinacionales), el Bundesbank y la Banca d'Italia (a empresas nacionales).

Cuadro 2

América Latina: principales indicadores económicos

	Promedio 2007- 2021	2022	(WEO de octubre de 2023)			2022				2023			
			2023	2024	2025	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
PIB (variación respecto al período anterior) (a)													
América Latina y el Caribe (b)	1,9	3,6	2,3	2,3	2,4	1,0	1,1	0,9	-0,2	1,0	0,2	0,7	—
Argentina	1,4	5,2	-2,5	2,8	3,3	0,8	1,7	0,4	-1,7	0,8	-2,7	2,7	—
Brasil	1,7	2,9	3,1	1,5	1,9	1,0	1,3	1,1	-0,1	1,4	1,0	0,1	—
México (c)	1,4	3,0	3,2	2,1	1,5	1,6	1,0	1,2	0,7	0,6	0,9	1,1	—
Chile	3,1	2,4	-0,5	1,6	2,3	-0,8	-0,3	-1,1	0,1	0,5	-0,3	0,3	—
Colombia (c)	3,5	7,3	1,4	2,0	2,9	1,2	1,6	0,9	-1,6	2,2	-1,0	0,2	—
Perú	4,4	2,7	1,1	2,7	3,1	1,0	0,0	0,8	-0,1	-0,9	-0,1	-0,1	—
IPC (tasa interanual) (a)													
América Latina y el Caribe (b)	5,8	9,8	13,8	10,7	7,3	8,8	10,0	9,2	8,0	7,5	5,9	5,4	5,1
Argentina	22,4	72,4	121,7	93,7	54,1	52,8	61,0	77,6	91,8	102,0	113,0	125,9	172,8
Brasil	5,6	9,3	4,7	4,5	3,0	10,7	11,9	8,7	6,1	5,3	3,8	4,6	4,7
México	4,2	7,9	5,5	3,8	3,1	7,3	7,8	8,5	8,0	7,5	5,7	4,6	4,4
Chile	3,4	11,6	7,8	3,6	3,0	8,3	11,5	13,7	13,0	11,8	8,7	5,6	4,6
Colombia	4,0	10,2	11,4	5,2	3,6	7,8	9,3	10,8	12,6	13,3	12,4	11,4	10,0
Perú	3,0	7,9	6,5	2,9	2,1	6,2	8,3	8,6	8,4	8,6	7,4	5,5	3,7
Saldo presupuestario (% del PIB) (a) (d)													
América Latina y el Caribe (b)	-4,1	-3,7	-4,6	-4,5	-3,2	-3,6	-3,6	-3,7	-3,6	-4,3	-4,7	-5,2	—
Argentina	-3,8	-3,8	-4,0	-3,7	-1,9	-3,7	-4,0	-4,0	-3,8	-4,2	-4,3	-4,3	—
Brasil	-5,5	-4,6	-7,1	-6,0	-5,3	-3,1	-4,1	-4,2	-4,6	-6,0	-6,3	-7,5	—
México	-3,1	-3,5	-3,9	-5,4	-2,6	-3,2	-3,0	-3,3	-3,4	-3,7	-4,2	-4,5	—
Chile	-1,3	1,1	-1,6	-1,3	-0,7	-6,3	-2,0	0,4	1,1	0,8	-1,8	-2,3	—
Colombia	-2,8	-4,2	-3,5	-2,4	-2,6	-6,5	-5,6	-6,0	-4,2	-3,7	-2,6	-2,2	—
Perú	-0,8	-2,2	-2,2	-1,8	-1,2	-2,1	-1,2	-1,8	-2,2	-2,8	-3,7	-3,5	—
Deuda pública (% del PIB) (a)													
América Latina y el Caribe (b)	56,9	62,0	68,1	68,3	68,7	61,8	60,0	60,0	59,2	59,3	—	—	—
Argentina	60,2	84,8	89,5	79,9	76,8	69,7	60,5	64,3	67,6	70,4	—	—	—
Brasil	73,4	72,9	88,1	90,3	92,4	76,4	75,6	74,2	71,7	71,5	72,1	73,4	—
México	48,9	50,0	52,7	54,7	55,1	51,2	50,2	49,7	48,3	48,8	48,1	48,9	—
Chile	17,3	38,0	38,4	41,2	42,4	36,4	36,8	37,3	38,0	37,0	36,7	37,3	—
Colombia	44,9	56,6	55,0	55,1	55,4	58,0	57,2	58,3	59,7	58,2	56,2	55,6	—
Perú	26,4	33,8	33,9	34,0	33,5	33,4	33,6	34,2	33,8	32,8	32,1	32,4	—
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (a) (d)													
América Latina y el Caribe (b)	-1,8	-2,9	-1,8	-1,5	-1,4	-2,2	-2,6	-3,1	-2,8	-2,7	-2,4	-1,8	—
Argentina	-0,9	-0,6	-0,6	1,2	0,8	0,9	0,2	-1,0	-0,7	-1,3	-2,2	-2,6	—
Brasil	-2,4	-3,0	-1,9	-1,8	-1,9	-2,2	-2,6	-3,0	-2,7	-2,7	-2,6	-1,9	—
México	-1,2	-1,3	-1,5	-1,4	-1,1	-0,8	-1,3	-1,4	-1,2	-1,7	-1,3	-0,7	—
Chile	-2,8	-9,0	-3,5	-3,6	-3,5	-8,1	-9,7	-10,0	-9,0	-6,6	-4,4	-3,4	—
Colombia	-3,8	-6,2	-4,9	-4,3	-4,3	-6,2	-6,2	-6,4	-6,2	-5,6	-4,9	-3,4	—
Perú	-2,3	-4,1	-1,9	-2,1	-1,7	-3,2	-3,3	-3,9	-4,0	-2,9	-1,9	-0,7	—
Deuda externa (% del PIB) (a)													
América Latina y el Caribe (b)	37,7	34,4	42,7	40,5	—	37,9	35,4	34,4	34,2	34,0	33,5	32,6	—
Argentina	41,4	43,8	—	—	—	52,6	48,8	45,1	44,1	43,1	43,1	44,0	—
Brasil	29,0	35,5	—	—	—	39,7	36,5	35,4	34,9	34,7	35,1	34,1	—
México	13,5	13,9	—	—	—	16,5	15,0	14,7	13,9	13,6	12,4	11,4	—
Chile	55,4	77,6	—	—	—	76,5	74,5	74,3	77,4	74,9	72,7	70,4	—
Colombia	33,1	53,6	—	—	—	53,5	51,3	50,5	53,3	55,1	56,0	55,2	—
Perú	34,1	41,8	—	—	—	45,0	43,4	42,6	41,8	41,5	40,8	39,1	—
PRO MEMORIA: Agregado de economías emergentes, excluidas América Latina y China (FMI), WEO de octubre de 2023)													
PIB (tasa interanual)	4,1	4,7	3,7	4,2	4,5	—	—	—	—	—	—	—	—
IPC (tasa interanual)	7,1	13,3	11,8	10,6	8,3	—	—	—	—	—	—	—	—
Saldo presupuestario (% del PIB)	7,1	-3,9	-4,8	-4,6	-4,3	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública (% del PIB)	42,0	56,0	57,6	57,8	58,6	—	—	—	—	—	—	—	—
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,7	2,0	0,3	0,2	-0,1	—	—	—	—	—	—	—	—
Deuda externa (% del PIB)	27,6	26,7	27,1	26,2	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	31,7	32,5	32,7	33,1	33,5	—	—	—	—	—	—	—	—

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.

Esquema 1

Evolución reciente de los sistemas bancarios en América Latina y riesgos para la estabilidad financiera según los bancos centrales de la región**MÉXICO****Riesgo político/geográfico**

Condiciones financieras globales más restrictivas por aumento de las tensiones geopolíticas.

**Riesgo crediticio**

Aumento del riesgo de crédito en cartera de empresas y familias por una mayor probabilidad de impago y mayor correlación de los incumplimientos.
Mayor riesgo de mercado por ajuste de los balances a activos más sensibles a los cambios en los tipos de interés.

**Resiliencia sistema financiero y fiscal**

Ajustes no esperados en las calificaciones soberanas y de Pemex.
Evento sistémico que afecte al sistema financiero global.
Aumento de frecuencia y sofisticación de ciberataques en un contexto de mayor riesgo geopolítico
Mayor riesgo por eventos relacionados con el cambio climático, especialmente por la baja diversificación de la cartera (concentración de todo tipo de riesgos en las entidades).

