

# INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

1.<sup>er</sup> semestre  
2022

Departamento de Economía Internacional  
y Área del Euro

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema



## RIESGOS INFLACIONARIOS Y NORMALIZACIÓN DE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS



### Editorial

La recuperación económica de América Latina continúa avanzando tras la superación de la fase más aguda de la pandemia, aunque en un entorno muy incierto. Las principales incertidumbres se refieren a la evolución de la guerra en Ucrania, a la desaceleración de la economía china y a la intensificación de las presiones inflacionistas en el corto plazo, que afectan a la conducción de las políticas monetarias a escala global.

En esta coyuntura, las perspectivas de crecimiento de la región se han revisado a la baja en los últimos meses, aunque solo ligeramente y en menor medida que las de otras áreas económicas. Esto se debe, en parte, a que el aumento de los precios de algunas materias primas que se ha venido produciendo en los últimos trimestres, y que se intensificó al comienzo de la guerra en Ucrania, supone una perturbación positiva en los términos de intercambio para algunos países de América Latina.

En este Informe se analizan los principales desarrollos que han tenido lugar recientemente en la región en el ámbito de la actividad, los precios, las condiciones financieras, los sistemas bancarios y las políticas económicas, así como los factores más destacados que podrían condicionar su evolución futura. En este sentido, se incluyen varios ejercicios analíticos en los que se examina la sensibilidad de las economías latinoamericanas ante diversas perturbaciones

—por ejemplo, en cuanto a la evolución de la política monetaria estadounidense o de las tensiones sociales internas—, y se identifican las principales vulnerabilidades externas y fiscales de la región, así como las relativas a su sector bancario.

El Informe se acompaña de tres recuadros. En el recuadro 1 se analiza el impacto sobre el PIB de las principales economías de América Latina de una eventual prohibición de las importaciones de productos energéticos y de otras materias primas de Rusia por parte de la Unión Europea y de Estados Unidos. Por su parte, en el recuadro 2 se profundiza en la evolución del endeudamiento en moneda extranjera de los sectores público y empresarial en América Latina, aspecto que históricamente ha condicionado el impacto de las perturbaciones externas. Por último, en el recuadro 3 se ilustra cómo han aumentado los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunas de las principales economías latinoamericanas, tras el incremento de la deuda pública observado en los últimos años debido a la crisis sanitaria.

Fecha de cierre de datos: 30 de junio de 2022.

Fecha de publicación: 13 de julio de 2022.



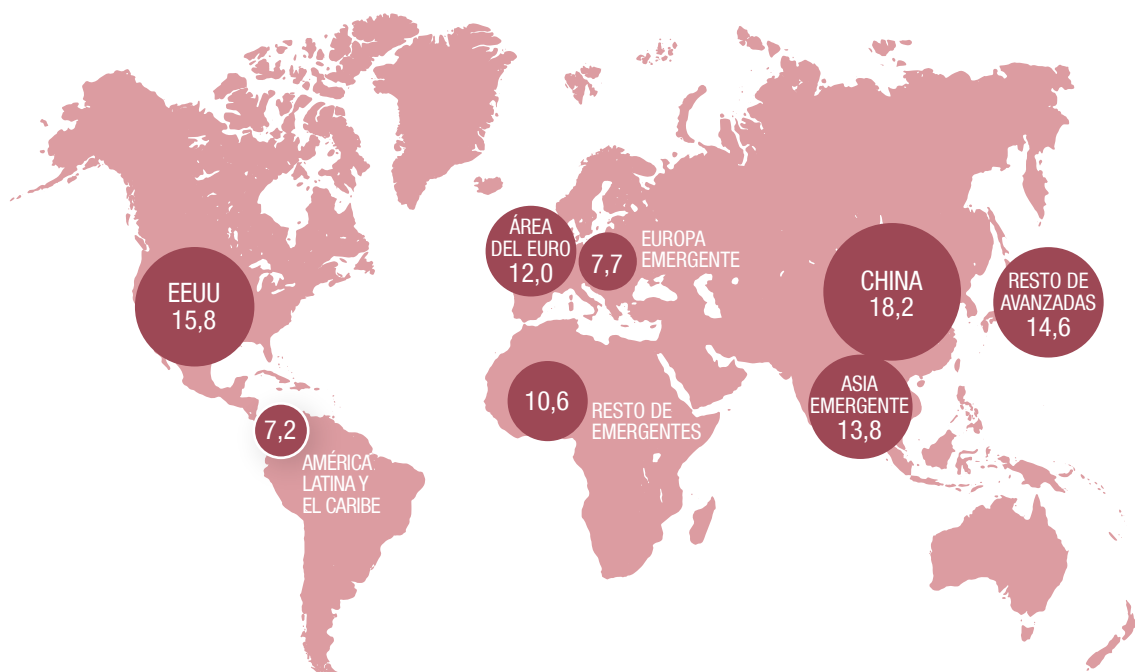
FUENTES: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

## Mensajes principales

- Prosigue la recuperación económica de América Latina, una vez superada la fase más aguda de la pandemia, aunque en un entorno muy incierto.
- Los principales condicionantes de la evolución económica son el desarrollo de la guerra en Ucrania, la desaceleración de China y la intensificación de las presiones inflacionistas en el corto plazo, que afectan a la conducción de las políticas monetarias a escala global.
- La región tiene una exposición directa muy reducida a Rusia y a Ucrania, pero, aun así, las dinámicas de su actividad económica pueden verse afectadas, de manera indirecta, a través de diversos canales.
- En el corto plazo, el impacto de algunos de estos canales sobre Latinoamérica podría ser incluso positivo: por ejemplo, si el aumento de los precios de las materias primas afecta favorablemente a sus términos de intercambio.
- No obstante, los desarrollos recientes están contribuyendo a reforzar la escalada inflacionista, que ya venía siendo más intensa en la región que a nivel global.
- Aunque las previsiones de los analistas continúan apuntando a una reducción gradual de las elevadas tasas de inflación actuales, la persistencia de este episodio inflacionista —mayor de lo esperado— puede acabar generando efectos indirectos y de segunda ronda significativos, especialmente en algunas economías de América Latina que presentan elevados grados de indexación.
- La política monetaria de los principales bancos centrales latinoamericanos ha respondido al repunte de la inflación de forma más rápida e intensa que en otras regiones emergentes y que en otros ciclos de normalización previos, lo que habría contribuido a mantener ancladas las expectativas de inflación a largo plazo.
- En cualquier caso, la intensificación del proceso de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas —especialmente, en Estados Unidos— podría condicionar sensiblemente las perspectivas macrofinancieras de la región.
- En particular, un aumento no anticipado de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos tendría efectos adversos significativos sobre las condiciones macrofinancieras de los países de América Latina.
- A pesar de esta coyuntura tan incierta, los mercados financieros de la región han mantenido una dinámica relativamente positiva en los últimos meses, al tiempo que el crédito bancario se ha recuperado.
- Por su parte, los principales indicadores disponibles muestran que la situación del sector bancario se mantiene sólida.
- Las vulnerabilidades externas de las economías latinoamericanas se encuentran, en general, contenidas.
- En cambio, se produce un deterioro de los indicadores de vulnerabilidad relativos a las cuentas públicas, una situación que podría prolongarse ante la ausencia de planes de consolidación fiscal de medio plazo en una gran mayoría de países.

- Asimismo, persiste el riesgo de un aumento de la inestabilidad social e institucional —por ejemplo, como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo que han venido sufriendo los hogares más vulnerables en los últimos trimestres debido al repunte de la inflación—, lo que podría lastrar las perspectivas de crecimiento de la región y dificultar la puesta en marcha de reformas económicas de calado.
- En todo caso, se mantienen algunos colchones de seguridad importantes, a nivel tanto interno como externo. En el ámbito nacional, el nivel de ahorro del sector privado y las reservas internacionales de los bancos centrales latinoamericanos se encuentran, en términos generales, próximos a su media histórica. En el ámbito internacional, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y otras instituciones multilaterales o regionales mantienen varios instrumentos que están disponibles para dar apoyo financiero a los países de la región en caso de necesidad.

### Distribución del PIB mundial por regiones (2020)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

## Informe

### Índice

- 1 Prosigue la recuperación económica, en un entorno muy incierto 8
- 2 Las perspectivas de crecimiento de la región se han visto menos afectadas por la guerra y presentan una marcada heterogeneidad 11
- 3 El *shock* en los términos de intercambio ha mitigado en algunos países el impacto de la guerra, pero supone mayores presiones inflacionistas 12
- 4 La escalada inflacionista está presentando una elevada intensidad 14
- 5 El aumento de la inflación es generalizado por partidas 16
- 6 El repunte de la inflación responde a factores de oferta y de demanda 18
- 7 Las expectativas de inflación a largo plazo siguen ancladas y las previsiones continúan indicando una reducción gradual de las elevadas tasas actuales 19
- 8 Persisten los riesgos de que se acaben materializando efectos indirectos y de segunda ronda significativos sobre la inflación 21
- 9 Por el momento, la sensibilidad de las expectativas de inflación a largo plazo a la inflación corriente es, en general, muy reducida 23
- 10 La política monetaria ha respondido con rapidez e intensidad al episodio inflacionista 24
- 11 Las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal estadounidense podrían condicionar las perspectivas macrofinancieras de la región 27
- 12 En los últimos meses, los mercados financieros de la región han mantenido una dinámica relativamente positiva 29
- 13 El crédito bancario se ha recuperado 33
- 14 El sector bancario mantiene una posición de relativa solidez 35
- 15 Las vulnerabilidades externas de las economías latinoamericanas se mantienen, en líneas generales, contenidas 39
- 16 Aumentan las vulnerabilidades asociadas a la situación de las cuentas públicas 41
- 17 Persiste el riesgo de un posible aumento de la inestabilidad institucional 44
- 18 Se mantienen colchones de seguridad importantes, a nivel tanto interno como externo 46

## 1 Prosigue la recuperación económica, en un entorno muy incierto

- La recuperación de la actividad económica en América Latina continuó en los últimos trimestres de 2021, de manera que, al cierre de dicho ejercicio, el PIB de las principales economías de la región ya había alcanzado su nivel previo a la pandemia, con la excepción de México (véase gráfico 1.1).
- La recuperación ha continuado en el primer semestre de 2022 y está siendo, no obstante, menos vigorosa que la observada en otras regiones emergentes (véase gráfico 1.2).
- En un contexto de superación progresiva de la crisis sanitaria (véase gráfico 1.3), el empuje del consumo y la inversión, la pujanza de la demanda externa, el aumento de los precios de las materias primas (véase gráfico 1.4) y el comportamiento muy favorable de las remesas de los emigrantes en algunos países<sup>1</sup> actuaron como palancas del crecimiento.
- La desaceleración de la economía china y la invasión rusa de Ucrania han aumentado la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación económica global, al tiempo que se han intensificado las presiones inflacionistas en el corto plazo.
- La desaceleración de la economía china puede impactar significativamente sobre América Latina, dados los importantes lazos comerciales y de inversión que la región mantiene con ese país.
- En cuanto a la guerra en Ucrania, América Latina se encuentra geográficamente muy alejada del epicentro de este conflicto bélico y no tiene vínculos comerciales directos<sup>2</sup> significativos con Rusia o Ucrania.
- No obstante, la región se podría ver afectada, de manera indirecta, por el impacto adverso de la guerra sobre la actividad económica mundial, las disrupciones en las cadenas globales de valor, el precio de las materias primas (y su volatilidad), el apetito por el riesgo en los mercados financieros internacionales y la confianza de hogares y empresas. En sentido contrario, algunos desarrollos vinculados a la imposición de determinadas sanciones comerciales a Rusia podrían llegar a tener un impacto positivo en la actividad económica latinoamericana (véase **recuadro 1**).
- Asimismo, en un contexto en el que las presiones inflacionistas se han intensificado, el proceso de normalización o endurecimiento de la política monetaria se ha acelerado recientemente en las principales economías mundiales —especialmente, en Estados Unidos—, lo que supone un riesgo a la baja sobre el grado de dinamismo futuro de la actividad, sin excluir la posibilidad de que puedan llegar a producirse algunas turbulencias significativas en los mercados financieros internacionales.

1 América Latina y el Caribe se ha convertido en la región donde las remesas presentaron mayores tasas de crecimiento en 2020 y 2021, y se espera que lo hagan también en 2022. Véase Banco Mundial (2022).

2 Para el conjunto de la región, esas exposiciones comerciales directas suponen alrededor del 0,6 % de las exportaciones y el 0,7 % de las importaciones. Algunas excepciones, por el lado de las exportaciones, son la carne en Paraguay, algunos productos químicos en Jamaica y frutas en Ecuador. Por el lado de las importaciones, destacan las de fertilizantes, muy relevantes para la producción agrícola [véase Banco Interamericano de Desarrollo (2022)]. El recuadro 4.4 de Banco Interamericano de Desarrollo (2022) describe la exposición a Rusia de los sistemas bancarios latinoamericanos. La principal conclusión es que, con la excepción de los estadounidenses, los bancos extranjeros con alta exposición a Rusia tienen baja presencia en América Latina y el Caribe.

Gráfico 1.1

## América Latina-6 (a). Evolución del PIB real

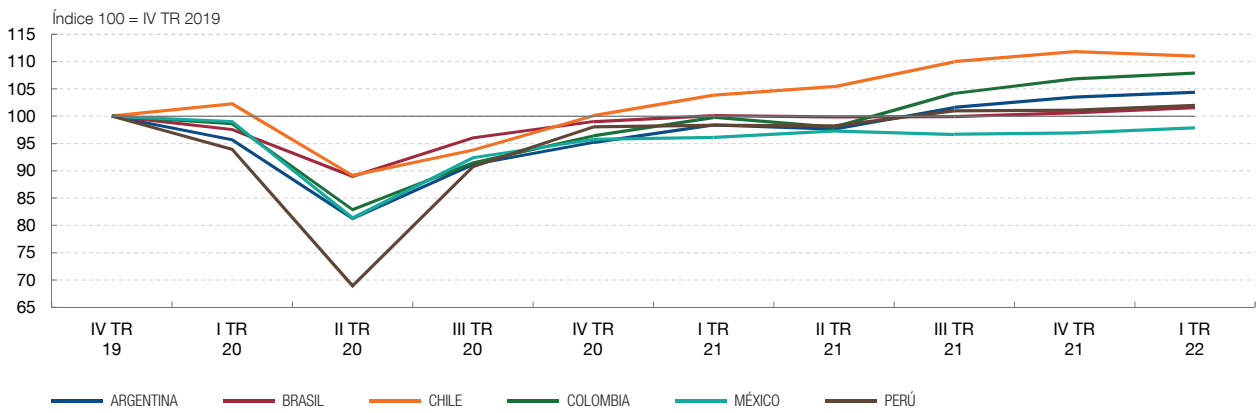
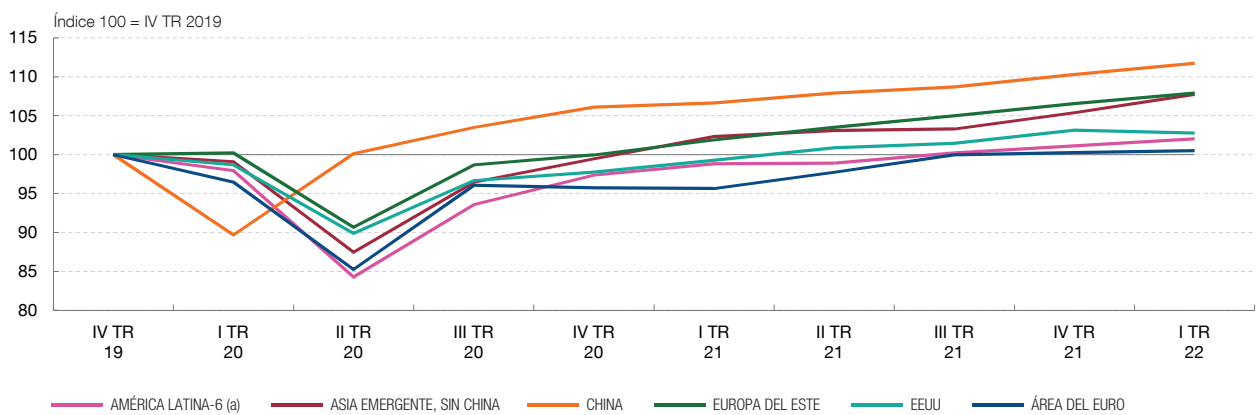


Gráfico 1.2

## Evolución del PIB real por áreas económicas



FUENTES: Banco Mundial, estadísticas nacionales, FMI, Refinitiv y Universidad Johns Hopkins.