**COLOMBIA****Riesgo político/geográfico**

Exposición a cambios súbitos de las condiciones financieras globales por mayores riesgos geoestratégicos

**Riesgo crediticio**

Materialización del riesgo de crédito por aumento de la cartera vencida, en especial de consumo, tras el fuerte aumento de los préstamos en los años 2021 y 2022.
Expectativa de aumento del riesgo de crédito de empresas por desaceleración de la actividad y tipos de interés oficiales más elevados durante más tiempo de lo inicialmente estimado por la resistencia a la baja de la inflación.
Menor crecimiento de los socios comerciales.
Caída de las ventas de viviendas nuevas que merma la capacidad de pago del sector inmobiliario.
Choques climáticos para la inflación (El Niño).

**Riesgo cambiario**

Alta presencia de inversores extranjeros en mercados en moneda local amplifican la vulnerabilidad de la economía ante cambios en las condiciones financieras globales.

**Resiliencia sistema financiero y fiscal**

Baja rentabilidad de las entidades de crédito, reducción de aportaciones netas y de la liquidez de los fondos de inversión vinculados a estas, y aumento del riesgo en balance por la subida de los tipos de interés.
Descenso de los depósitos a la vista por cambios regulatorios relacionados con coeficientes de liquidez de Basilea III.

**PERÚ****Riesgo político/geográfico**

Aumento de las tensiones geopolíticas.
Baja confianza empresarial y repercusiones de la conflictividad social.

**Riesgo crediticio**

Moderado incremento del riesgo crediticio por un contexto económico menos favorable, aumento de la conflictividad social y repercusiones de los fenómenos climatológicos extremos (El Niño).
Los préstamos a grandes empresas redujeron su riesgo de crédito por una menor demanda de financiación por parte de estas.

**Resiliencia sistema financiero y fiscal**

Retiro de fondos de pensiones ha llevado a que estos tengan una cartera subóptima y a menor liquidez en el mercado de pasivos en moneda local. Posible corrección abrupta de los precios de los activos nacionales si se materializan nuevas retiradas de fondos.

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.)**BRASIL****Riesgo político/geográfico**

Preocupación por escenarios extremos de revaluación de los precios de los activos por la reordenación de los balances de los bancos centrales.

Eventos sistémicos en el sector financiero de las economías avanzadas.

Riesgos climáticos en los sectores más expuestos a sus consecuencias (agricultura, minería, construcción, energía hidroeléctrica).

**Riesgo crediticio**

Aumento de la materialización del riesgo de crédito por el elevado endeudamiento de los agentes.

Capacidad de pago de los hogares, aún bajo presión, aunque se anticipa un descenso del grado de incumplimiento.

Empresas grandes reducen el riesgo materializado tras el episodio de las Lojas Americanas.

Reducción de la capacidad de pago de las empresas micro y pequeñas.

**Riesgo cambiario**

Reducido y el sistema financiero lo afrontaría sin dificultades.

**Resiliencia sistema financiero y fiscal**

Reducción de la preocupación por la sostenibilidad del marco fiscal y la deuda pública, aunque sigue siendo uno de los riesgos más relevantes.

Aumento de la preocupación por la ciberseguridad y el uso de nuevas tecnologías en la banca.

**CHILE****Riesgo político/geográfico**

Efectos de los conflictos geoestratégicos sobre el precio de las materias primas.

**Riesgo crediticio**

Deterioro de la posición financiera de los hogares asociada a un deterioro adicional del mercado laboral.

Riesgo de reversión del precio de los activos. Altos costes, demanda débil y condiciones de financiación restrictivas en el sector inmobiliario.

**Resiliencia sistema financiero y fiscal**

Riesgo de liquidez por el vencimiento de los programas FCIC (Facilidad Condicionada al Incremento de las Colocaciones), puesto en marcha durante la pandemia. Supone el 8 % de los pasivos y está previsto que venza en abril y julio de 2024.

Fricciones por convergencia a Basilea III, prevista para 2025.

Profundidad de mercado baja en términos históricos y con capacidad reducida para absorber *shocks* externos.

Necesario mantener la senda de consolidación fiscal, especialmente ante el cambio de perspectiva del *rating* soberano a «negativo» por debilitamiento de consensos políticos y económicos.

Riesgo operacional por la creciente transformación digital de la banca.

**ARGENTINA****Riesgo político/geográfico**

Condiciones financieras más adversas por riesgos geopolíticos.

**Riesgo crediticio**

Materialización del riesgo en 2024, que puede agravarse por el contexto local (economía más débil y mayor volatilidad de los mercados).

Mayor riesgo de liquidez en las entidades por una mayor volatilidad de los depósitos en pesos y un acortamiento de sus plazos.

**Resiliencia sistema financiero y fiscal**

Endeudamiento del sector público y privado muy elevado, segmentos de mercado sobrepreciados y reciente injerencia de intermediación financiera no bancaria, que se suele comportar de manera procíclica.

Riesgos operacionales ligados a la innovación tecnológica y al creciente uso de criptoactivos, que limitan la soberanía monetaria de los países, dan lugar a mayor volatilidad en los flujos de capitales y a efectos de contagio entre mercados.

Riesgos vinculados al cambio climático elevados, en especial por las sequías (se analiza el efecto en un recuadro del Informe y se señala que el banco central impulsará y vigilará el cumplimiento de lo establecido en la Estrategia Nacional de Finanzas Sostenibles).

FUENTE: Banco de España.

Recuadro 1

MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN ARGENTINA**Problemas económicos a los que se enfrenta Argentina**

Argentina ha pasado desde 2011 por un período prolongado de falta de crecimiento económico (véase gráfico 1) y de empeoramiento de sus cuentas públicas (véase gráfico 2). En particular, el aumento del gasto público fue el principal determinante del deterioro del saldo público, aunque también contribuyó la caída de la recaudación tributaria. En ausencia de crecimiento durante un período de más de una década, la tasa de pobreza¹ se incrementó desde el 29 % hasta el 40 % entre el primer semestre de 2017 (primer año disponible) y el primer semestre de 2023. Si bien la tasa de desempleo es relativamente baja (5,7 % en el tercer trimestre de 2023), algunos analistas privados estiman que cerca de la mitad del empleo es informal².

Frente a la incapacidad de obtener financiación en los mercados financieros y, sobre todo, tras el abandono del programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI)³, el Tesoro de Argentina ha tenido que recurrir en mayor medida a la financiación monetaria del banco central, lo que ha provocado, con cierto retardo, una aceleración de la tasa de inflación (véase gráfico 3) y una depreciación de la moneda (véase gráfico 4). El déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos asciende al 2,6 % del PIB (en el tercer trimestre de 2023). Con respecto a la deuda pública, desde que se han cerrado los mercados internacionales⁴ ha aumentado la importancia relativa de los prestamistas oficiales (véase gráfico 5). La mayor parte de la deuda pública está denominada en moneda extranjera, y

asciende al 57,2 % del PIB; por su parte, la deuda en moneda nacional llega hasta el 31,2 % del PIB (véase gráfico 6). Argentina enfrenta importantes vencimientos de deuda pública con el FMI (véase gráfico 7) y con tenedores privados (véase gráfico 8).

Primeras políticas implementadas por el nuevo gobierno

Frente a esta situación, la nueva Administración que asumió el gobierno de Argentina el día 10 de diciembre de 2023 presentó un plan de ajuste fiscal que pretende llevar el saldo público primario desde un déficit del 3 % del PIB estimado para 2023 hasta un superávit del 2,1 % del PIB para 2024. El pago de intereses de la deuda pública se sitúa en alrededor del 2 % del PIB, por lo que el resultado financiero del Estado estaría equilibrado y no haría falta recurrir a la emisión monetaria como método de financiación. El plan de ajuste fiscal (véase cuadro 1) contempla incrementos del impuesto «para una Argentina inclusiva y solidaria» (PAIS), que grava las importaciones no esenciales⁵, y de impuestos a las exportaciones no agrícolas. Conjuntamente, de acuerdo con las estimaciones oficiales, estas dos medidas incrementarían la recaudación en 1,8 % del PIB. El plan también prevé la reversión de una reforma al impuesto a los ingresos personales, que añadiría ingresos por el 0,4 % del PIB, y una nueva amnistía fiscal que podría recaudar un 0,5 % del PIB. Por el lado del gasto público, el plan de ajuste prevé una reducción del 2,9 % del PIB. Entre las principales partidas afectadas se encuentran los subsidios al transporte y a la energía (0,7 %