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



DESCARGAR



Gráfico 1.3

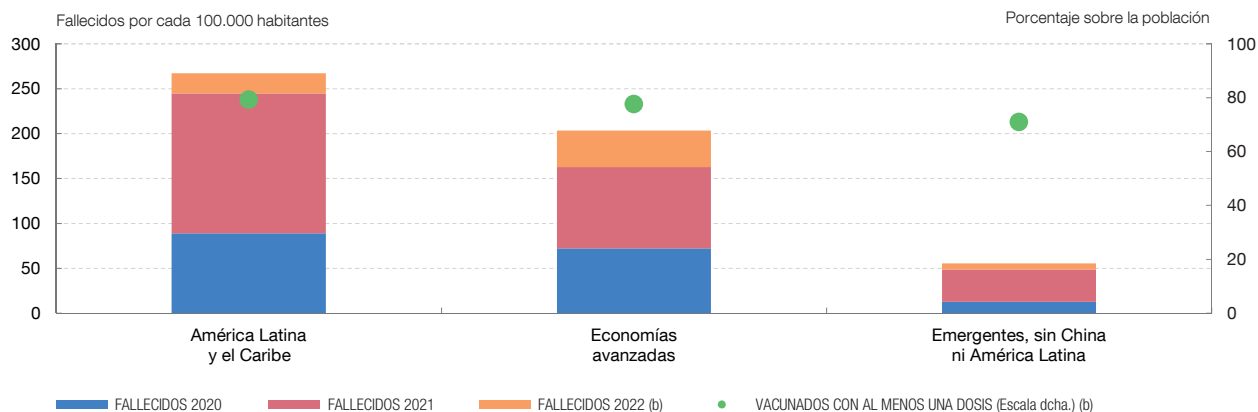
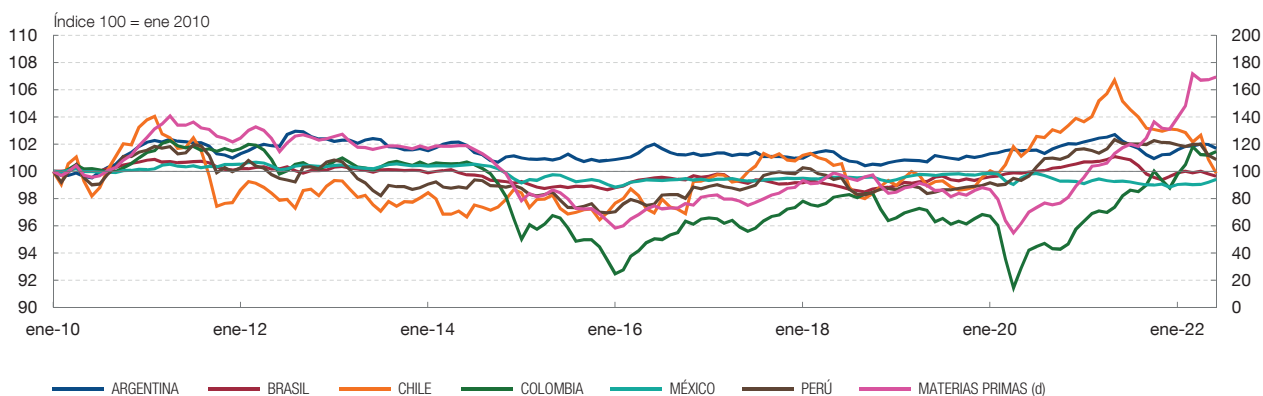
**COVID-19. Fallecimientos y porcentaje de la población vacunada**

Gráfico 1.4

**Índice sintético de términos de intercambio de materias primas (c)**

**FUENTES:** Banco Mundial, estadísticas nacionales, FMI, Refinitiv y Universidad Johns Hopkins.

**b** Datos hasta el 20 de junio de 2022.

**c** Hasta abril de 2022 se emplea el índice de términos de intercambio de materias primas elaborado por el FMI para cada uno de estos seis países. Las ponderaciones son variables en el tiempo y su cálculo se explica en Gruss y Kebhaj (2019). Desde mayo de 2022 se extrapolan estos índices a partir de la correlación histórica que tienen con los precios de las materias primas publicados por el Banco Mundial. Los índices se han normalizado en valor 100 en enero de 2010.

**d** El índice sintético de materias primas se construye utilizando el promedio simple de las variaciones de los índices de bienes energéticos y no energéticos del Banco Mundial. Este índice se ha normalizado en valor 100 en enero de 2010.



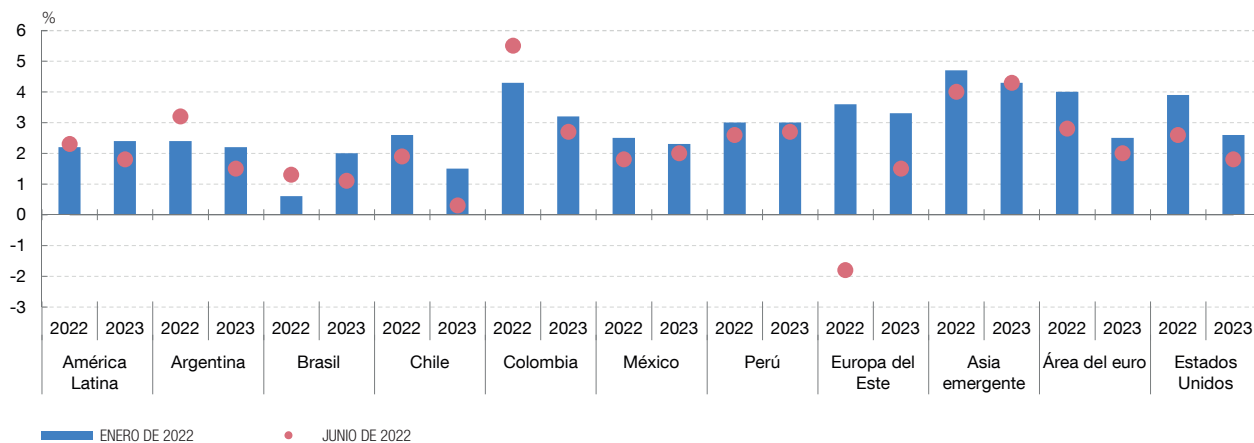
DESCARGAR

## 2 Las perspectivas de crecimiento de la región se han visto menos afectadas por la guerra y presentan una marcada heterogeneidad

- En términos generales, desde el comienzo del conflicto bélico en Ucrania las perspectivas de crecimiento de las economías latinoamericanas se han revisado a la baja, aunque solo ligeramente y en menor medida que las de otras áreas económicas. Según el consenso de los analistas, tanto en 2022 como en 2023, el PIB del conjunto de América Latina crecerá en torno a un 2 % (véase gráfico 2.1).
- En cualquier caso, estas tasas de crecimiento siguen estando notablemente por debajo de las proyectadas para otras áreas emergentes, como la asiática.
- Dentro de la región, se espera una elevada heterogeneidad en el ritmo de avance del PIB por países, con tasas de crecimiento para 2022 que van desde el 1,3 % previsto para Brasil hasta el 5,5 % que se espera en Colombia.
- Esta heterogeneidad se puede explicar, en gran medida, por el impacto asimétrico que la pandemia ha tenido en cada uno de los países de la región<sup>3</sup>, por las diferencias entre países en el ritmo de normalización de sus políticas económicas<sup>4</sup>, y por la incidencia dispar en estas economías de los aumentos observados en los precios de las distintas materias primas y de la evolución de la demanda externa —por productos y geografías—.

Gráfico 2.1

### Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.



3 Véanse Banco de España (2020a), Banco de España (2021) y Hernández de Cos (2021), donde se consideran las principales características estructurales diferenciales de las economías latinoamericanas.

4 Destacan, en este sentido, los cuantiosos estímulos —especialmente, fiscales— desplegados en Brasil, Chile y Perú en respuesta a la pandemia. Véanse Banco de España (2020b), Banco Interamericano de Desarrollo (2021), Buesa et al. (2021), Kirti et al. (2022) y «Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic», en *Methodological and Statistical Appendix* del Fiscal Monitor.

### 3 El *shock* en los términos de intercambio ha mitigado en algunos países el impacto de la guerra, pero supone mayores presiones inflacionistas

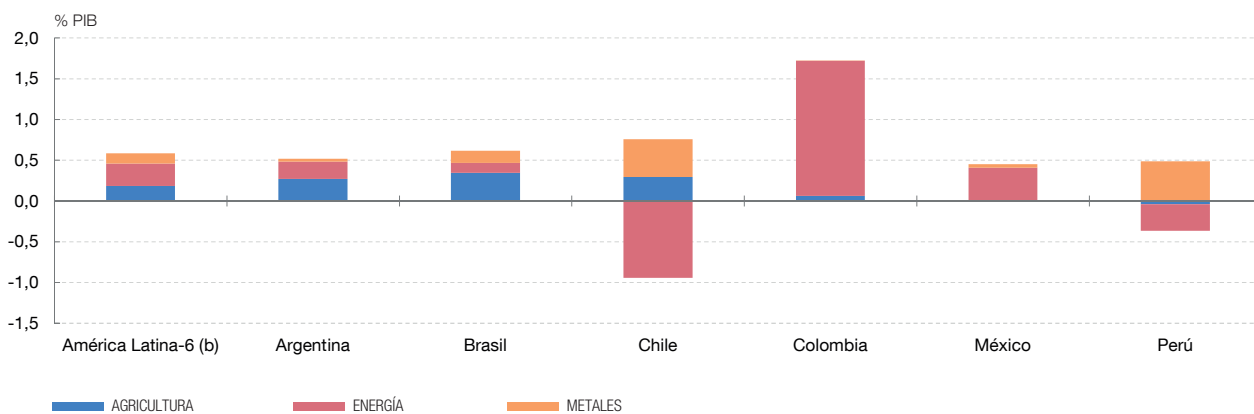
- Un elemento diferencial de la región es que, con carácter general, las principales economías latinoamericanas son exportadoras netas de materias primas, por lo que un incremento de sus precios —como el que se observó en las semanas siguientes al inicio de la guerra en Ucrania— supone, *a priori*, una mejora de los términos de intercambio y, por tanto, una transferencia de renta desde el resto del mundo<sup>5</sup>.
- No obstante, este canal tiene una incidencia muy heterogénea por países, en función de su patrón de especialización productiva y de la evolución dispar de los precios de las distintas materias primas en los mercados globales.
- Así, por ejemplo, entre el 14 de febrero —poco antes del comienzo de la guerra en Ucrania— y el 30 de junio —fecha de cierre de datos de este Informe—, los mayores incrementos en los precios de materias primas se dieron en las energéticas (un 22 %), mientras que retrocedieron en las agrícolas (un 1 %) y en los metales (un 11 %).
- A partir de la evolución de los precios de las materias primas y de las estructuras de exportación y de importación de estos productos en las principales economías de América Latina, se deduce que, en las semanas posteriores al inicio de la guerra en Ucrania, el *shock* a los términos de intercambio resultó positivo para Argentina, Brasil, México y, especialmente, Colombia, pero negativo para Chile y Perú (véase gráfico 3.1), como consecuencia de la mayor dependencia relativa de la energía por parte de estos dos países y de un comportamiento menos favorable de las materias primas para las que son exportadoras netas —los metales industriales—.
- En cualquier caso, el encarecimiento de este conjunto de materias primas supone una presión adicional sobre la inflación de las economías latinoamericanas.
- En este sentido, el potencial impulso sobre la actividad derivado del mencionado *shock* positivo en los términos de intercambio se estaría viendo compensado, al menos en parte, por la erosión de las rentas reales y por el endurecimiento de las condiciones monetarias que ha tenido lugar como consecuencia del repunte de la inflación.



Mina de cobre a cielo abierto en el norte de Chile.

5 En el recuadro 4.2 de Banco Interamericano de Desarrollo (2022) se considera la posibilidad de que, para algunos productos, América Latina podría mitigar en términos cuantitativos la caída de la oferta a consecuencia del conflicto bélico en Ucrania. Véase también [recuadro 1](#).

Gráfico 3.1

Efectos del *shock* de materias primas en la balanza comercial (a)

FUENTES: OCDE, Refinitiv y Banco de España.