- 1 La tasa de pobreza se mide como el porcentaje de población en grandes núcleos urbanos cuyos ingresos no son suficientes para cubrir un conjunto de necesidades alimentarias y no alimentarias consideradas esenciales por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Este umbral varía en el tiempo de acuerdo con el nivel general de precios y también de acuerdo con variaciones en los precios relativos de los bienes.
- 2 El empleo informal está definido como empleo por cuenta ajena y cuenta propia sin aportes al Sistema de Seguridad Social. El INDEC no elabora una estadística oficial de informalidad. Sin embargo, existen estimaciones privadas realizadas a partir de los datos publicados por el INDEC. La fuente más mencionada en los medios de comunicación es el Barómetro de la Deuda Social Argentina, publicado por la Universidad Católica Argentina. En su último informe [E. Donza. (2023). "Escenario laboral en la Argentina del pos-COVID-19. Persistente heterogeneidad estructural en un contexto de leve recuperación del mercado de trabajo (2010-2022)". Documento Estadístico – Barómetro de la Deuda Social Argentina (1.ª ed.), EDUCA] se cifra la tasa de empleo informal en 49,8 % para el año 2022.
- 3 El programa con ese organismo se encontraba caído debido a que incumplieron las metas durante la Administración anterior (véase el documento «Argentina: Fifth and Sixth Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Request for Rephasing of Access, Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, Modification of Performance Criteria and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina»), pero el FMI ha llegado a un nuevo acuerdo con Argentina para relanzar el acuerdo, desembolsando 4.700 millones de dólares (véanse el comunicado y el documento «Argentina: Seventh Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, Requests for Rephasing of Access, Extension of the Arrangement, Waivers of Nonobservance of Performance Criteria, Modification of Performance Criteria, and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina»).
- 4 Argentina perdió el acceso a los mercados internacionales, pero ha podido seguir colocando deuda pública en el mercado local.
- 5 Este impuesto se introdujo en 2019. Alcanza ciertas operaciones en moneda extranjera. Estas operaciones incluyen gastos con tarjeta de débito y crédito en moneda extranjera, servicios turísticos en el exterior, pago a plataformas de *streaming* de películas o música, servicios de mensajerías, seguros y servicios de informática, entre otras.

Recuadro 1

MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN ARGENTINA (cont.)

del PIB), obra pública (0,7 % del PIB), transferencias a las provincias (0,5 % del PIB), jubilaciones y pensiones (0,4 % del PIB) y programas sociales (0,4 % del PIB). El plan también contempla una reducción del 0,5 % del PIB en gastos de funcionamiento del Estado y un aumento de gasto no especificado que iría destinado a asistencia social a hogares vulnerables, de 0,3 puntos porcentuales del PIB. Los incrementos tributarios, así como la amnistía fiscal, deben ser aprobados por ley⁶. La reducción del

valor real de jubilaciones y pensiones, que aumentarían menos que la inflación, necesita que se apruebe por ley la eliminación de la fórmula de indexación vigente en la actualidad en Argentina.

El Gobierno también devaluó en el mes de diciembre el tipo de cambio oficial⁷, que pasó de 366 pesos por dólar a 800 pesos por dólar (véase gráfico 4), y anunció que seguirá devaluando el tipo de cambio a una tasa del 2 %

Gráfico 1
Nivel del PIB en comparación con otros países

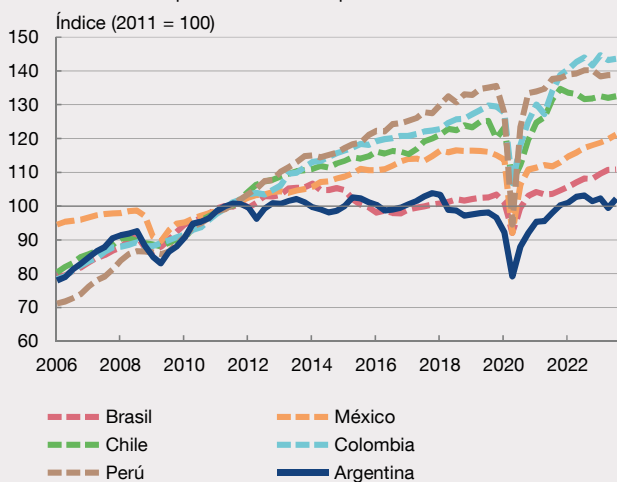


Gráfico 2
Saldo público

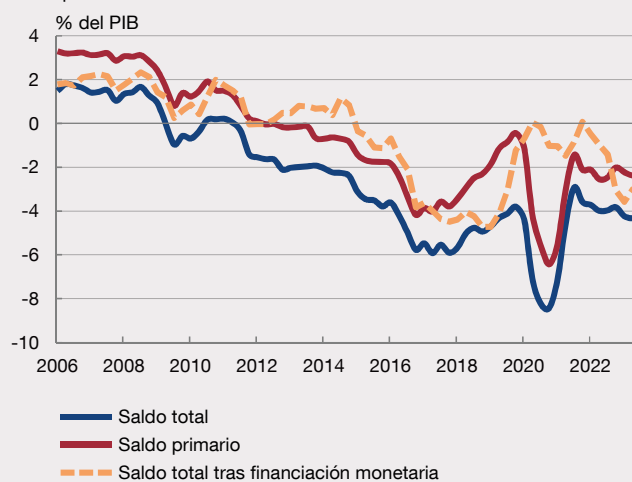


Gráfico 3
Transferencias del banco central al Tesoro e inflación

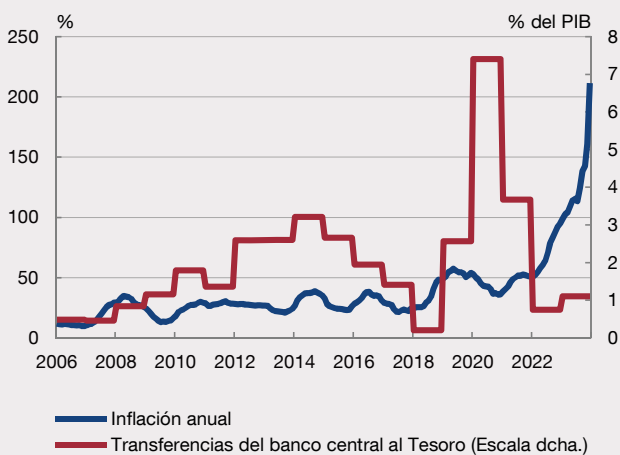
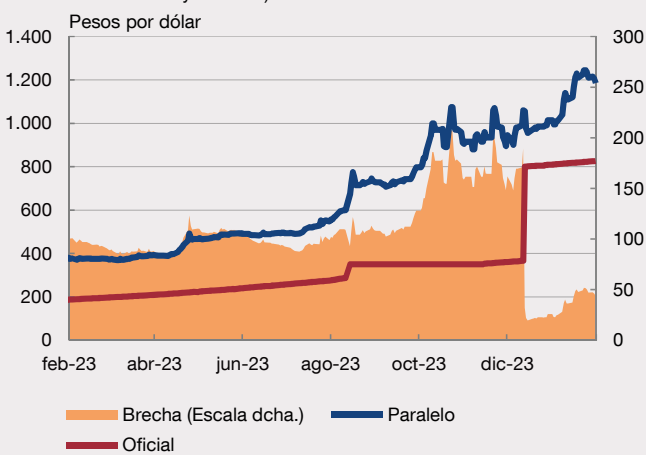


Gráfico 4
Tipo de cambio y brecha cambiaria (diferencia porcentual entre el tipo de cambio de mercado y el oficial)



FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

6 Estas medidas tributarias formaban parte de una ley ómnibus que había enviado el poder ejecutivo al Congreso, pero fueron retiradas para discutirse por separado en una fecha todavía no definida.

7 La fijación del tipo de cambio oficial había llevado a una creciente brecha entre el tipo de cambio oficial y el de mercado.

Recuadro 1

MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN ARGENTINA (cont.)

mensual. Este ritmo de depreciación llevará a una apreciación cambiaria en términos reales en los próximos meses, ya que se esperan tasas de inflación mensual superiores al 2 %. El Gobierno comunicó que se mantenía de momento el mercado de cambios desdoblado en varios tipos de cambio oficiales y un mercado libre, pero que esta situación es transitoria y que se espera converger a un mercado libre en el futuro. La devaluación de la moneda ha tenido un impacto en el aumento de los precios. Por otro lado, el incremento del tipo de cambio

oficial ha tenido un efecto positivo sobre las reservas internacionales del banco central, que han comenzado a incrementarse en los días posteriores a la devaluación. Los anuncios de dolarización realizados en la campaña electoral no se han concretado en propuestas legislativas por el momento.