- a** El *shock* representado se calcula tomando un promedio del comercio, para cada uno de los tres agregados de materias primas, entre 2015 y 2018. A este promedio le aplicamos un índice de precios de materias primas en dos momentos diferentes: enero de 2022, por una parte, y del 24 de febrero al 7 de abril de 2022, por otra, y obtenemos la diferencia, que se representa como porcentaje del PIB. Para los precios de las materias primas se aplica el de aquella más representativa del comercio de cada país: Argentina y Brasil, soja; Colombia y México, petróleo; y Chile y Perú, cobre. Por tanto, en Argentina y Brasil tomamos el precio de la soja como precio de agricultura y los precios agregados de metales y energía de Dow Jones; en Chile y Perú tomamos el precio del cobre como precio de los metales y los agregados de Dow Jones para agricultura y energía; y, por último, para Colombia y México tomamos los precios del petróleo como precio de energía y los agregados de Dow Jones para agricultura y metales.
- b** Agregado ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

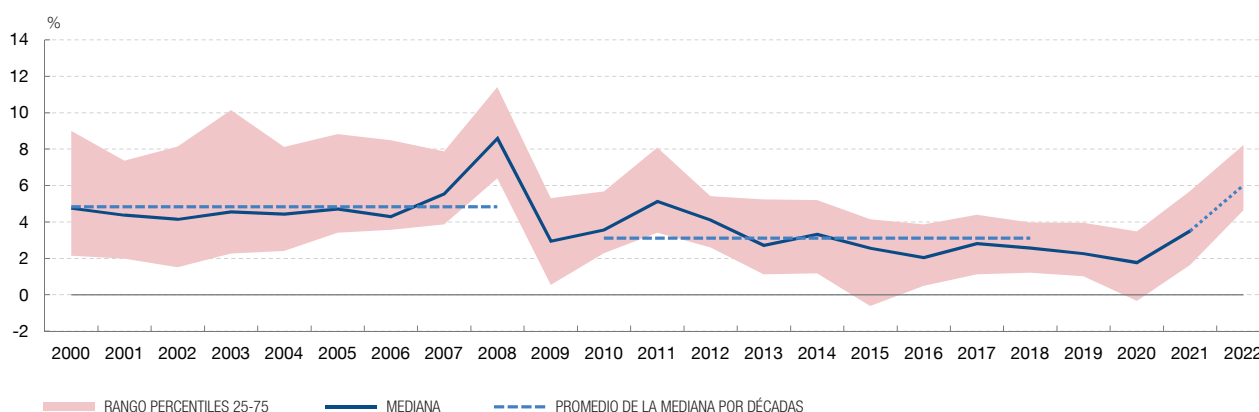


#### 4 La escalada inflacionista está presentando una elevada intensidad

- En los últimos trimestres, el aumento de los precios de consumo ha acentuado su tendencia alcista en América Latina, de forma que la inflación alcanzó una tasa interanual del 9,8 % en mayo<sup>6</sup>.
- Esta cifra, que es cercana al mayor registro de las dos últimas décadas que se alcanzó en abril (véase gráfico 4.1), se encuentra por encima de la tasa del 8,8 % observada en mayo para el conjunto de las economías emergentes, excluida China (véase gráfico 4.2).
- En niveles, en mayo de 2022 los precios de consumo para el conjunto de las principales economías latinoamericanas se encontraban un 16,9 % por encima de los registrados en enero de 2020, un incremento superior al observado en las economías desarrolladas y en China, y similar al experimentado por el resto de las economías emergentes (véase gráfico 4.3).
- Por componentes, el aumento en el nivel de los precios de consumo entre enero de 2020 y mayo de 2022 ha sido especialmente acusado en el caso de los alimentos (del 28,2 %) y de la energía (un 17,4 %) (véase gráfico 4.4).

Gráfico 4.1

##### Evolución de la inflación en América Latina y el Caribe con una perspectiva de largo plazo (a)



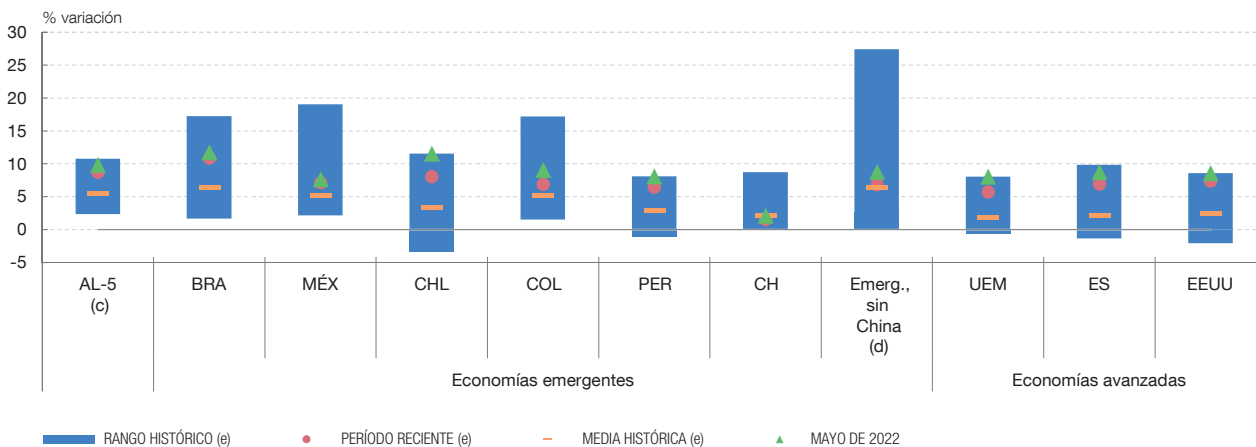
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Datos del WEO del FMI de abril de 2022 para el conjunto de América Latina y el Caribe (previsiones para 2022).



6 Promedio ponderado de Brasil, Colombia, Chile, México y Perú, las mayores economías de la región cuyos bancos centrales presentan un objetivo de inflación.

Gráfico 4.2  
**Inflación general (b)**



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- b ES: España; EEUU: Estados Unidos; CH: China, BRA: Brasil; MÉX: México; CHL: Chile; COL: Colombia; PER: Perú.
- c América Latina-5: agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- d Incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwán.
- e La media y el rango históricos comprenden el período 1999-2021. El período reciente se refiere al promedio de las tasas de inflación de septiembre de 2021 a mayo de 2022 (hasta abril de 2022 para el agregado de emergentes, sin China).



DESCARGAR

Gráfico 4.3  
**Nivel de los precios de consumo. Variación acumulada enero 2020-mayo 2022 (f)**

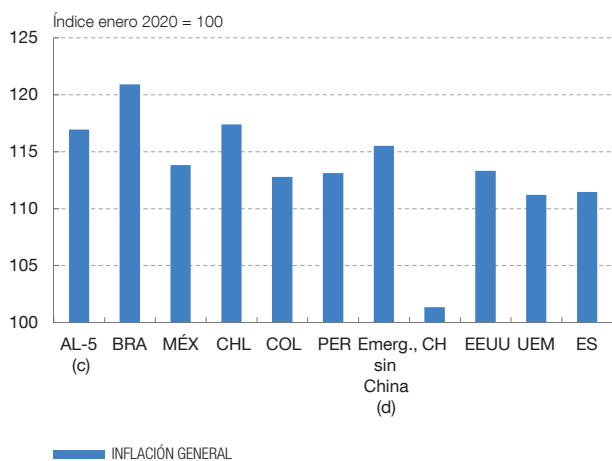
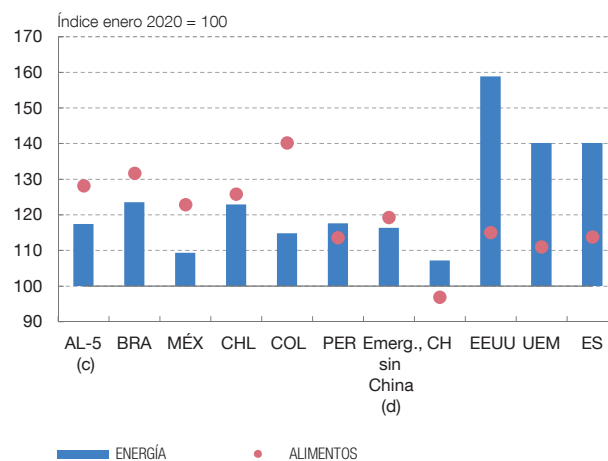


Gráfico 4.4  
**Nivel de los precios de consumo. Variación acumulada enero 2020-mayo 2022 (f)**



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- c América Latina-5: agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- d El agregado de emergentes incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwán.
- f Hasta abril de 2022 para el agregado de emergentes, sin China.



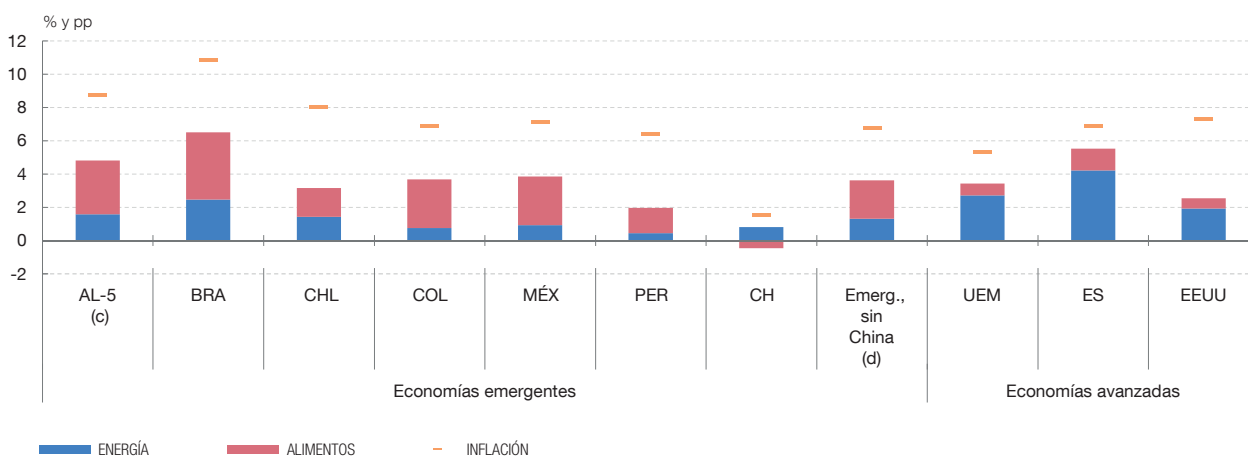
DESCARGAR

## 5 El aumento de la inflación es generalizado por partidas

- En Latinoamérica, la contribución de la energía y, especialmente, de los alimentos al alza de la inflación está siendo superior a la que se observa en el conjunto de las economías emergentes, excluida China, que presenta tasas de inflación mucho más reducidas (véase gráfico 5.1).
- Además, en los últimos trimestres el repunte de los precios en la región se ha ido extendiendo al resto de las partidas de consumo, como refleja la aceleración que ha experimentado la inflación subyacente (véase gráfico 5.2).
- En esta misma línea, el porcentaje de rúbricas del índice de precios de consumo con tasas de inflación por encima del rango superior de los objetivos de inflación de los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú<sup>7</sup> se ha incrementado muy sensiblemente en el último año y se sitúa por encima de 60 % en todos estos países (véase gráfico 5.3).

Gráfico 5.1

**Energía y alimentos. Contribución a la inflación durante el período más reciente (a) (b)**



**FUENTES:** Eurostat, Banco de España y estadísticas nacionales.

**a** Promedio de la tasa de inflación entre septiembre de 2021 y mayo de 2022 (hasta abril de 2022 para el agregado de emergentes).

**b** ES: España; EEUU: Estados Unidos; CH: China; BRA: Brasil; MÉX: México; CHL: Chile; COL: Colombia; PER: Perú.

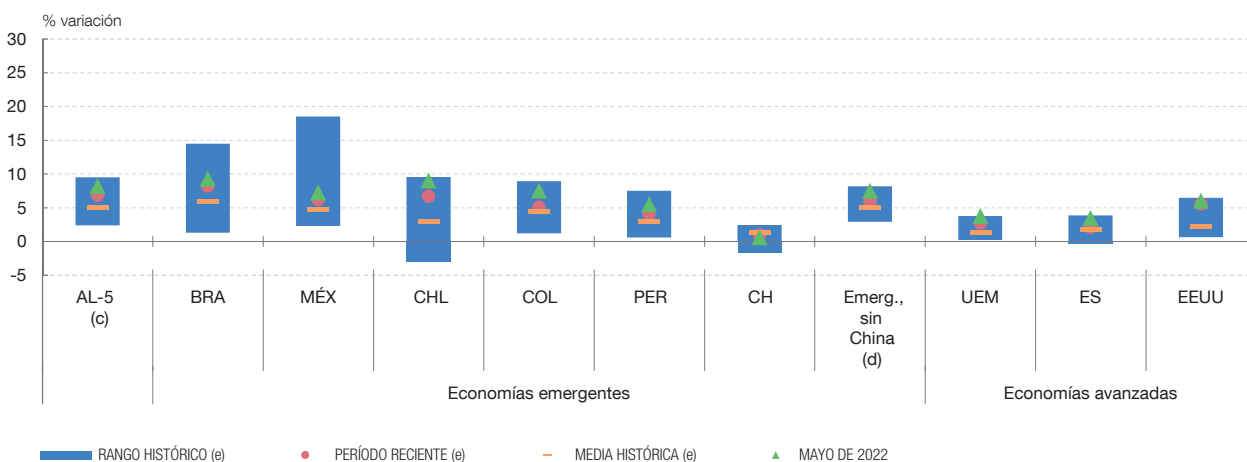
**c** Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

**d** El agregado de emergentes incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwán.



7 Estos son los objetivos de inflación de los principales bancos centrales de la región. Brasil: 3,5 % ± 1,5 pp en 2022; Chile, Colombia y México: 3 % ± 1 pp, y Perú: 2 % ± 1 pp.

Gráfico 5.2  
**Inflación subyacente (b)**



FUENTES: Eurostat, Banco de España y estadísticas nacionales.

b ES: España; EEUU: Estados Unidos; CH: China, BRA: Brasil; MÉX: México; CHL: Chile; COL: Colombia; PER: Perú.

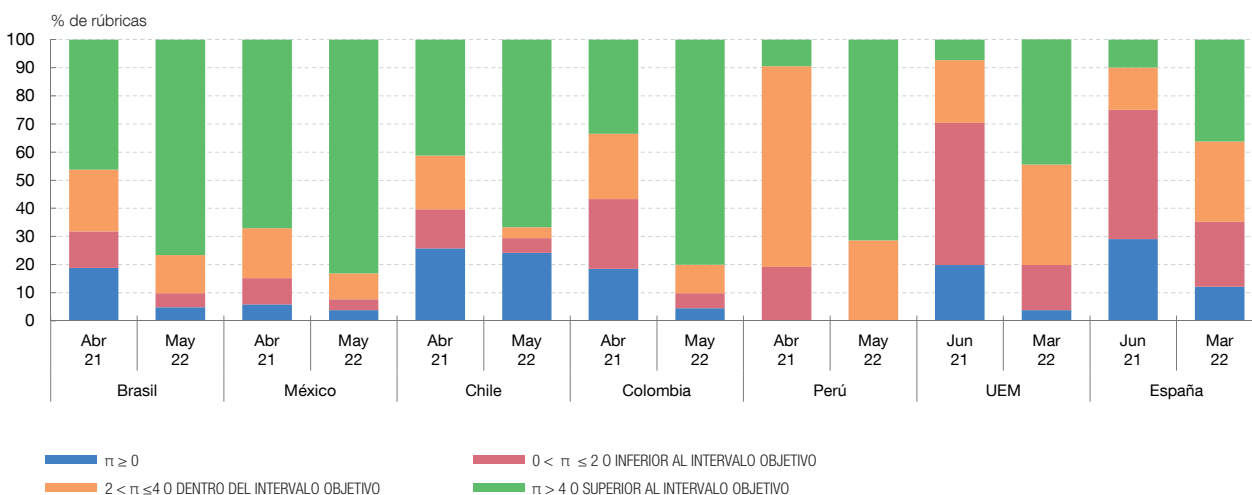
c Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

d El agregado de emergentes incluye Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwán.

e La media y el rango históricos comprenden el período 1999-2021, salvo en el agregado de emergentes de la inflación subyacente, en el que el período es 2005-2021. El período reciente se refiere al promedio de las tasas de inflación de septiembre de 2021 a mayo de 2022.



Gráfico 5.3  
**Distribución de las rúbricas del índice de precios de consumo según el intervalo en el que se encuentre su tasa de inflación (f)**



FUENTES: Eurostat, Banco de España y estadísticas nacionales.

f En cada país/región se toma como referencia el mes en el que comienza a observarse una aceleración de la inflación. Los intervalos objetivo son del 2%/4% (México, Chile y Colombia), del 1%/3% (Perú) y del 2,5%/5,5% (Brasil).



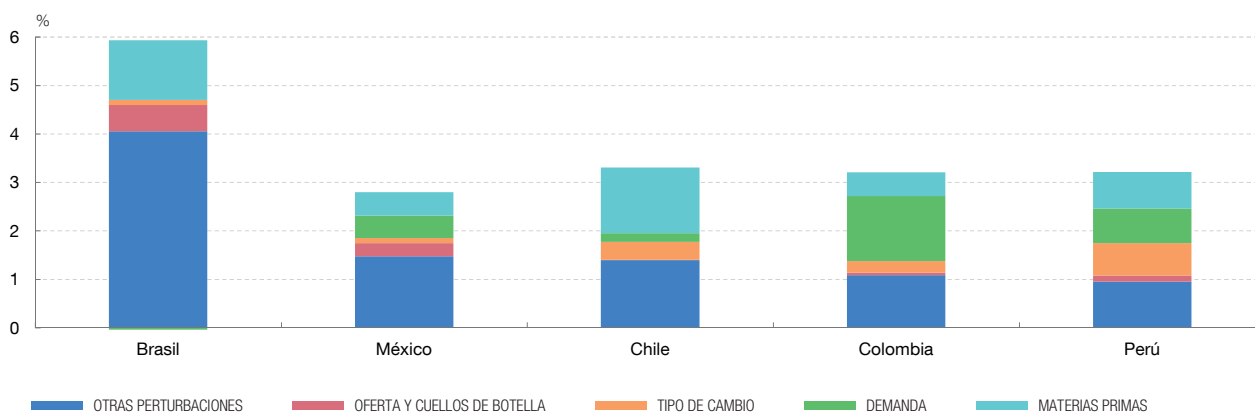


## 6 El repunte de la inflación responde a factores de oferta y de demanda

- Cuantificar, de forma precisa, el peso relativo de cada uno de los distintos factores que han impulsado el episodio inflacionista actual —fundamentalmente, la recuperación de la demanda tras la pandemia, los cuellos de botella en las cadenas globales de valor y algunos aspectos idiosincrásicos que han condicionado la evolución de los precios de las materias primas— resulta una tarea compleja, pero puede aproximarse usando un modelo econométrico estructural<sup>8</sup>.
- En este marco de análisis, las estimaciones del Banco de España<sup>9</sup> apuntan a que, en las principales economías de América Latina, la depreciación de los tipos de cambio y el aumento de los precios de las materias primas habrían desempeñado un papel relevante en el repunte de la inflación en todas ellas (véase gráfico 6.1). Sin embargo, el resto de los factores analizados habrían tenido una incidencia más heterogénea en las presiones inflacionistas que estas economías han experimentado.
- Así, por ejemplo, las perturbaciones de oferta y los cuellos de botella habrían sido especialmente relevantes en la escalada de los precios en Brasil y en México —países con un mayor peso de las manufacturas—, mientras que la intensa recuperación de la demanda interna habría tenido un impacto especialmente acusado en las dinámicas de la inflación en Colombia —donde las políticas fiscal y monetaria fueron más laxas durante 2021—.

Gráfico 6.1

**Aportaciones al aumento de la inflación promedio (enero 2020-abril 2021 a mayo 2021-abril 2022) (a)**



FUENTE: Banco de España.

a Basado en los resultados de Molina y Vidal (2022). Inicialmente se estiman los *shocks* de oferta y de demanda con un modelo BVAR con restricciones de signos para los precios y la producción industrial, que se introducen posteriormente en otro modelo BVAR junto con un índice sintético de precios de materias primas energéticas y alimenticias, un indicador de coste de transporte internacional, la tasa de variación mensual del tipo de cambio frente al dólar y el respectivo IPC de cada país, estimado mediante una ordenación de Cholesky. El gráfico representa la diferencia entre las aportaciones al promedio de la inflación entre enero y abril de 2021 y las aportaciones al promedio de la inflación entre mayo de 2021 y marzo de 2022.



8 Para ello, se distingue entre perturbaciones de demanda y de oferta en el sector industrial, el aumento de los costes de producción por el encarecimiento de las materias primas y las perturbaciones de los tipos de cambio. Para una aplicación similar, véase el capítulo 3 de Banco de España (2022).

9 Véase Molina y Vidal (2022).

## 7 Las expectativas de inflación a largo plazo siguen ancladas y las previsiones continúan indicando una reducción gradual de las elevadas tasas actuales

- Las expectativas de inflación a corto plazo se han elevado en América Latina, al igual que en las principales economías, y las tasas previstas para diciembre de este año se sitúan ampliamente por encima de los objetivos de los bancos centrales de la región (véase gráfico 7.1).
- A pesar de estas elevadas presiones inflacionistas en el corto plazo, los analistas continúan esperando que el aumento de los precios en los países de América Latina, y a escala global, se modere a lo largo de los próximos trimestres (véanse gráficos 7.1 y 7.3). En particular, para finales de 2023 las expectativas de inflación en las principales economías latinoamericanas se encuentran en el límite superior de los rangos de referencia de sus bancos centrales.
- Por su parte, las expectativas de inflación a más largo plazo apenas han aumentado en los últimos trimestres y siguen alineadas con los objetivos de inflación de los distintos bancos centrales de la región, que, en general, presentan una mayor credibilidad que los bancos centrales de otras economías emergentes<sup>10</sup> (véanse gráficos 7.1 y 7.2).



Edificio del Banco Central de México. © Shutterstock.

<sup>10</sup> Véase el capítulo 3, «Credibility, Communication, and Monetary Policy Procyclicality in Latin America», de FMI (2018).

Gráfico 7.1

**Expectativas de inflación (junio de 2022)**

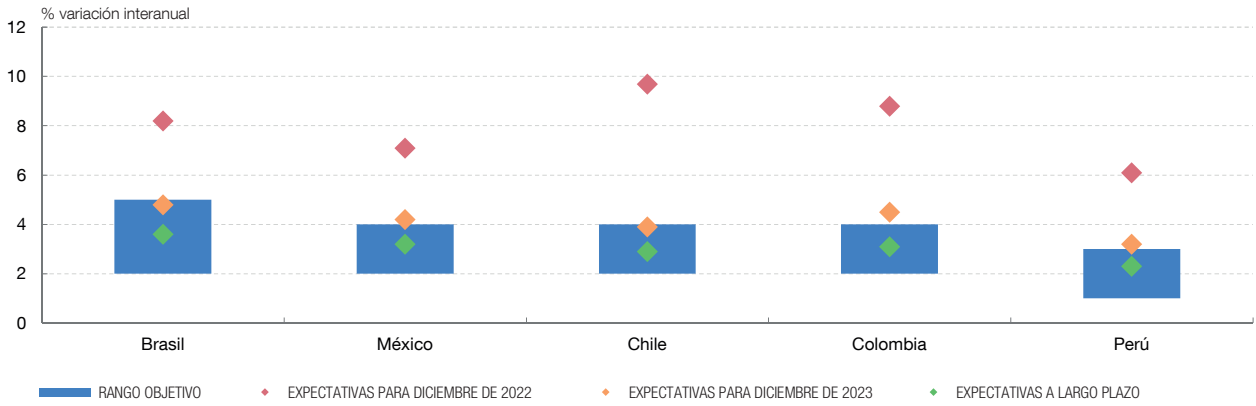


Gráfico 7.2

**Expectativas de inflación a largo plazo**

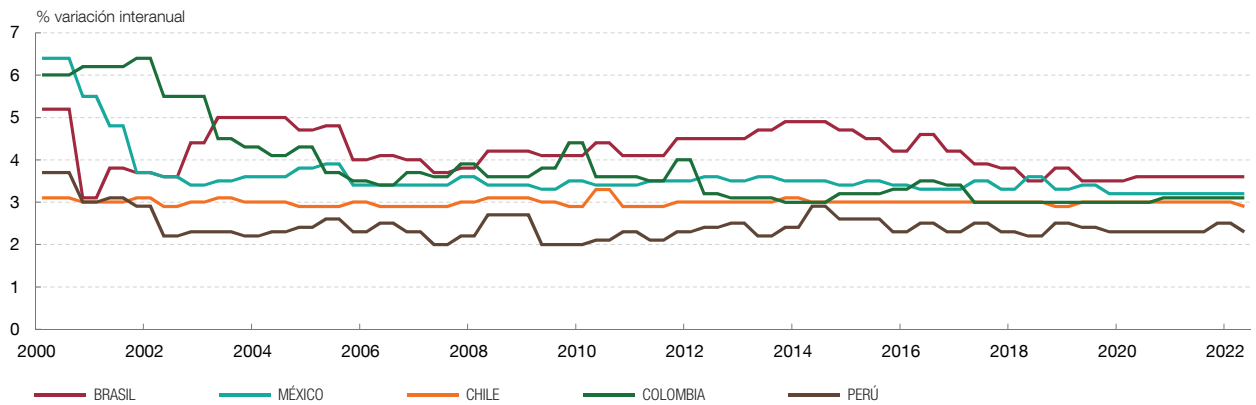
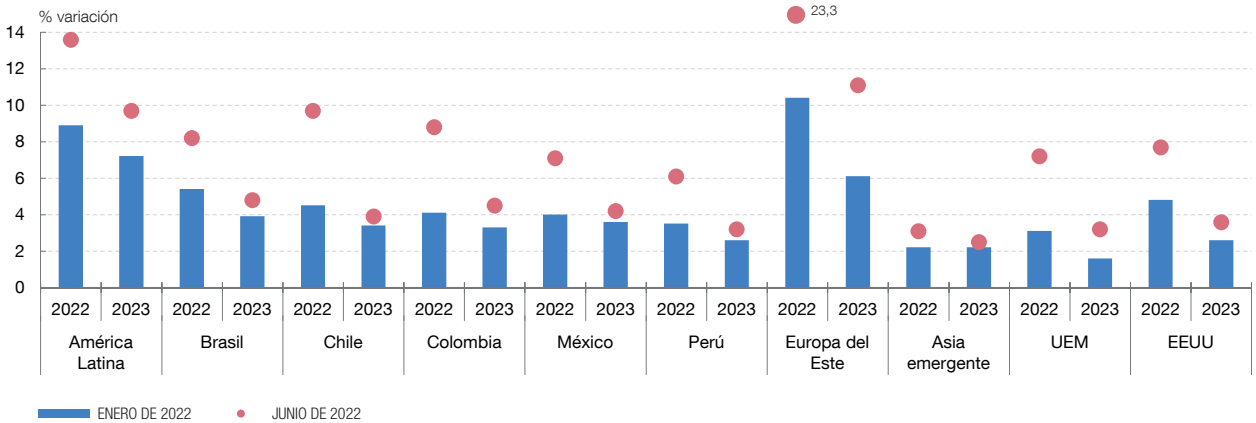


Gráfico 7.3

**Previsiones de inflación**

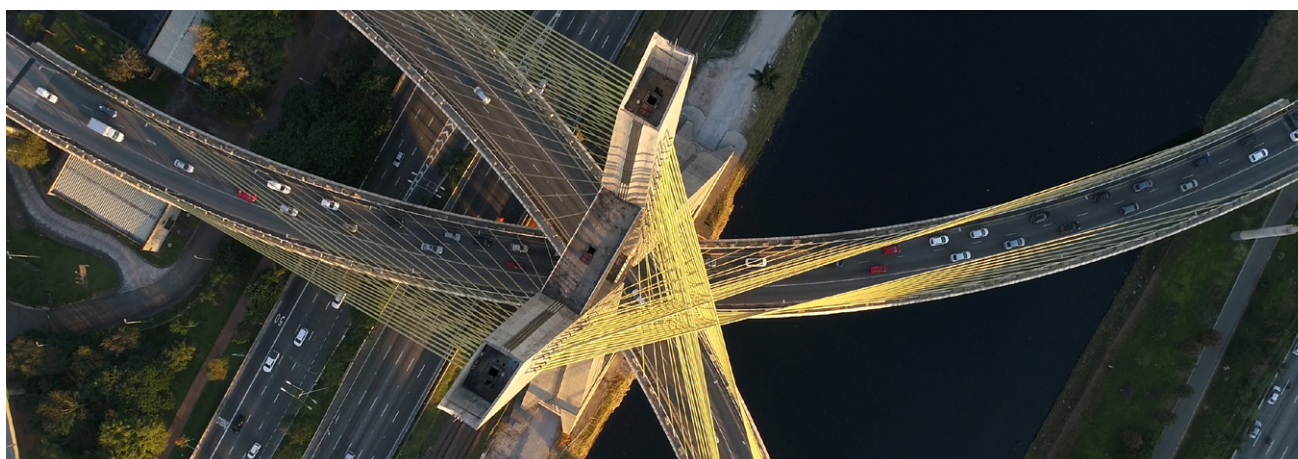


FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecasts y estadísticas nacionales.



## 8 Persisten los riesgos de que se acaben materializando efectos indirectos y de segunda ronda significativos sobre la inflación

- A pesar de que las previsiones del consenso de los analistas apuntan a una reducción gradual de las elevadas tasas de inflación actuales, existe una considerable incertidumbre en cuanto a la evolución de la inflación en el corto y medio plazo.
- En los próximos trimestres, las dinámicas de los precios dependerán de forma decisiva de cómo evolucione la pandemia —especialmente, en China, donde las autoridades han venido desplegando medidas muy severas para contener la expansión del virus que han afectado a las cadenas globales de suministro— y de la envergadura y persistencia del conflicto bélico en Ucrania —aspectos que condicionan tanto el dinamismo de la actividad económica global como los precios de las materias primas y la intensidad de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción—.
- Otros factores también podrían afectar a la persistencia del actual episodio inflacionista. En primer lugar, los repuntes que ya se han observado en los precios de muchos bienes y servicios podrían provocar, en el futuro, presiones inflacionistas adicionales a través de los llamados «efectos indirectos».
- Así, para el promedio de las principales economías latinoamericanas, se estima que, durante el período 2003-2022, tanto las perturbaciones de demanda como las de oferta han incidido sobre las dinámicas de los precios durante varios períodos después de haberse producido el *shock* (véase gráfico 8.1).
- En segundo lugar, el grado de persistencia de las dinámicas de precios actuales también dependerá de la posible materialización de efectos significativos de segunda vuelta. Estos efectos podrían aparecer si, como consecuencia del aumento en la inflación, los trabajadores demandasen salarios más elevados, lo que, a su vez, incrementaría los costes laborales de las empresas, generando nuevas presiones al alza sobre los precios.
- De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, estos efectos de segunda vuelta supondrían un mayor riesgo relativo para las economías brasileña y chilena, pues es en estos países donde se observa una mayor correlación histórica de los salarios con la inflación pasada (véase gráfico 8.2). A su vez, este hecho podría estar reflejando una mayor prevalencia, en estas economías, de distintos mecanismos de indexación salarial<sup>11</sup>.



Vista superior del puente Estaiada en São Paulo, Brasil.