Además de estas medidas que atacan el déficit público y la escasez de reservas internacionales, el Gobierno emitió un decreto de necesidad y urgencia⁸ que busca eliminar

Gráfico 5
Estructura de la deuda pública según acreedor

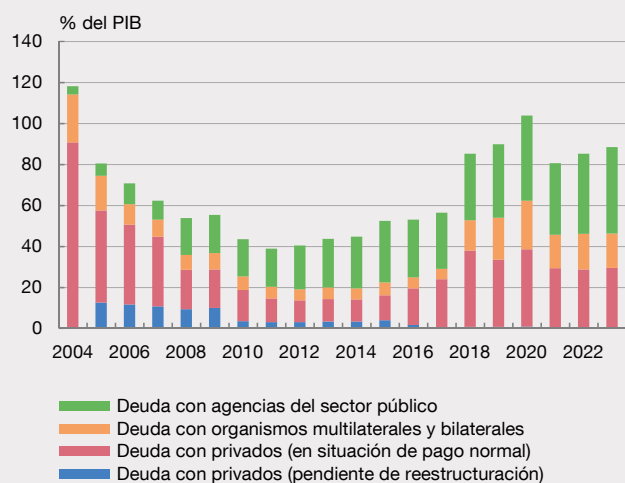


Gráfico 6
Estructura de la deuda pública según moneda

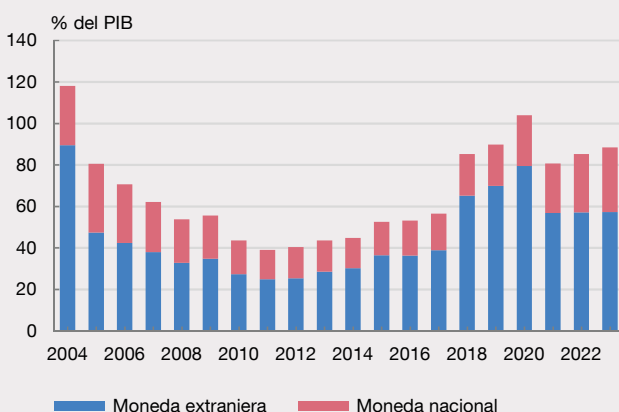


Gráfico 7
Perfil de vencimientos con el FMI

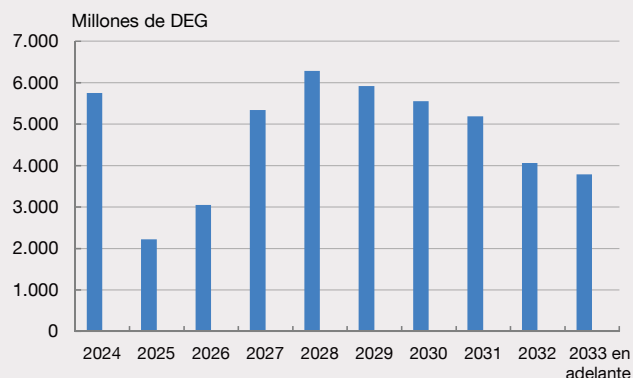
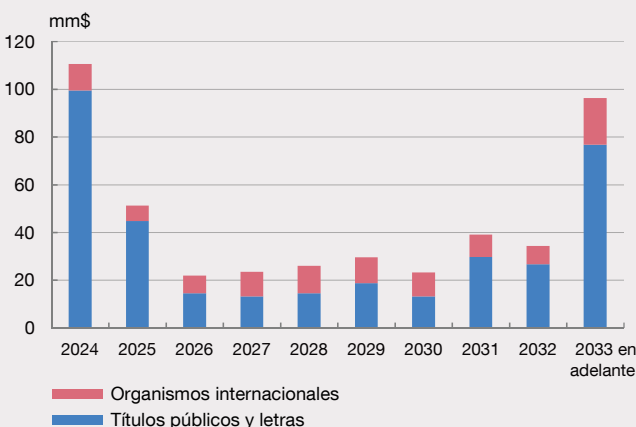


Gráfico 8
Perfil de vencimientos de la deuda del Gobierno central



FUENTES: Ministerio de Economía de Argentina y FMI.

8 Los decretos de necesidad y urgencia (DNU) son decretos que puede emitir el poder ejecutivo de manera excepcional si existe una emergencia. Entran en vigor sin intervención del Congreso. Sin embargo, si las dos cámaras del Congreso posteriormente rechazan el decreto, en ese momento pierde vigencia. Este tipo de decretos tienen como restricción que no pueden legislar sobre materia tributaria, penal o electoral.

Recuadro 1

MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN ARGENTINA (cont.)

algunas de las distorsiones que dificultan el crecimiento económico a largo plazo. Entre las medidas contempladas en el decreto se incluyen cambios en el mercado laboral y la desregulación de una variedad de mercados de bienes⁹, como el farmacéutico y el aeronáutico, entre otros, así como una liberalización sustancial de las importaciones y de las exportaciones¹⁰, que ya no requieren la concesión de permisos previos. Se ha liberalizado el mercado de alquileres, permitiendo que las partes utilicen mecanismos de indexación para los contratos. El Gobierno también envió al Congreso una ley omnibus que pretendía una mayor desregulación de la economía y también abría el camino para la privatización de varias empresas públicas o la transferencia de las acciones a los empleados; sin embargo, la retiró tras verificar que no contaba con el apoyo parlamentario necesario para aprobarla en su totalidad.

Muchas de las medidas tomadas por el Gobierno coinciden con recomendaciones que realizó el FMI en su último informe del artículo IV¹¹. Así, por ejemplo, este organismo recomendaba reducir los subsidios a la energía, la eliminación de la financiación monetaria del déficit, una depreciación del tipo de cambio oficial y una simplificación del sistema cambiario. El documento del

FMI también menciona la necesidad de mejorar la sostenibilidad a largo plazo del sistema de pensiones. Por otra parte, el FMI contemplaba un ajuste fiscal más gradual y sin reducir la inversión pública.

El decreto de necesidad y urgencia se encuentra vigente, salvo en sus aspectos laborales, que han sido suspendidos por la justicia en primera instancia, aunque el poder ejecutivo ha apelado la decisión. Tanto el decreto como el tratamiento parlamentario de la ley omnibus han provocado huelgas y manifestaciones y podrían elevar las tensiones sociales en el país (al contrario de lo que ocurre en el resto de la región; véase ficha 23).

Reacción de los mercados financieros

Los mercados no han mostrado cambios significativos tras el anuncio de las distintas piezas legislativas. Esto probablemente se debe a que el objetivo de un presupuesto público equilibrado fue parte de la campaña electoral del ahora presidente Milei. De hecho, los mayores movimientos de los mercados se dieron tras conocerse la victoria de este en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, el 19 de noviembre de 2023.

Cuadro 1
Medidas de política fiscal expresadas como porcentaje del PIB

	Año 2023	Ajuste en 2024
Ingresos		
Impuestos al comercio internacional	2,4	1,8
Otros impuestos	8,2	0,4
Amnistía fiscal		0,5
Gastos		
Subsidios	2,3	-0,7
Inversión de capital	1,5	-0,7
Transferencias a provincias y empresas públicas	0,9	-0,5
Jubilaciones y pensiones	7,6	-0,4
Asistencia social	3,3	-0,4
Gastos de funcionamiento del Estado	4,0	-0,5

FUENTES: Ministerio de Economía de Argentina y FMI.

- 9 Se elimina la obligación de registrarse previamente para poder realizar ciertas actividades y otras restricciones a la entrada que limitan la competencia.
- 10 La mayor parte de las importaciones por parte de empresas estaban sujetas a licencias no automáticas que debían ser aprobadas antes por la Secretaría de Comercio. También existían prohibiciones a la exportación de ciertos productos, como, por ejemplo, algunos cortes de carne.
- 11 Véase el documento «Argentina: Staff Report for 2022 Article IV Consultation and request for an Extended Arrangement under the Extended Fund-Facility-Press Release; Staff Report; and Staff Supplements».

Recuadro 1

MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN ARGENTINA (cont.)

Tras conocerse los resultados electorales, se observó una reducción de la prima de riesgo soberano (véase gráfico 9) y un aumento pronunciado del índice bursátil de Buenos Aires medido en dólares (véase gráfico 10). El tipo de cambio paralelo se depreció inicialmente, pero este movimiento se revertió a los pocos días (véase gráfico 11). Las reservas internacionales (véase gráfico 12) no experimentaron cambios significativos inmediatamente tras la jornada electoral, pero sí muestran una tendencia ascendente a partir del día del anuncio del paquete fiscal, aunque, en este caso, su evolución probablemente esté

relacionada con el anuncio simultáneo de la fuerte depreciación del tipo de cambio oficial, que generó menores incentivos a comprar dólares del banco central por parte de los importadores y mayores incentivos a liquidar divisas al tipo de cambio oficial por parte de los exportadores.