11 Véanse Fondo Monetario Internacional (2021 y 2022b).

Gráfico 8.1

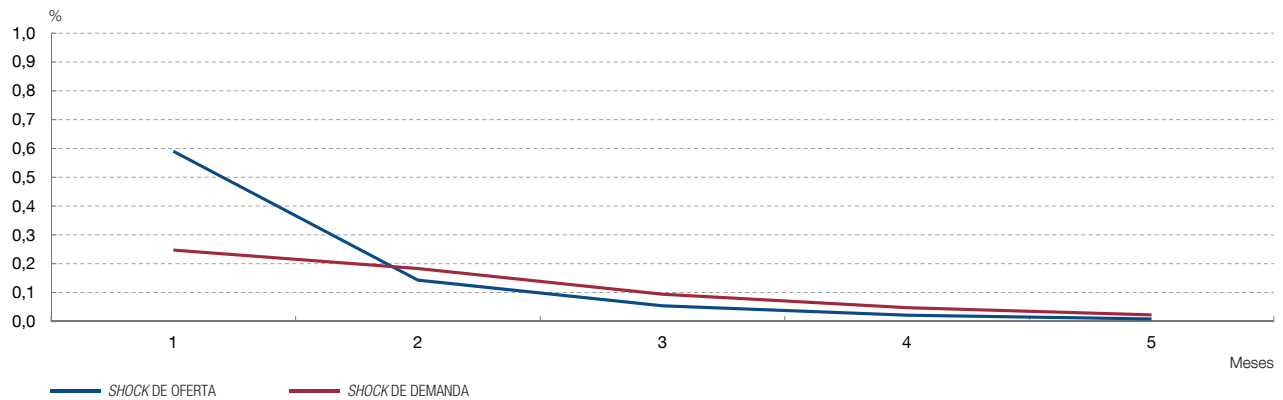
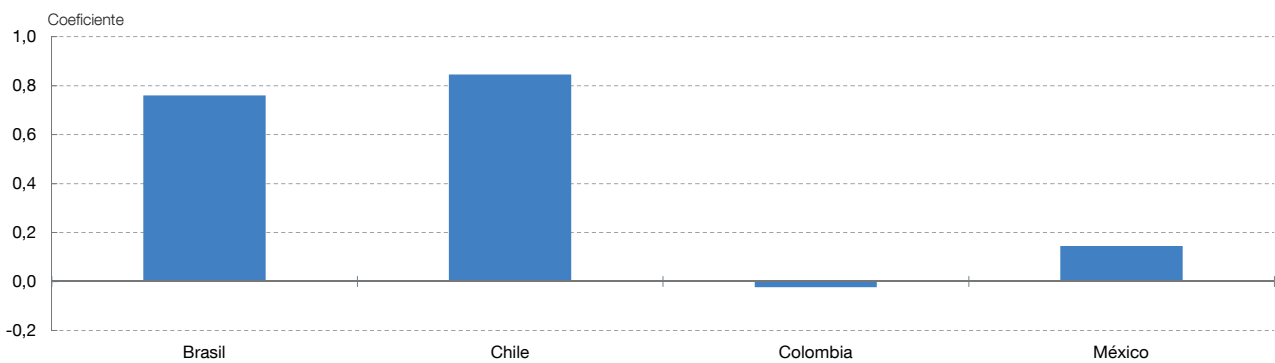
**América Latina. Respuesta de los precios industriales a perturbaciones de demanda y de oferta (a)**

Gráfico 8.2

**Sensibilidad de los salarios a la inflación pasada (b)**

FUENTES: Refinitiv, estadísticas nacionales y Molina y Vidal (2022).

a Agregado ponderado de los cinco países con objetivos de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Estimación a partir de un modelo BVAR con los precios industriales y la producción industrial. Los *shocks* representados son un *shock* de oferta que reduce la producción en un 1 % y un *shock* de demanda que eleva la producción en un 1 %.

b Coeficiente  $\alpha$  de la ecuación de regresión:  $W_t = \alpha \pi_{t-1} + (1 - \alpha) \pi^* + \varepsilon_t$ , siendo  $W_t$  el crecimiento salarial interanual,  $\pi_{t-1}$  la inflación interanual del trimestre anterior y  $\pi^*$  el objetivo de inflación. Se emplean datos trimestrales con un período muestral comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el primero de 2022, si bien la muestra, para algunos países, puede comenzar más tarde o finalizar antes.

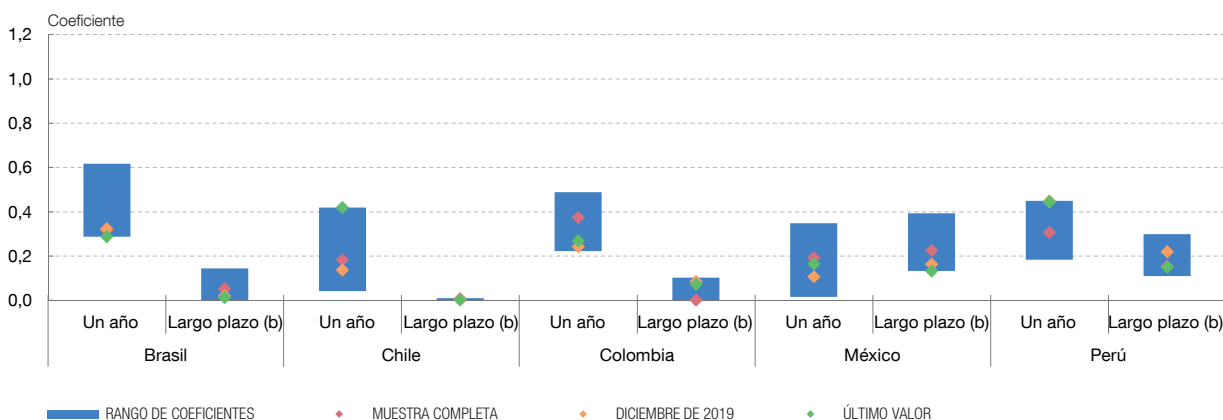


## 9 Por el momento, la sensibilidad de las expectativas de inflación a largo plazo a la inflación corriente es, en general, muy reducida

- El grado de sensibilidad de las expectativas de inflación a largo plazo a la inflación corriente es uno de los indicadores que permiten valorar el riesgo de que se materialicen efectos indirectos y de segunda vuelta significativos, y de que se produzca un «desanclaje» en las expectativas de inflación.
- De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, en los principales países de América Latina la sensibilidad de las expectativas de inflación a largo plazo a la inflación corriente es, en general, muy reducida, e incluso ha disminuido en los últimos años (véase gráfico 9.1).
- Sin embargo, el repunte reciente de la inflación sí parece estar trasladándose a las expectativas de corto plazo, cuya sensibilidad a la inflación corriente es más elevada y, además, ha aumentado en los últimos trimestres.

Gráfico 9.1

### Sensibilidad de las expectativas de inflación a la inflación pasada (a)



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

a Coeficiente  $\alpha$  de las ecuaciones de regresión:  $\pi_t^{ep} = \alpha\pi_{t-1} + (1-\alpha)\pi_t^{ep} + \varepsilon_t$  y  $\pi_t^{lp} = \alpha\pi_{t-1} + (1-\alpha)\pi^* + \varepsilon_t$ , estimada mediante ventanas correderas de cinco años; siendo  $\pi_t^{ep}$  las expectativas de inflación a un año,  $\pi_{t-1}$  la inflación interanual del trimestre anterior,  $\pi_t^{lp}$  las expectativas de inflación a largo plazo y  $\pi^*$  el objetivo de inflación. Se emplean datos trimestrales con un período muestral comprendido entre el primer trimestre de 2004 y el primero de 2022.

b Expectativas a largo plazo obtenidas del *Latin American Consensus Forecast* al plazo de seis a diez años.



## 10 La política monetaria ha respondido con rapidez e intensidad al episodio inflacionista

- El mantenimiento de las expectativas de inflación a largo plazo en torno a los objetivos de los bancos centrales de la región se encuentra vinculado, en gran medida, a la reacción temprana y sostenida de estos, que han endurecido sus políticas monetarias desde la primera mitad de 2021, una vez superada la fase más intensa de la pandemia (véase gráfico 10.1).
- En particular, en los últimos trimestres los bancos centrales de la región han aumentado sus tipos de interés oficiales con una mayor intensidad que en otros episodios de endurecimiento previos (véase gráfico 10.2), y que en otras regiones emergentes, como las asiáticas.
- De hecho, en países como Brasil y Chile los tipos de interés reales indicarían ya un tono claramente restrictivo de la política monetaria, al situarse por encima de los tipos de interés neutrales calculados por los propios bancos centrales (véase gráfico 10.3).
- Este notable endurecimiento de la política monetaria en la región, por encima de lo que se descontaba en los mercados financieros hace unos meses, también se ha reflejado en un incremento de los tipos de interés a largo plazo en las economías latinoamericanas (véase gráfico 10.4).
- De cara al futuro, los mercados financieros descuentan que el ciclo de subidas en los tipos de interés oficiales en la región continuará en los próximos meses, si bien en algunos países este ciclo estaría próximo a concluir (véase gráfico 10.1).



Billetes de pesos chilenos.

Gráfico 10.1  
**Tipos de interés oficiales**

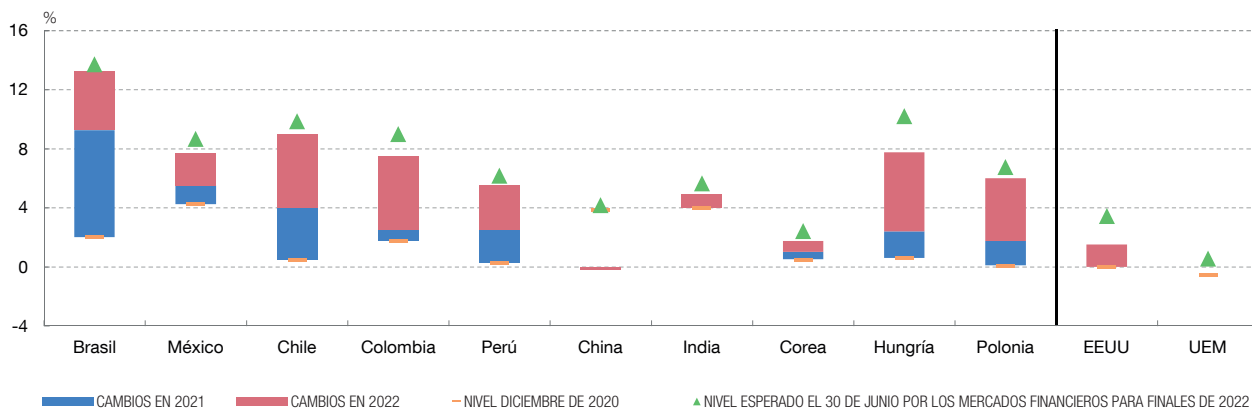
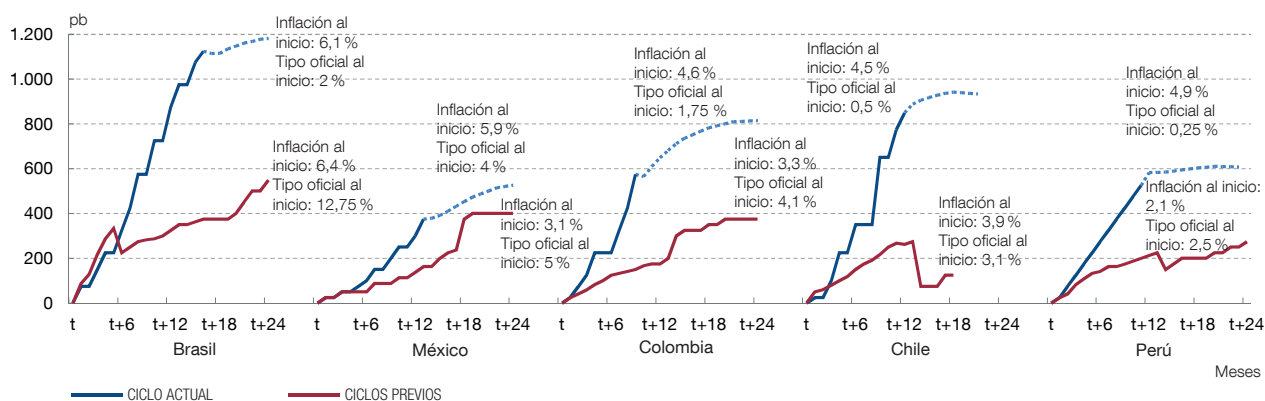


Gráfico 10.2  
**América Latina. Ciclos de subida de tipos de interés oficiales (a)**



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Las líneas discontinuas representan los tipos de interés oficiales descontados por los mercados en la última semana de junio de 2022. Los ciclos actuales comienzan en marzo de 2021 (Brasil), junio de 2021 (México), octubre de 2021 (Colombia), julio de 2021 (Chile) y agosto de 2021 (Perú). Para los ciclos previos se parte del año 2000, cuando los cinco países habían puesto en marcha el régimen de objetivos de inflación, y comienzan en marzo de 2001, octubre de 2002, septiembre de 2004, abril de 2008 y abril de 2013 (Brasil); abril de 2007 y diciembre de 2015 (México); abril de 2006, diciembre de 2007, junio de 2010, octubre de 2015 y octubre de 2018 (Chile); abril de 2006, febrero de 2011 y abril de 2014 (Colombia); y diciembre de 2005, mayo de 2010 y septiembre de 2015 (Perú).





Gráfico 10.3

## Tipos de interés reales en las principales economías de América Latina (b)

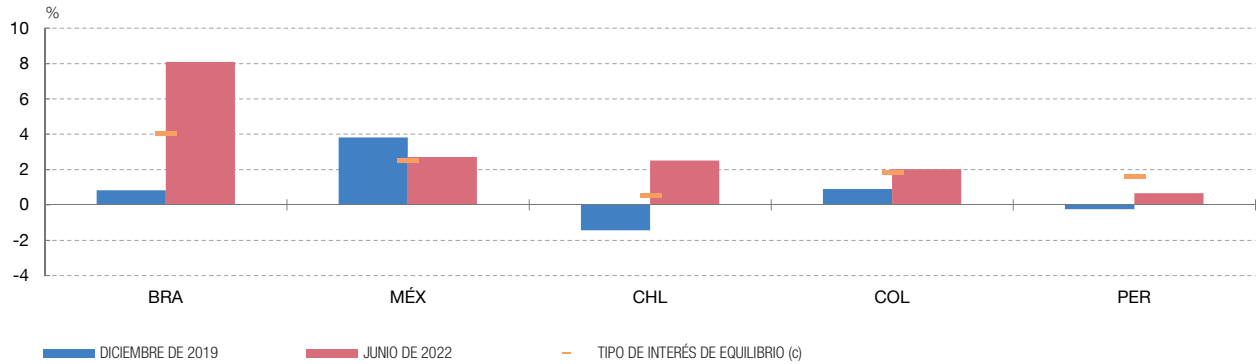
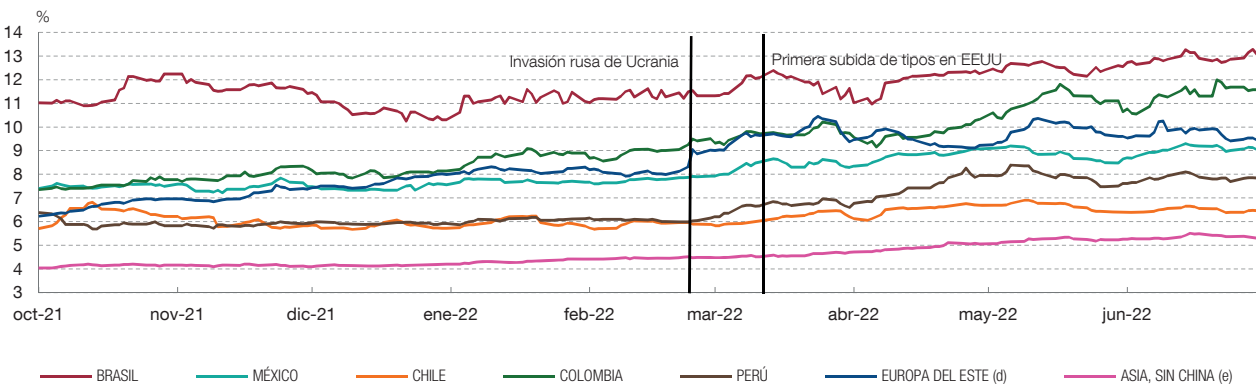


Gráfico 10.4

## Tipos de interés a largo plazo en moneda local



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

**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.

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

**d** Media simple de los tipos de interés a largo plazo en moneda local de República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía.