Exposición de España y posible impacto de las medidas anunciadas en los países de la región

Si bien desde 2023 Argentina es considerado un país material para el sector bancario español a efectos del

Gráfico 9
Diferencial soberano

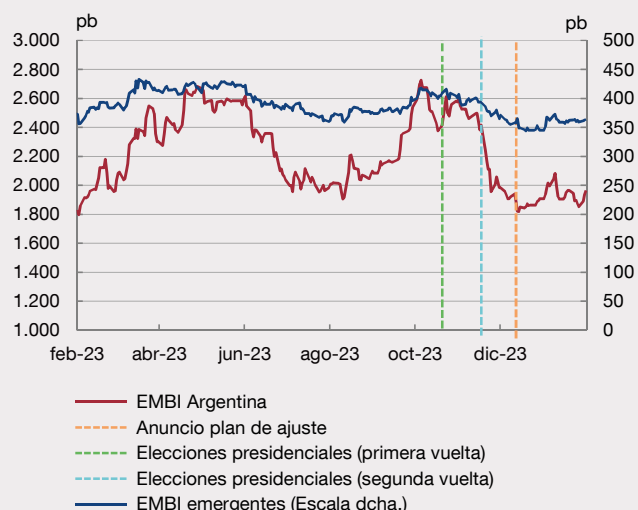


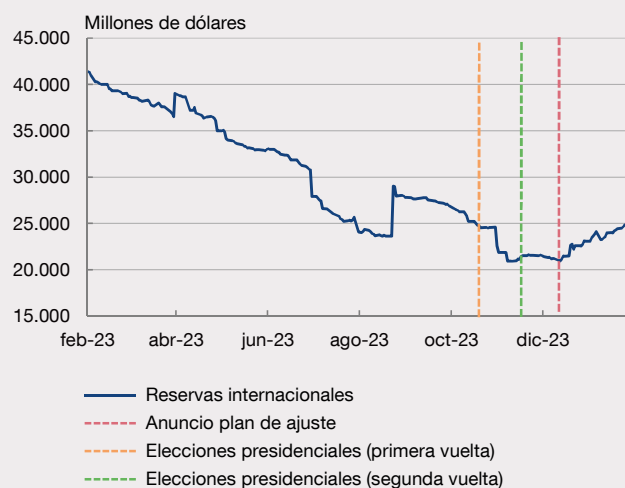
Gráfico 10
Índice de bolsa de Buenos Aires



Gráfico 11
Tipo de cambio



Gráfico 12
Reservas internacionales



FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

Recuadro 1

MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN ARGENTINA (cont.)

colchón de capital anticíclico, al superar el umbral de activos bancarios que los bancos españoles tienen en él, la exposición de España a este país es muy reducida (véase gráfico 13). De hecho, la fuerte depreciación del tipo de cambio oficial sitúa actualmente a Argentina debajo del umbral que se utiliza para decidir qué país es considerado material para España. Las cuotas porcentuales tanto de los activos como de los pasivos bancarios son actualmente las más bajas de todos los países clasificados como materiales para España. En el ámbito comercial, la economía española tampoco se encuentra fuertemente

expuesta a la economía argentina. Las exportaciones españolas hacia Argentina y las importaciones españolas desde Argentina representan menos del 1 % de los flujos comerciales de España en cada una de las direcciones. La mayor exposición de España se encuentra en la inversión extranjera directa, ya que el 2,6 % se halla radicada en Argentina (véase cuadro 2).

El impacto de las medidas anunciadas en la actividad de los países de la región es incierto. En caso de haber efectos contractivos, los países que podrían verse más

Cuadro 2

Exposición de España

Cuotas de participación de los países materiales en las variables de posicionamiento exterior de España (2022)

Cuota (%)	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Reino Unido	México	Perú	Turquía	Estados Unidos	Agregado de los países materiales
Total activos bancarios	1,14	9,28	3,85	1,16	22,44	10,21	1,38	2,92	12,05	64,44
Activos préstamos	0,82	9,36	3,69	1,33	26,12	9,78	1,66	3,16	11,12	67,05
Activos representativos de títulos de deuda	3,04	11,99	3,37	0,61	3,22	14,50	0,70	3,06	15,41	55,89
Activos instrumentos de patrimonio	0,84	3,14	0,10	0,42	14,26	2,94	0,05	0,86	18,29	40,90
Activos derivados	0,01	2,40	7,44	0,62	30,44	5,31	0,13	0,12	13,20	59,67
Total pasivos bancarios	1,41	6,93	3,39	1,20	25,75	11,20	1,51	2,88	11,10	65,37
Pasivos depósitos	1,57	7,26	3,01	1,28	25,52	11,66	1,65	3,19	10,66	65,79
Pasivos derivados	0,02	1,46	8,17	0,39	32,88	5,76	0,17	0,18	15,66	64,69
Pasivos posiciones cortas	0,01	15,64	0,17	0,92	3,95	13,56	0,34	0,00	12,07	46,66
Exportaciones de bienes	0,31	0,92	0,46	0,38	5,47	1,34	0,20	1,74	4,86	15,67
Importaciones de bienes	0,50	1,99	0,35	0,34	2,46	1,30	0,38	2,18	7,40	16,91
Exportaciones de servicios (a)	0,83	1,02	0,79	—	14,08	1,65	—	0,55	8,10	28,87
Importaciones de servicios (b)	0,59	0,97	0,34	—	9,01	1,31	—	1,03	9,28	23,70
Exportaciones de turismo	—	—	—	—	—	—	—	—	—	29,44
Importaciones de turismo	—	—	—	—	—	—	—	—	—	21,39
Exportaciones en valor añadido (c)	0,31	1,22	0,43	0,11	4,73	1,07	0,14	0,57	5,15	13,72
Importaciones en valor añadido (c)	0,39	0,46	0,20	0,07	4,53	1,80	0,04	0,69	1,36	9,53
IED de España en	2,62	6,71	3,43	1,62	18,10	8,84	0,77	1,25	14,72	58,05
IED en España de	0,11	0,36	0,01	0,34	12,63	2,64	0,08	0,00	3,52	19,69
Inversión de cartera activa en renta fija de España en (d)	0,05	—	0,26	—	3,94	—	0,02	0,04	9,04	14,74
Inversión de cartera activa de renta variable de España en (e)	0,01	—	0,01	—	2,05	—	0,01	0,00	9,32	11,90

FUENTES: Banco de España, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

a El agregado de Colombia y Perú es de 1,84.

b El agregado de Colombia y Perú es de 1,17.

c Los datos corresponden a 2019.

d El agregado de Brasil, Colombia y México es de 1,40.

e El agregado de Brasil, Colombia y México es de 0,50.

Recuadro 1

MEDIDAS RECIENTES DE POLÍTICA ECONÓMICA EN ARGENTINA (cont.)

afectados son los países del MERCOSUR, y entre ellos Paraguay y Uruguay, que tienen una mayor relación

comercial con Argentina (véase gráfico 14), y, en menor medida, Brasil.

Gráfico 13
Exposición del sistema financiero español a efectos del colchón de capital anticíclico (diciembre 2022) (a)

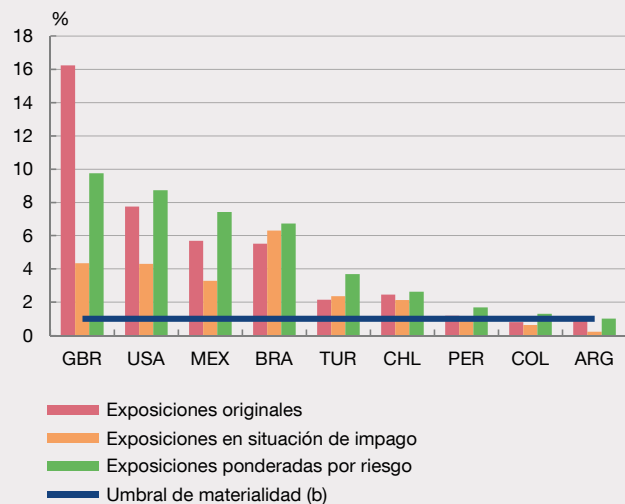
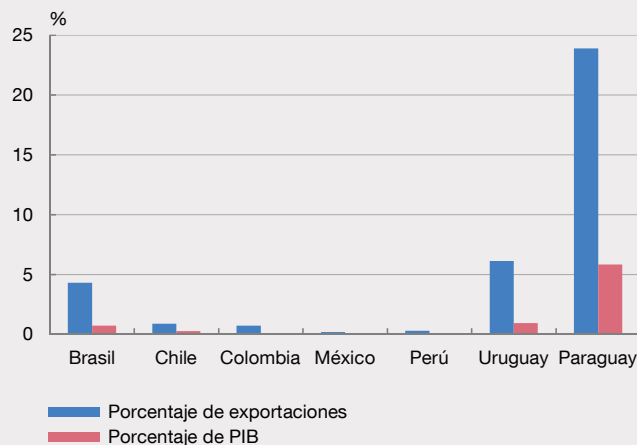


Gráfico 14
Exportaciones a Argentina



FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

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

Recuadro 2

EL MERCADO ASEGURADOR LATINOAMERICANO¹

Los sectores bancario y asegurador son claves en el proceso de formación de capital de las economías a través del proceso de ahorro-inversión. El sector bancario, como intermediario entre oferentes y demandantes de crédito, y el sector asegurador, como protector y compensador de riesgos a través de sus distintos segmentos de negocio, constituyen un apoyo al funcionamiento de los diferentes sectores de la economía real. Adicionalmente, América Latina está particularmente expuesta a elevados riesgos derivados del cambio climático y de las catástrofes naturales, con efectos negativos sobre la actividad, lo que hace crucial contar con una adecuada cobertura aseguradora de los mismos.

El sector asegurador de América Latina desde una perspectiva global

Para estimar el grado en el que ambas actividades se encuentran insertadas en una economía, en el caso del sistema bancario se utiliza habitualmente la ratio crédito sobre PIB y en el del sector asegurador el índice de penetración (primas de seguros/PIB). Como muestran los gráficos 1 y 2, el desarrollo de ambos sectores se encuentra muy ligado al nivel de desarrollo que alcanza cada economía, y en el caso de América Latina el tamaño de los sectores es, en general, acorde con lo esperable dado su PIB per cápita.

Así, para el sector asegurador, el índice de penetración promedio de América Latina se ubicó en el 3,01 % en 2022 (1,74 % y 1,27 % en los seguros de no vida y de vida, respectivamente), apreciándose a lo largo de la última década una tendencia creciente, a la cual ha contribuido principalmente el desarrollo de los seguros de vida y, en menor medida, el de los seguros de no vida, que siguen siendo, no obstante, el segmento que más peso tiene en el agregado regional². Estos porcentajes contrastan con la penetración media de las economías avanzadas de referencia, que fue del 3,6 % en los seguros de no vida y del 4,5 % en los de vida, aunque son ligeramente superiores a los de otras economías emergentes. Detrás

de este panorama regional, existe heterogeneidad por países. Así, Puerto Rico muestra el mayor índice de penetración de la región (16,4% del PIB), por el importante rol que juegan las entidades aseguradoras en su sistema sanitario. Por debajo de Puerto Rico, Chile (4,3 %), Colombia (3,2 %) y Brasil (3,1 %) fueron los países que mayor índice de penetración alcanzaron en 2022, todos ellos por encima de la media de la región, aunque solo ligeramente en el caso de los dos últimos (véase gráfico 3). El mayor índice de penetración de estos mercados contribuye a que la región de América Latina presente un nivel de desarrollo de su mercado asegurador relativamente superior al de otras regiones emergentes.

Con todo, el sector asegurador en América Latina ha experimentado una expansión significativa a lo largo de las últimas décadas. De esta forma, su participación en el negocio de seguros mundial ha venido incrementando su peso hasta el 2,6 % en 2022, desde unos niveles del 1,8% en 1980, mientras que, en el mismo período, el peso del PIB latinoamericano en la economía mundial ha caído 2,3 puntos porcentuales (pp) (desde el 8,6% hasta el 6,3%), como ilustra el gráfico 4. No obstante, esta expansión no ha sido lineal y la evolución de la cuota del mercado asegurador latinoamericano en el mercado mundial se ha visto afectada por la evolución del ciclo económico en la región. Así, por ejemplo, durante el período de revalorización de las materias primas en 2003-2013 («boom de las *commodities*»), la participación de los seguros en el total mundial se incrementó en 1,9 pp, mientras que en los períodos de menor crecimiento económico (desde 2013) o en los que se produjeron crisis económicas y financieras en la región (por ejemplo, la década de los ochenta, conocida como «década perdida»), se observa un descenso de esta ratio, amplificado además por el efecto en la depreciación de las monedas de los distintos países al que usualmente esos eventos cíclicos se hallan ligados.

También puede observarse cómo en los años 2021 y 2022 un crecimiento económico mayor del previsto favoreció el

1 Recuadro realizado en colaboración con Ricardo González (MAPFRE Economics).

2 Las principales líneas de negocio asegurador suelen agruparse en dos grandes segmentos: el de no vida (que incluye los seguros de autos, los de salud, los relacionados con el hogar, la industria o el comercio —que cubren riesgos como los de incendio, daños, robo o responsabilidad civil— y otros seguros generales como los de crédito, accidentes o decesos, entre otros) y el de vida (que incluye tanto los seguros de protección contra el riesgo de muerte como los seguros de vida vinculados al ahorro y los seguros de rentas temporales o vitalicias). Como referencia, el peso en 2022 en América Latina de los seguros de autos fue del 17,1% de las primas totales (17,5% en España); el correspondiente a los accidentes de trabajo, del 3,4% (0% en España, ya que lo cubre la Seguridad Social); el de los seguros de salud, del 14,4% (16,3% en España), y el del resto de los seguros de no vida, del 22,8% (28,3% en España). El negocio de vida, por su parte, representó el 42,3% de las primas en América Latina (37,9% en España, mercado en el que tiene también un bajo nivel de desarrollo).

Recuadro 2

EL MERCADO ASEGURADOR LATINOAMERICANO (cont.)

desarrollo de los seguros de no vida en Latinoamérica, mientras que los tipos de interés reales positivos representaron un impulso adicional para los seguros de vida ahorro, particularmente en el mercado brasileño, que tiene un peso fundamental en el agregado regional (34,8 % de las primas totales). Cabe señalar que Brasil ha logrado un desarrollo significativo de esa clase de seguros de vida, que lo ha situado al nivel de los mercados

desarrollados, gracias a la implementación de políticas públicas orientadas a fomentar el ahorro a través de este tipo de productos³.

Actividad aseguradora y políticas públicas

Un aspecto relevante en la explicación de los diferenciales que se observan en los niveles de penetración entre distintos países de América Latina tiene que ver con la

Gráfico 1
Sector bancario: grado de bancarización

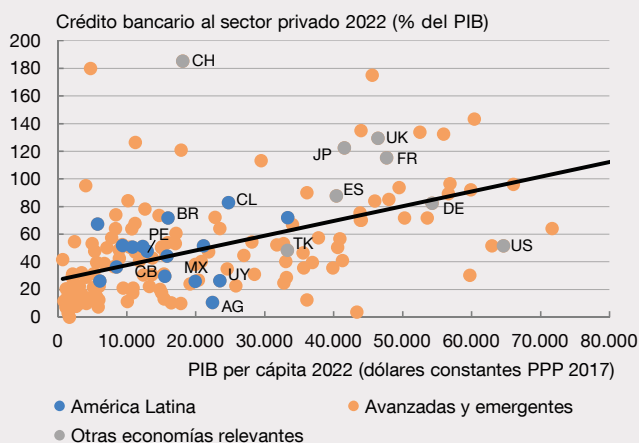


Gráfico 2
Sector asegurador: niveles de penetración

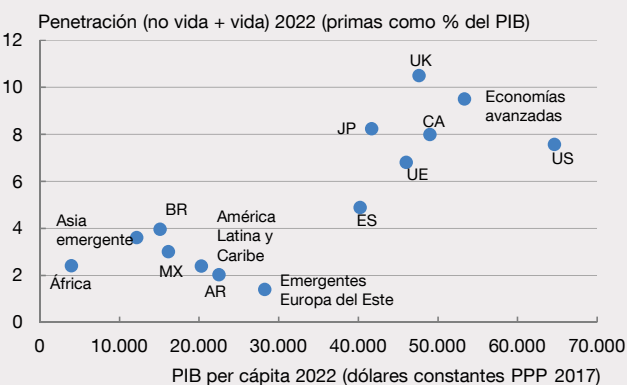


Gráfico 3
Penetración del seguro ajustada por el efecto de las primas ligadas a la seguridad social, 2022 (primas como % del PIB)