**e** Media simple de los tipos de interés a largo plazo en moneda local de Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.



## 11 Las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal estadounidense podrían condicionar las perspectivas macrofinancieras de la región

- Al igual que en América Latina, la escalada inflacionista de los últimos trimestres ha provocado que, en las principales economías avanzadas, sus bancos centrales también hayan puesto en marcha procesos de normalización de su política monetaria, que han venido intensificando recientemente.
- En particular, la Reserva Federal de Estados Unidos inició en marzo de este año un ciclo de subidas de sus tipos de interés oficiales, que ha continuado en sucesivas reuniones del FOMC —de forma que su rango objetivo se situó en junio en el 1,50 %-1,75 %— y que los mercados financieros esperan que continúe en los próximos meses —lo que podría implicar, de aquí a finales de este año, un aumento adicional de este rango en 175 puntos básicos (pb)—.
- Este proceso de normalización de la política monetaria estadounidense podría, de acuerdo con la evidencia histórica, incidir de manera muy significativa en el margen de actuación de los bancos centrales de América Latina y afectar sensiblemente a las condiciones de financiación de sus economías.
- En particular, las estimaciones del Banco de España apuntan a que, si se produjera un endurecimiento no anticipado de la política monetaria en Estados Unidos<sup>12</sup>, las economías de América Latina se enfrentarían a incrementos de los diferenciales de riesgo soberano y a depreciaciones de sus monedas, lo que llevaría a sus bancos centrales a incrementar sus propios tipos de interés oficiales (véase gráfico 11.1).
- De acuerdo con las simulaciones realizadas, la confluencia de estos factores tendría un impacto negativo en el PIB de todas las economías latinoamericanas analizadas (en comparación con un escenario base sin perturbación), y es Brasil la más afectada, al tener un mercado financiero más interconectado con el del resto del mundo y presentar una mayor vulnerabilidad financiera<sup>13</sup> (véase gráfico 11.2).



Fachada del edificio de la Reserva Federal en Washington DC.

12 El impacto de una subida de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal depende de las razones que impulsan esta decisión. En particular, no son iguales los efectos de un aumento de los tipos de interés oficiales que responde a una mayor demanda interna en Estados Unidos —que conlleva también efectos beneficiosos para América Latina— que los de un aumento de los tipos no anticipado y no relacionado con una mayor demanda, que es el que se simula en los gráficos 11.1 y 11.2.

13 El mayor impacto de la política monetaria de Estados Unidos sobre la economía brasileña es coherente con los resultados comparativos de Borralló *et al.* (2016).

Gráfico 11.1

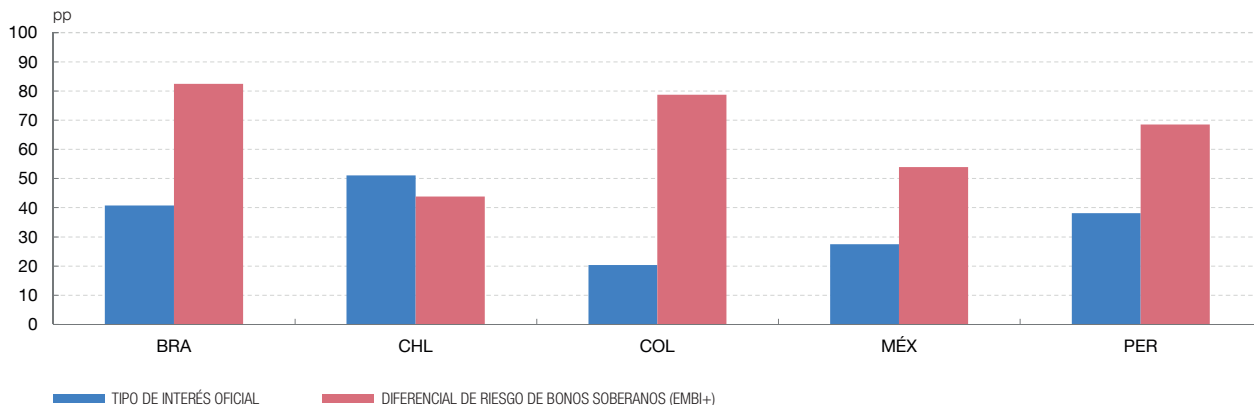
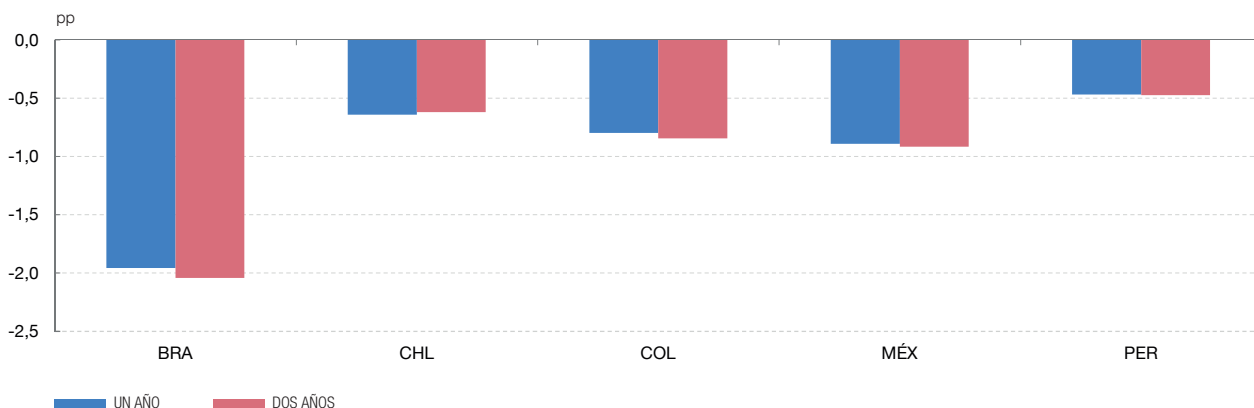
**América Latina. Impacto sobre tipos de interés y diferenciales de riesgo de una sorpresa de política monetaria en Estados Unidos (a)**

Gráfico 11.2

**Desviación acumulada del PIB tras una sorpresa de política monetaria en Estados Unidos (a)**

FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

a Para evaluar el impacto de una sorpresa de política monetaria más restrictiva, se utilizan un modelo de vectores autorregresivos y una identificación por medio de restricciones de signos sobre las funciones de impulso-respuesta que es habitual en la literatura [véase, por ejemplo, Fry y Pagan (2011)]. El modelo para Estados Unidos incluye tres variables: el crecimiento del PIB, la inflación y el tipo de interés de política monetaria. Se estima en frecuencia trimestral para el período 1960-2019. Para capturar correctamente la evolución de la política monetaria del período de compras activas de activos monetarios se utiliza la *shadow rate* de Wu y Xia (2016). De este modelo se obtiene una serie histórica de perturbaciones de demanda, de oferta y perturbaciones estrictamente monetarias en Estados Unidos. El impacto sobre la actividad de Estados Unidos de una perturbación monetaria que lleva a una elevación del tipo de interés de 100 pb se estima en una caída de 1,5 pp tras un año, una cifra que se encuentra en el rango de otros trabajos [Ramey (2016); Miranda-Agrippino y Rey (2020)]. En un segundo paso, se estiman modelos de vectores autorregresivos individuales para cinco países de América Latina utilizando las perturbaciones monetarias de Estados Unidos como variable exógena, así como el crecimiento del PIB, la inflación, el tipo de interés oficial, la variación del tipo de cambio nominal con respecto al dólar y el EMBI+ como variables endógenas para cada país. Se estima este modelo utilizando datos trimestrales del período 2000-2019 y se cuantifica para cada país el efecto de un aumento de tipos de interés de 100 pb en Estados Unidos, cuando este se debe a una perturbación de la política monetaria en Estados Unidos.



## 12 En los últimos meses, los mercados financieros de la región han mantenido una dinámica relativamente positiva

- A pesar de la incertidumbre existente, los mercados financieros de la región han registrado, en los últimos meses, un comportamiento algo más favorable que los del resto de las economías emergentes y otros activos de riesgo similar, como se refleja en la evolución de los diferenciales soberanos (véase gráfico 12.1), los indicadores de condiciones financieras (véase gráfico 12.2) y los índices bursátiles (véase gráfico 12.3).
- Los tipos de cambio de las principales monedas de la región presentaron una dinámica diferente a la del resto de las economías emergentes, y registraron una apreciación significativa desde el último trimestre de 2021, debida en cierta medida a tipos de interés más elevados en la región. La depreciación más reciente en algunos países estaría relacionada con procesos electorales y con otros acontecimientos políticos (véase gráfico 12.4).
- Asimismo, las entradas de flujos de capitales de cartera en la región se han comportado, en los últimos meses, de forma más dinámica que en otras economías de referencia (véase gráfico 12.5). Estas entradas de capitales se han materializado especialmente en activos de renta fija, desarrollo que se ha visto reflejado igualmente en las emisiones de deuda en los mercados internacionales (véase gráfico 12.6).



Familia de billetes colombianos.

Gráfico 12.1

Diferenciales de rendimientos respecto al tipo de interés a largo plazo de Estados Unidos

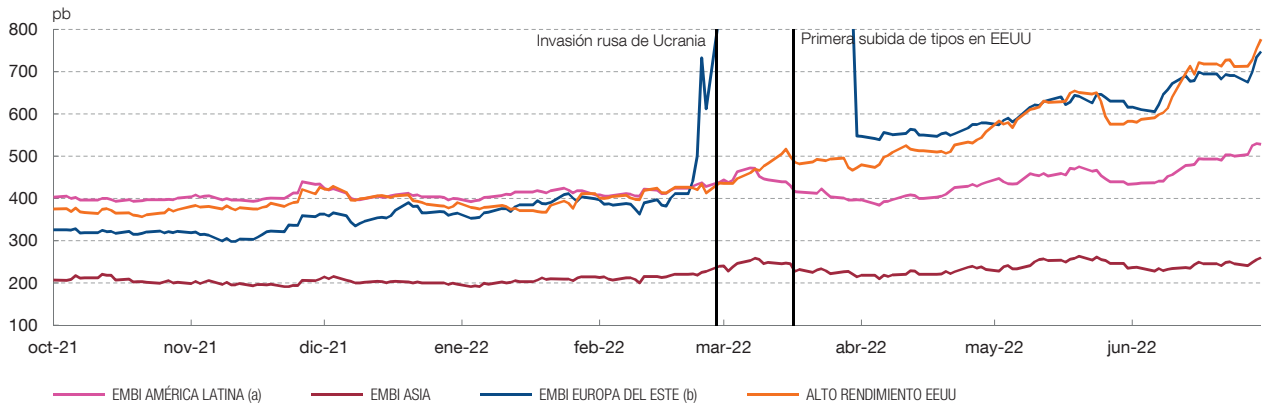
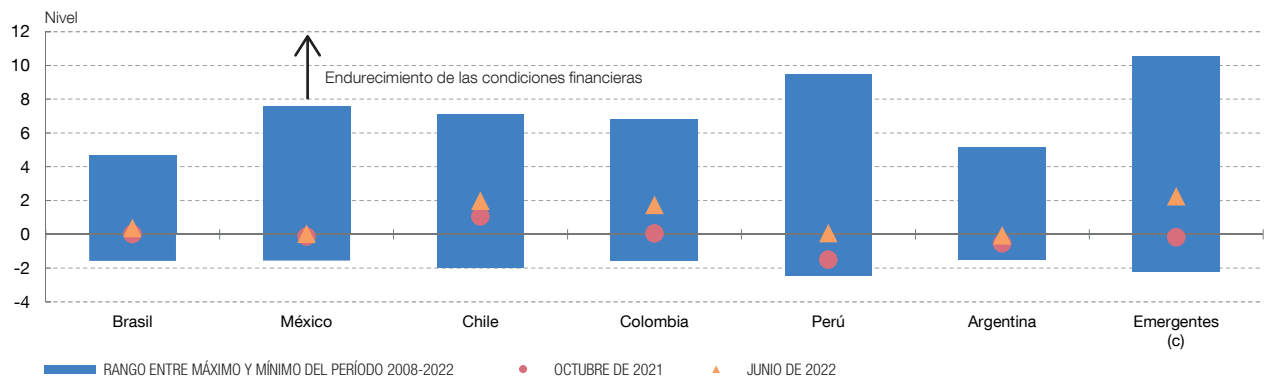


Gráfico 12.2

Índices de condiciones financieras



FUENTES: Refinitiv, Dealogic y Banco de España.

- a El Emerging Markets Bond Index (EMBI) de JP Morgan es un bono sintético de renta fija soberana y cuasi soberana emitida bajo ciertas condiciones de liquidez y valor nominal en mercados internacionales.
- b El comportamiento de este indicador se ha visto muy influido, entre otros factores, por el peso que los activos rusos presentaban en él. Este peso se ha reducido significativamente en los últimos meses.
- c Elaborado por Goldman Sachs.