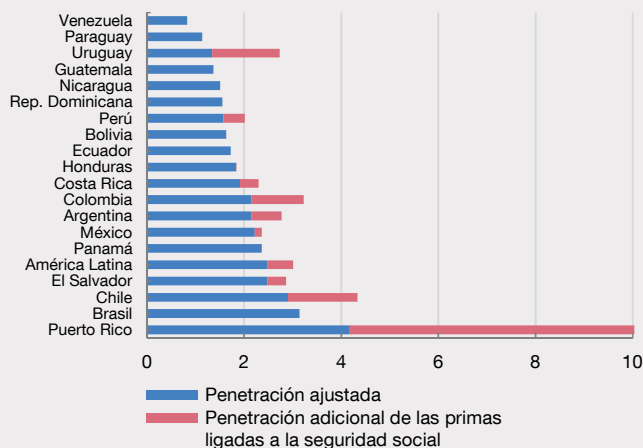
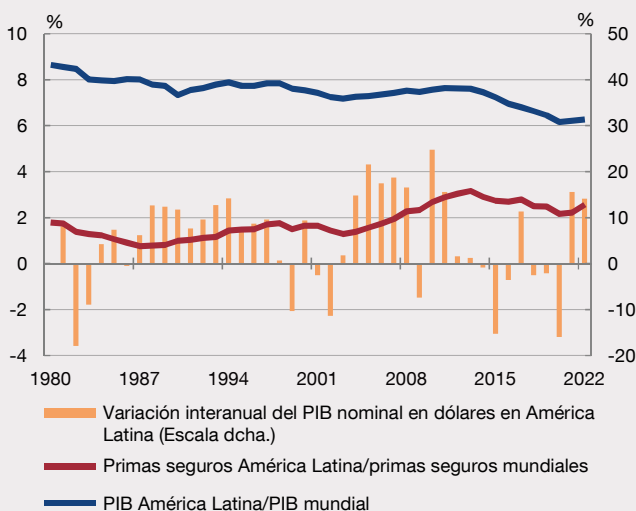


Gráfico 4
Participación en las primas mundiales de seguros (%)



FUENTE: MAPFRE Economics (con datos de organismos supervisores de la región y con información de FMI, Swiss Re, EIOPA, ICEA, BoE, NAIC, LIAJ, SUSEP, CNSF y Haver Analytics).

3 MAPFRE Economics. (2020). *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*. Fundación MAPFRE.

Recuadro 2

EL MERCADO ASEGURADOR LATINOAMERICANO (cont.)

aplicación de políticas públicas explícitas que emplean el mecanismo del seguro como un instrumento en la consecución de grandes objetivos sociales. Un ejemplo de ello es la participación del sector asegurador privado en el sistema previsional de pensiones a través del ofrecimiento de rentas vitalicias, la cobertura del sistema sanitario obligatorio o la atención médica y las indemnizaciones por accidentes de trabajo y enfermedades profesionales (véase de nuevo gráfico 3). El caso más llamativo es el de Puerto Rico, que sigue un sistema similar al de Estados Unidos para la cobertura sanitaria obligatoria gestionada por entidades aseguradoras privadas. También se observa una gran influencia de estos mecanismos en los niveles de penetración del mercado chileno o el uruguayo, por el papel de las entidades aseguradoras privadas en sus sistemas de pensiones, que en ambos casos supuso un aumento de la penetración de 1,4 pp en 2022, así como en los casos de Colombia o Argentina, por la cobertura de los accidentes de trabajo a través de entidades aseguradoras privadas, entre los ejemplos más destacados.

Factores que determinan el crecimiento del mercado del seguro a medio plazo

Además de la incidencia de las políticas públicas, el nivel de desarrollo económico y social y el crecimiento de la economía de cada país, en la evolución del mercado asegurador juega un papel clave la existencia de una «brecha» o espacio potencial de cobertura aseguradora, especialmente en caso de que algunas eventualidades estén cubiertas por debajo de sus niveles óptimos o por el surgimiento de nuevos riesgos que deben ser cubiertos, como los derivados del cambio climático, que resultan complejos de medir y frente a los cuales la cobertura existente tiende a ser inferior a lo que sería necesario⁴. A medio plazo, de acuerdo con algunos estudios, factores como el crecimiento económico sostenido, un contexto de control inflacionario, el aumento de la renta personal disponible, el desarrollo general del sistema financiero, un marco regulatorio eficiente y la aplicación de políticas públicas orientadas a elevar la inclusión y educación financieras son factores que estimulan la ampliación de los niveles de aseguramiento⁵.

4 Ejemplos de estos riesgos son los asociados al cambio climático [véase ECB y EIOPA. (2023). "Policy options to reduce the climate insurance protection gap". Discussion Paper, European Central Bank] y los vinculados a los efectos de las catástrofes naturales [véase, por ejemplo, EIOPA. (2023). "Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes"].

5 MAPFRE Economics. (2023). *El mercado asegurador latinoamericano en 2022*. Fundación MAPFRE.

Recuadro 3

ALGUNOS RASGOS BÁSICOS DE LA INMIGRACIÓN DESDE CENTROAMÉRICA Y LA REPÚBLICA DOMINICANA HACIA ESPAÑA¹

En los últimos años ha ido ganando peso en España la proporción de inmigrantes procedentes de Centroamérica (incluyendo Panamá) y la República Dominicana (CAPARD)². Según las cifras de población más recientes, correspondientes a 2021³, la cifra de residentes en España procedentes de esta región (450.000 personas) casi se duplicó en la década pasada como porcentaje del total de extranjeros residentes en nuestro país, pasando a ser el 6,2 % en 2021, frente al 3,3 % de 2011 (véase cuadro 1).

Estas dinámicas están llevando a una cierta reorientación relativa de la emigración de la región CAPARD hacia España, al menos de la que entra con permiso legal, cuando se compara con su destino principal tradicional: Estados Unidos (véase gráfico 1)⁴. Todo ello ha supuesto que España haya pasado a ser el segundo destino en importancia al que han emigrado los centroamericanos y

dominicanos, en conjunto, después de Estados Unidos (véase gráfico 2).

Los determinantes de la dinámica de los flujos migratorios

Entre los factores que afectan a la dinámica de los flujos migratorios, además de las condiciones económicas de los países de destino (*pull factors*), resultan también relevantes la situación social y económica de los países de origen (*push factors*). En este sentido, las entradas de inmigrantes de la región CAPARD en España podrían haberse visto favorecidas en los últimos años, por un lado, por la mejora que ha experimentado la situación económica española desde 2013 y, por otro lado, por la materialización de algunos episodios de inestabilidad social y política en Honduras y Nicaragua — los principales

Cuadro 1
Población residente y entradas de inmigrantes en España

	Total extranjeros residentes (a)				Total entradas extranjeros			
	2011	2015	2019	2021	2011	2015	2019	2021
	6.282.208	5.883.891	6.549.309	7.254.797	371.335	342.114	750.480	887.960
Proporción sobre la población española total (%)	13,5	12,7	14,0	15,3				
Distribución por país de nacimiento (%)								
CAPARD	3,3	4,2	5,4	6,2	6,5	6,5	9,2	5,5
Centroamérica	1,1	1,5	2,7	3,6	3,5	4,2	7,7	4,1
República Dominicana	2,2	2,7	2,7	2,6	3,0	2,4	1,5	1,4
UE-27 sin España	28,6	27,7	23,8	21,5	28,8	24,3	13,1	17,7
Europa sin UE-27	9,5	10,0	9,2	9,0	9,5	11,1	7,9	8,6
África	17,1	17,3	17,7	17,9	13,0	12,7	14,7	17,6
América del Norte	1,4	1,6	1,7	1,7	3,0	3,4	2,5	2,5
Sudamérica	32,5	30,7	32,8	34,4	20,0	22,1	38,3	29,3
Asia	5,8	6,2	6,9	7,0	9,7	8,5	6,8	7,0
Oceanía	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1

FUENTE: INE («Encuesta continua de población»; estadísticas de migraciones).

a Cifras a 1 de enero del año correspondiente.

1 Recuadro realizado en colaboración con la [Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano](#).

2 Se incluyen los países de Centroamérica de habla hispana (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá), así como la República Dominicana. Esta agrupación de países se conoce como CAPARD.

3 Datos procedentes del INE (2023), «Encuesta Continua de Población», y de la OCDE (2023), «Migration Statistics».

4 Los datos de flujos de Estados Unidos incluyen solo las entradas con autorización de residencia, mientras que los datos de España comprenden también los migrantes ilegales.

Box 3

AN OVERVIEW OF IMMIGRATION FROM CENTRAL AMERICA, PANAMA AND THE DOMINICAN REPUBLIC (CAPDR) TO SPAIN (cont'd)

circular migration (where immigrants commit to returning to their countries of origin), while a similar agreement was reached with Guatemala in January 2023. In addition, the shift in Central American migrant flows towards Spain could be spurred further by the agreement signed in 2023

between the United States, Canada, Mexico and Spain to promote regular migration from Central and South America. In particular, Spain will be involved in an initiative whereby the United States will set up regional processing centres in several countries in order to reinforce the

Chart 1
CAPDR immigration to Spain and the United States

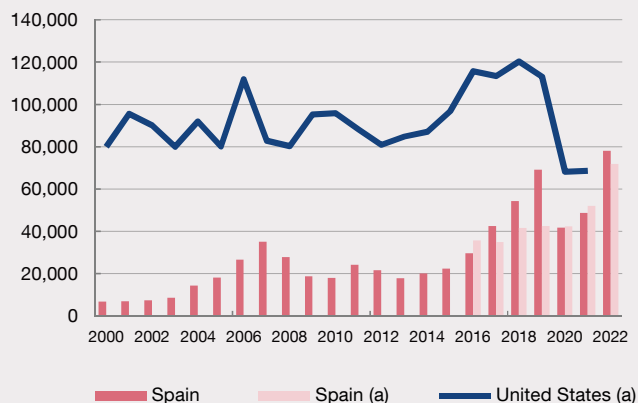


Chart 2
Destination of CAPDR emigrants (%) (b)

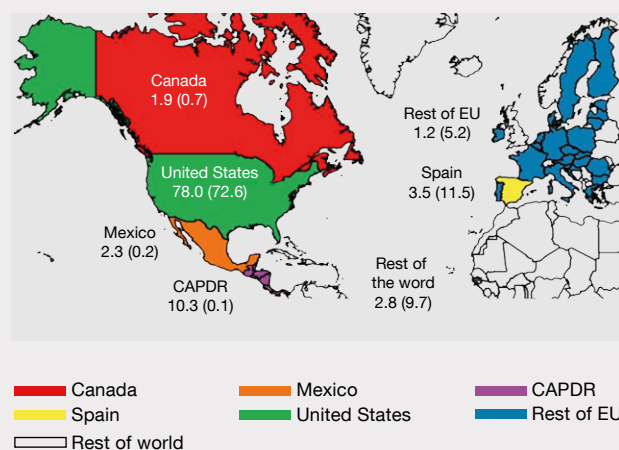


Chart 3
Proportion of women in immigrant inflows, by country/region of birth (2019)

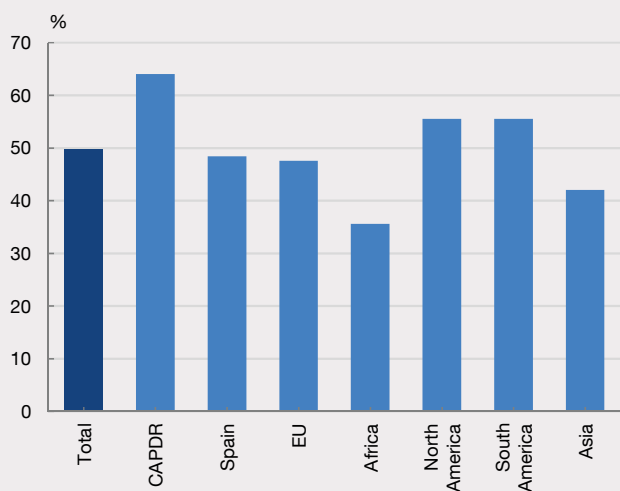
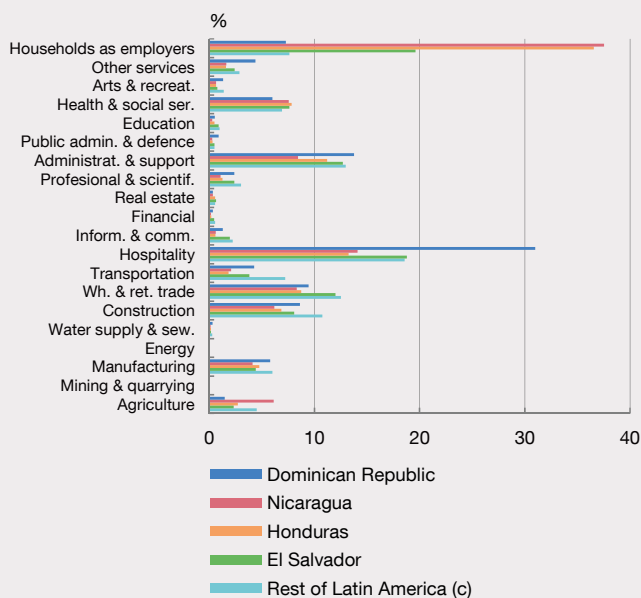


Chart 4
Foreigners registered with social security. Distribution by sector



SOURCES: INE, Ministerio de Inclusión, Migraciones y Seguridad Social, United Nations and OECD.

- a Data for immigrants granted resident status.
- b Data in brackets: Dominican Republic.
- c Aggregate of Colombia, Ecuador, Peru and Venezuela.

Recuadro 3

ALGUNOS RASGOS BÁSICOS DE LA INMIGRACIÓN DESDE CENTROAMÉRICA Y LA REPÚBLICA DOMINICANA HACIA ESPAÑA (cont.)

países de origen de migrantes en Centroamérica— y de distintos desastres naturales⁵.

De cara al futuro, la llegada de migrantes a España podría verse favorecida por los acuerdos recientemente firmados con algunos países centroamericanos. Así, en 2021, se firmó un acuerdo con el Gobierno hondureño⁶ para promover la migración circular —migración con compromiso de retorno—, y en enero de 2023 se estableció un acuerdo similar con Guatemala. Además, la redirección de los flujos migratorios hacia España de los migrantes centroamericanos podría verse también impulsada por el acuerdo suscrito en 2023 entre los Gobiernos de Estados Unidos, Canadá, México y España para promover la migración regular desde América Central y del Sur. En particular, España participará en un proyecto por el que Estados Unidos establecerá centros regionales de gestión de la migración en varios países con el fin de fortalecer las vías regulares y ordenadas de migración y reducir la migración irregular⁷. Este es el objetivo que persiguen, también, varias modificaciones del Reglamento de Extranjería adoptadas en nuestro país en 2022, que amplían las posibilidades de permanecer en España de los estudiantes extranjeros, simplifican la certificación de ocupaciones con escasez de trabajadores y facilitan nuevas oportunidades para regularizar la situación de los migrantes irregulares⁸.

Perfil de los migrantes

El perfil de los migrantes centroamericanos y dominicanos que llegan a España presenta algunas diferencias con respecto al de los procedentes de otras zonas geográficas.

El porcentaje de mujeres entre estos migrantes (un 64 % en 2019) es sensiblemente más elevado que en el total de los inmigrantes que llegan a España (en torno al 50 %) (véase gráfico 3). En este sentido, los datos de afiliación a la Seguridad Social indican que aproximadamente la mitad de las mujeres centroamericanas y dominicanas registradas en España trabajan como empleadas de hogar, especialmente las procedentes de Honduras y Nicaragua.

Otra característica de los migrantes que llegan a España procedentes de CAPARD es que son más jóvenes que los que vienen de otros países. En particular, en este colectivo, la proporción de jóvenes de entre 20 y 29 años se aproximaba al 40 % en 2019, unos 12 puntos porcentuales por encima de lo que se observó para el total de inmigrantes que llegaron a España en ese mismo ejercicio.

Los sectores de actividad que concentran un mayor número de inmigrantes centroamericanos y dominicanos son, además del de empleadas del hogar —particularmente relevante entre las mujeres hondureñas y nicaragüenses—, la hostelería, el comercio y las actividades administrativas y auxiliares (véase gráfico 4).

5 Véase J. F. Izaguirre. (2018). «Emigración y remesas a Centromérica». SECMCA. <https://www.secmca.org/nota/emigracion-y-remesas-a-centroamerica/>

6 <https://www.inclusion.gob.es/web/cartaespana/-/acuerdo-espana-honduras-de-migraciones>.

7 <https://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/inclusion/Paginas/2023/270423-acuerdo-migracion-regular-america.aspx>.

8 Véase OCDE (2023). *Migration Outlook*.

Cómo citar este documento

Banco de España. Departamento de Economía Internacional y Área del Euro. (2023). *Informe de Economía Latinoamericana. 2.º semestre 2023*. <https://doi.org/10.53479/36073>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2024