Gráfico 12.3  
**Índices bursátiles**

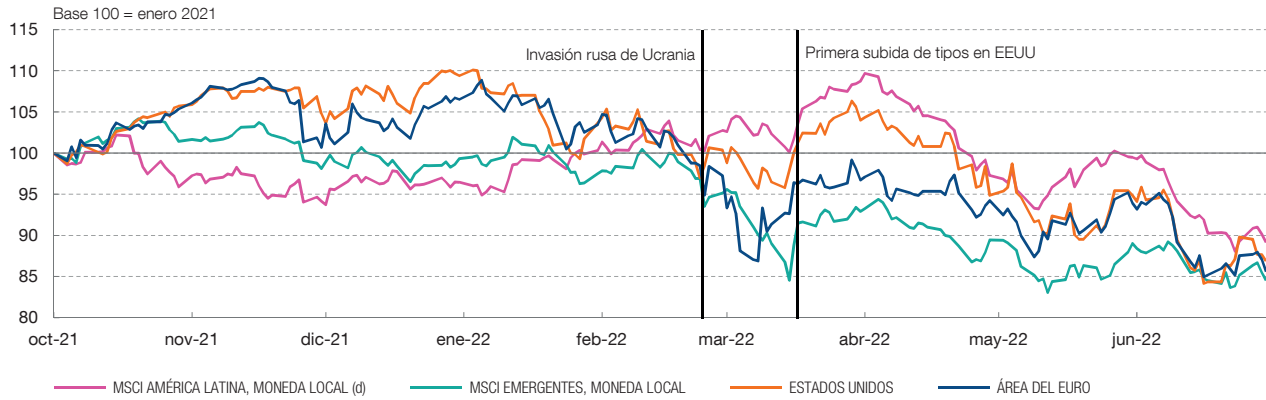
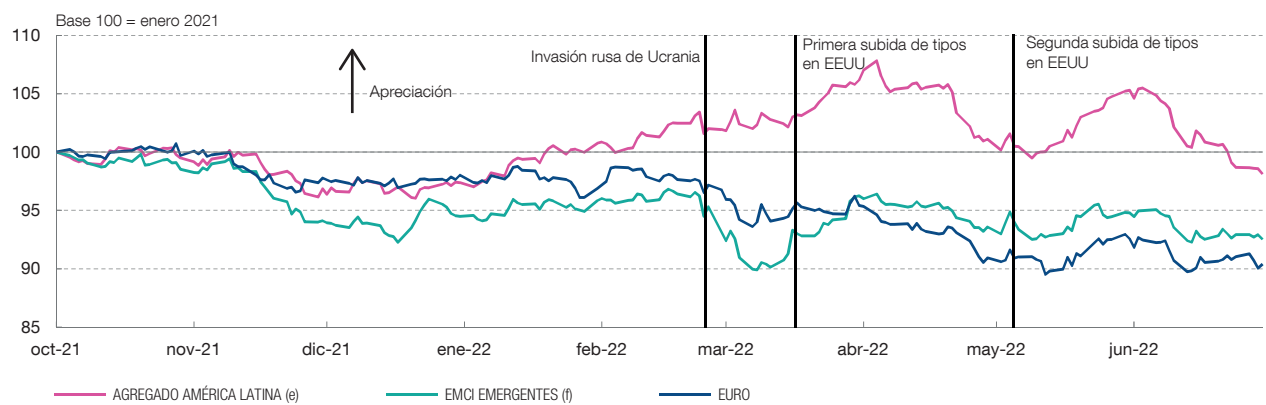


Gráfico 12.4  
**Tipos de cambio frente al dólar**



FUENTES: Refinitiv, Dealogic y Banco de España.

- d El MSCI es un índice agregado de bolsas para distintas regiones elaborado por Morgan Stanley.
- e Media simple de los índices de tipo de cambio frente al dólar de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- f Tipo de cambio agregado de economías emergentes elaborado por JP Morgan.



Gráfico 12.5

**Evolución de los flujos de capitales de cartera**

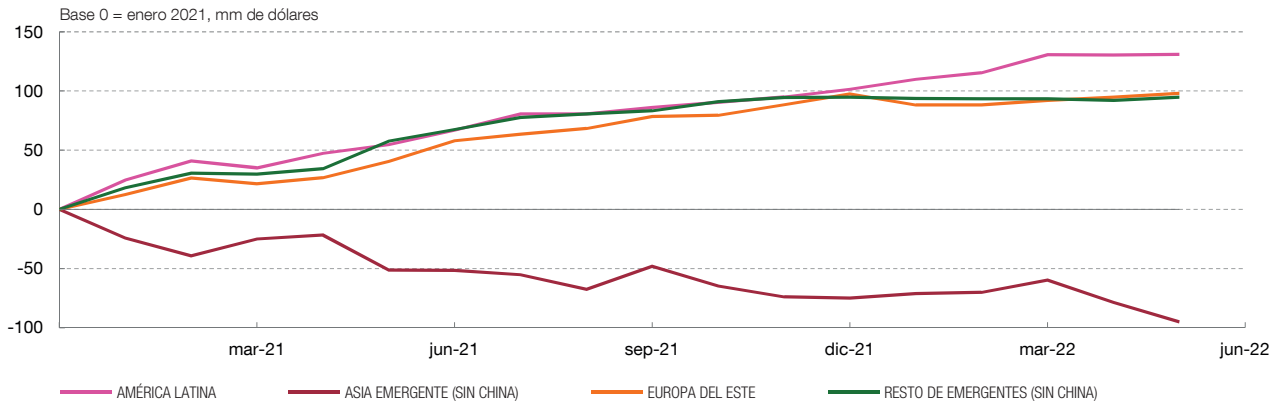
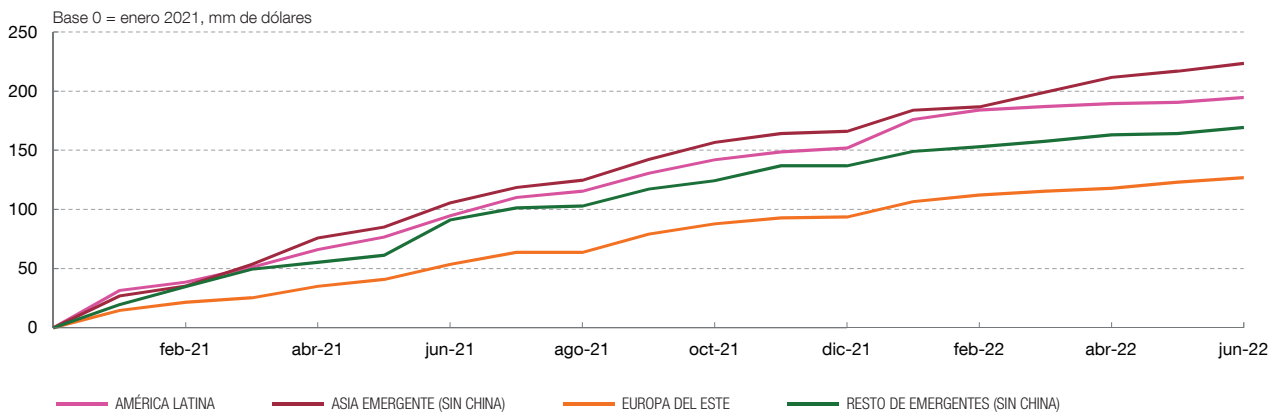


Gráfico 12.6

**Evolución de las emisiones de renta fija en los mercados internacionales (mm de dólares acumulados)**



FUENTES: Refinitiv, Dealogic y Banco de España.



### 13 El crédito bancario se ha recuperado

- En los últimos trimestres se aprecia una recuperación del crédito bancario en la región (véase gráfico 13.1), impulsado, a pesar del vencimiento de una gran mayoría de los programas de sostenimiento del crédito puestos en marcha en 2020<sup>14</sup>, por la mejora de la actividad económica.
- Esta recuperación del crédito se observa en todos los segmentos, especialmente en el concedido a las empresas, que había sufrido una fuerte contracción durante la pandemia.
- En cuanto a su denominación en moneda, la tendencia a una menor dolarización del crédito observada desde el inicio de la pandemia se ha estabilizado o incluso revertido parcialmente —como en el caso de Perú—, posiblemente como reflejo del vencimiento de los programas de sostenimiento del crédito instaurados durante la pandemia, que se realizaban en moneda local (véanse gráfico 13.2 y **recuadro 2**).
- Por otra parte, los tipos de interés de los créditos otorgados han repuntado recientemente —de forma coherente con los aumentos observados en los tipos de interés oficiales— hasta superar los niveles previos a la pandemia, especialmente en aquellos segmentos con un mayor riesgo, como en el caso de los créditos para consumo.



Vista aérea de Brasilia. © Shutterstock.

14 Algunos de estos programas se prolongaron hasta 2021, e incluso más allá, como es el caso del **PRONAMPE en Brasil**.



Gráfico 13.1  
**Crédito al sector privado (a)**

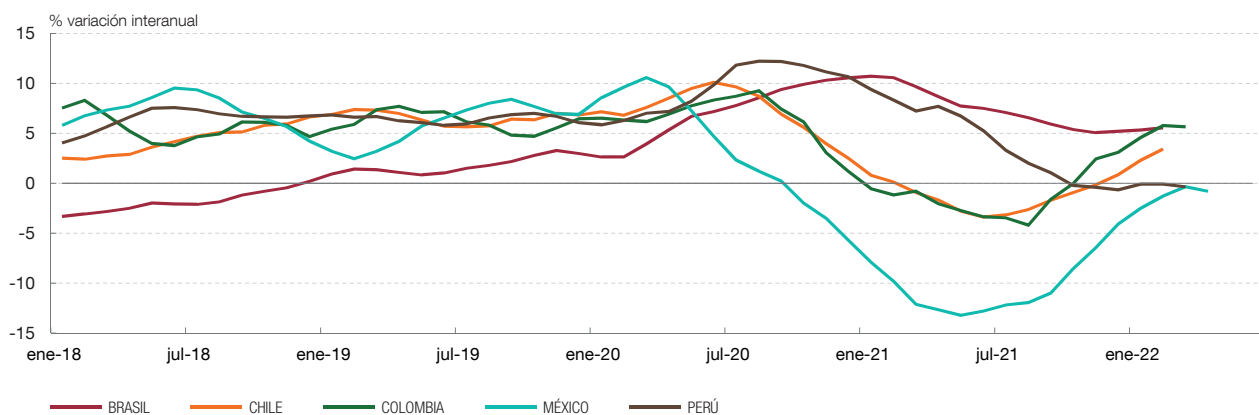
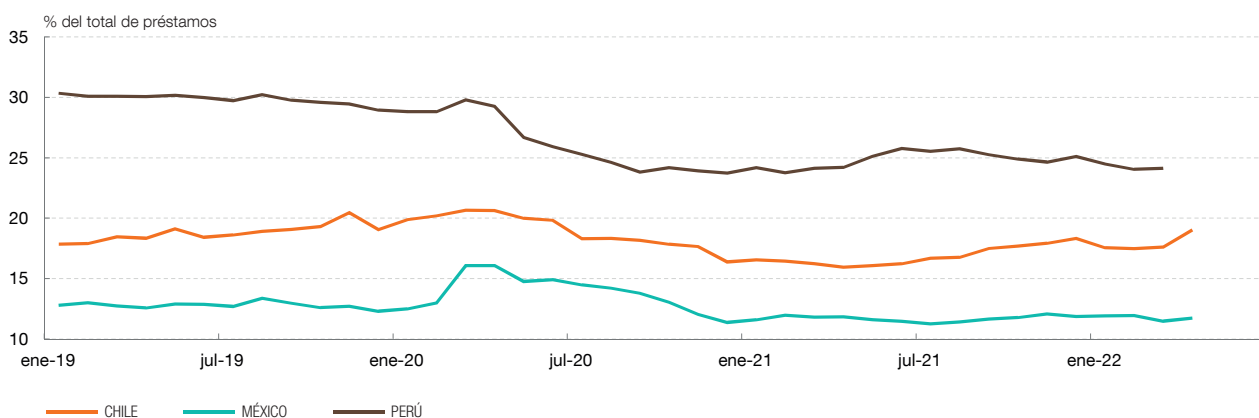


Gráfico 13.2  
**Grado de dolarización de los préstamos**



FUENTES: Estadísticas nacionales, Refinitiv, FMI y elaboración propia.

a En términos reales.



## 14 El sector bancario mantiene una posición de relativa solidez

- En los últimos trimestres, las ratios de capital de los sectores bancarios en América Latina se mantuvieron elevadas (véase gráfico 14.1).
- La rentabilidad del sector continuó su senda de recuperación, y alcanzó los niveles anteriores a la pandemia en casi todas las economías de la región, como consecuencia tanto del aumento de los márgenes de intermediación como del incremento de otro tipo de ingresos (véase gráfico 14.2).
- Si bien no se aprecian señales de un crecimiento excesivo del crédito, recientemente se ha producido un ligero incremento de los préstamos morosos —en parte, como consecuencia del fin de muchas de las moratorias puestas en marcha en la fase más aguda de la pandemia—, aunque hasta niveles aún muy reducidos en términos históricos (véase gráfico 14.3).
- Además de la mejoría de la actividad económica, ha jugado a favor de la contención de los créditos impagados el hecho de que los recortes de calificación a las empresas no financieras durante la pandemia hayan sido menos numerosos, en general, que en otros episodios recesivos previos (gráfico 14.4).
- En consonancia con estos desarrollos, los indicadores sintéticos de vulnerabilidades<sup>15</sup> del sector bancario se mantuvieron en niveles moderados en 2021 y en el primer tramo de 2022 (véase cuadro 1, columnas de la derecha).
- Asimismo, las señales de alerta de crisis bancarias —basadas en modelos probabilísticos— apuntan a una eventualidad muy reducida, en términos históricos, de que estas puedan ocurrir en el medio plazo (seis trimestres)<sup>16</sup> (véase gráfico 14.5).



Edificio bancario en Punta Arenas, Chile.

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

16 Véase Alonso y Molina (2019).

Gráfico 14.1

## Capital regulatorio

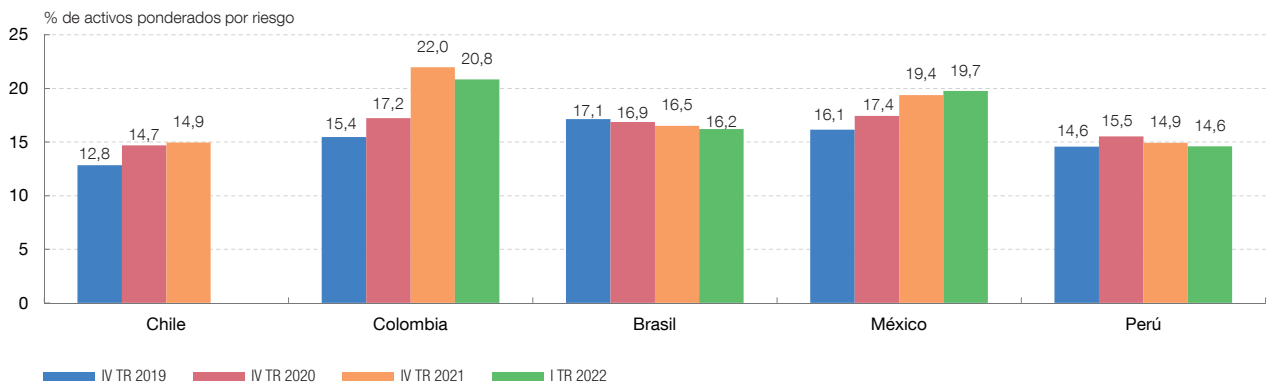


Gráfico 14.2

## Rentabilidad (a)

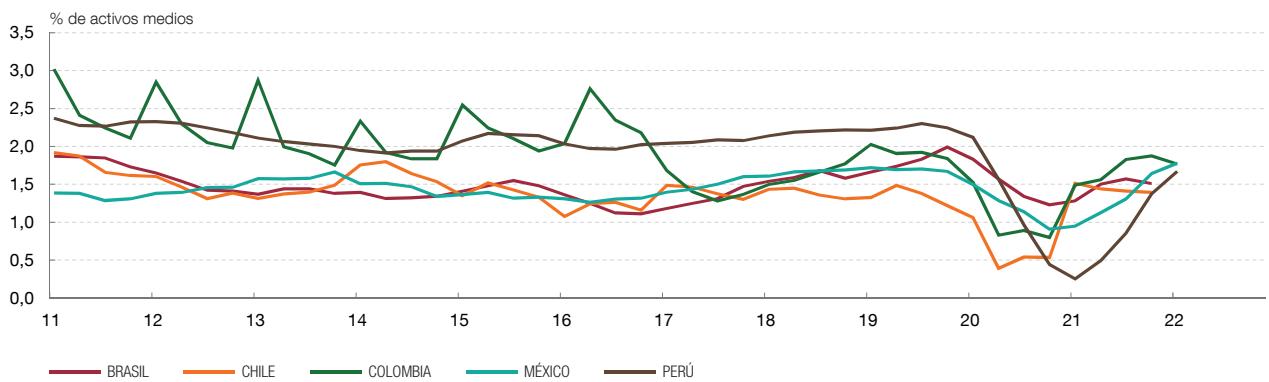
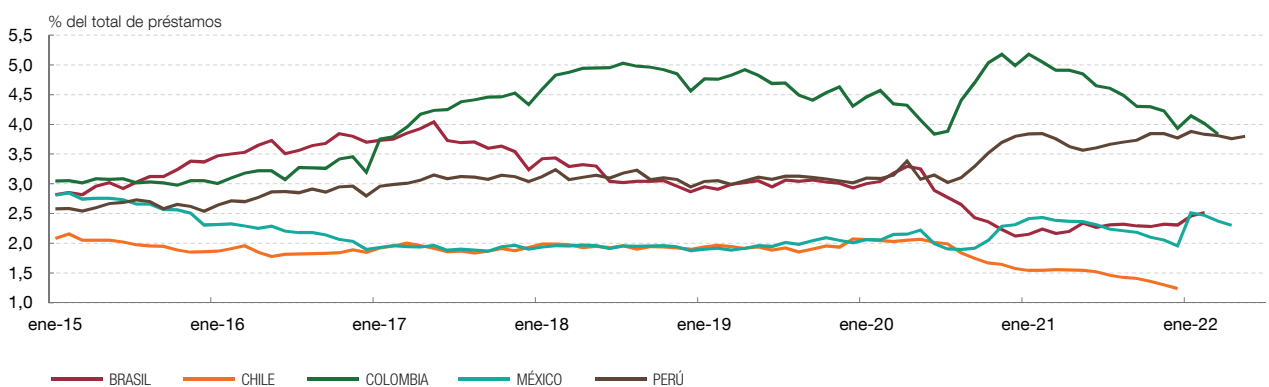


Gráfico 14.3

## Préstamos de dudoso cobro



FUENTES: Estadísticas nacionales, Refinitiv, FMI y elaboración propia [Alonso y Molina (2019)].

a Rendimiento sobre los activos medios (ROA).



Gráfico 14.4

## Empresas a las que se rebaja el rating

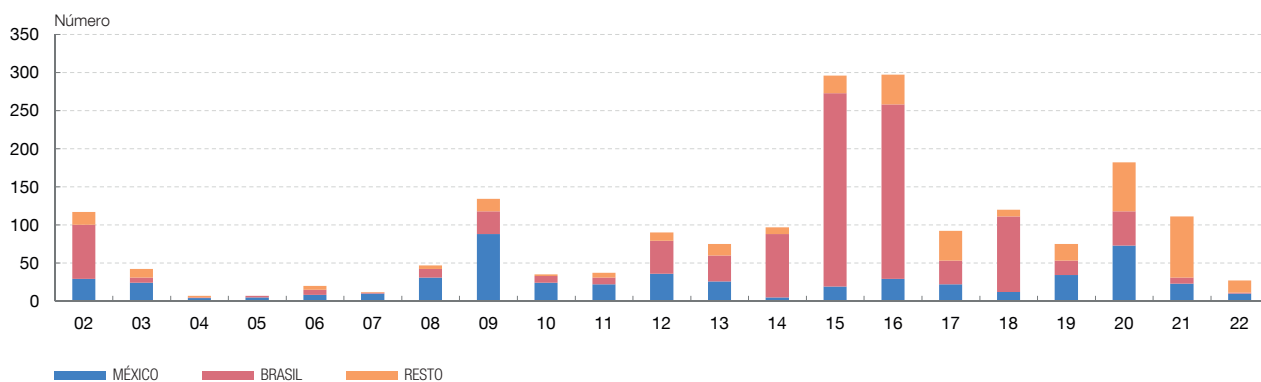
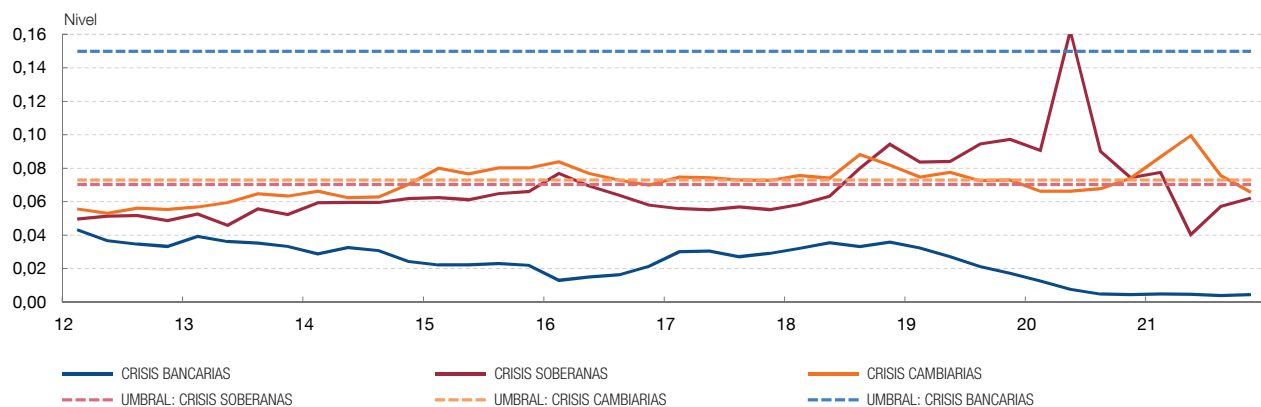


Gráfico 14.5

## Índices sintéticos de vulnerabilidad: América Latina (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Refinitiv, FMI y elaboración propia [Alonso y Molina (2019)].

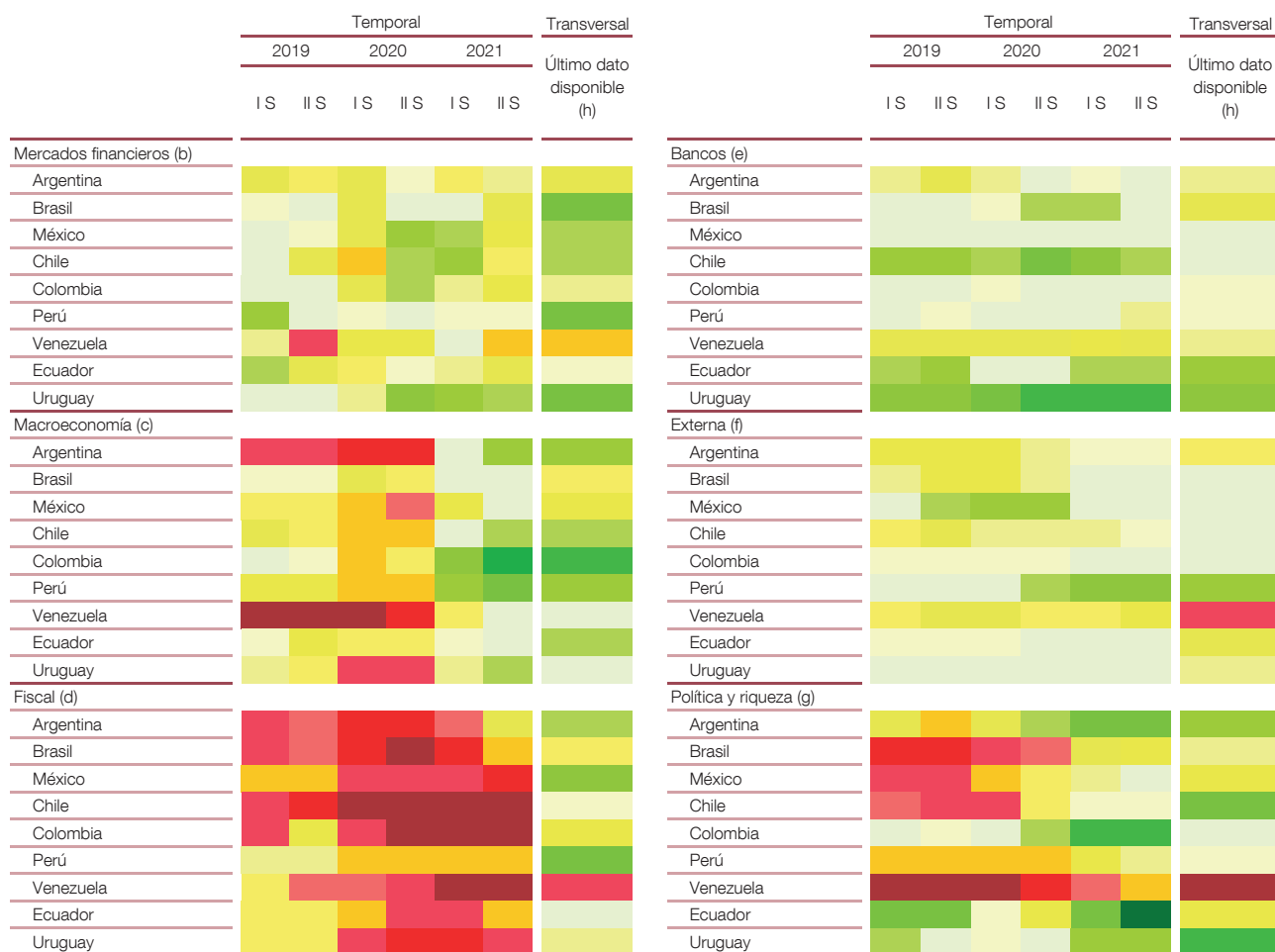
b Los indicadores sintéticos representan las probabilidades de situarse en estados vulnerables estimadas a partir de un modelo *logit* para tres tipos de crisis (bancarias, cambiarias y soberanas) con variables preseleccionadas según la emisión de señales correctas seis trimestres antes de una crisis (umbral de una curva ROC). Un aumento del indicador sintético implica, con ello, un incremento de la probabilidad de registrar una crisis de cada uno de los tipos. Los indicadores regionales son la media de los sintéticos de ocho países en América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Ecuador y Uruguay), cinco en Asia (China, India, Indonesia, Corea y Tailandia) y seis en Europa del Este (República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía).



DESCARGAR

Cuadro 1

## América Latina: situación de vulnerabilidad (a)



FUENTE: Alonso y Molina (2021).

- a** El nivel de riesgo se señala con colores más similares al verde (asociados a niveles menores de vulnerabilidad), al amarillo (vulnerabilidad media) o al rojo (variables situadas en los percentiles de riesgo más elevados).
- b** Diferencial soberano (nivel y variación trimestral), variación trimestral de la bolsa y del tipo de cambio.
- c** Variación del PIB y de la producción industrial, tasa de inflación y variación del PIB per cápita.
- d** Saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública bruta (% del PIB).
- e** Variación real de créditos y depósitos, ratio préstamos-depósitos, morosidad de la cartera, activos netos frente al exterior de los bancos, cotización de los bancos en la bolsa, tipo de interés de la deuda externa de los bancos, indicadores cualitativos (BICRA/IHS Markit), interbancario a corto plazo y margen de intermediación.
- f** Saldo de la balanza por cuenta corriente, entradas de inversión directa y de flujos de cartera, deuda externa, externa a corto y su servicio, y reservas internacionales.
- g** Indicador de riesgo político de IHS Markit, índice de riesgo geopolítico y nivel del PIB per cápita.
- h** Mayo de 2022 para mercados financieros (incluidas bolsas y diferenciales de bonos de bancos), y para índices de riesgo político y bancario y GPR. Primer trimestre de 2022 para PIB y datos de balanza de pagos, deuda externa, deuda y déficit público. Abril de 2022 para crédito, depósitos, morosidad y posición exterior de los bancos.

## 15 Las vulnerabilidades externas de las economías latinoamericanas se mantienen, en líneas generales, contenidas

- Los indicadores de vulnerabilidad relacionados con el sector exterior se encuentran, en general, en niveles de riesgo relativamente reducidos (véase cuadro 1, columnas de la izquierda).
- A ello han contribuido el ajuste de las balanzas por cuenta corriente —con notables excepciones, como Chile y Colombia (véase gráfico 15.1)—, unos niveles de reservas alineados con sus medias históricas y unos tipos de cambio efectivo reales que no están sobrevalorados, lo cual concede un cierto margen de maniobra a las autoridades en caso de que lleguen a producirse eventuales turbulencias globales.
- En cualquier caso, los niveles de deuda externa actuales son más elevados que los de hace una década y sigue estando denominada de forma muy mayoritaria en moneda extranjera (véase **recuadro 2**).
- En línea con estos desarrollos, a lo largo de 2021 disminuyó la probabilidad de ocurrencia de una crisis cambiaria en América Latina (véase gráfico 14.5). En comparación con otras regiones emergentes, esta probabilidad es menor que la que se estima para las economías de Europa del Este, pero mayor que la calculada para las asiáticas (véase gráfico 15.2).



Vista panorámica de Bogotá, Colombia.

Gráfico 15.1

Saldo por cuenta corriente (% del PIB) (a)

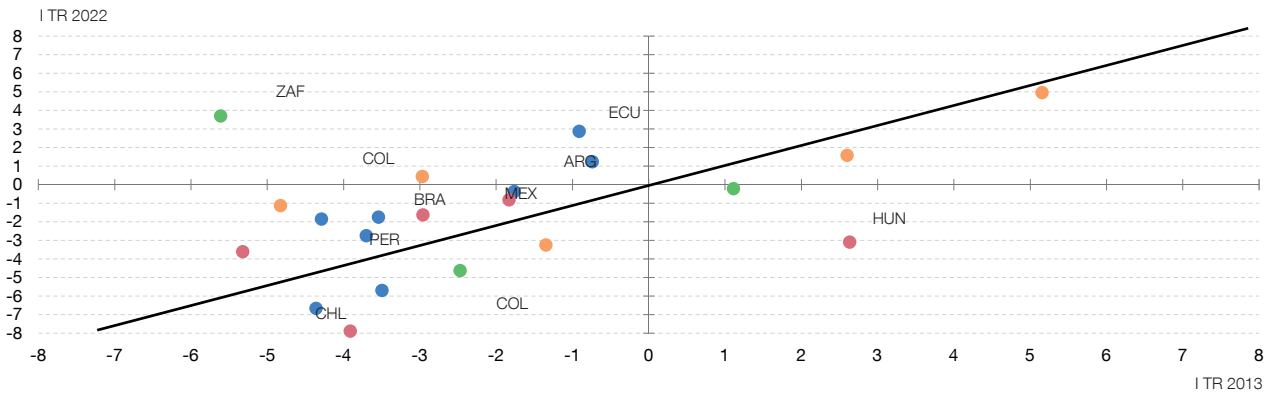
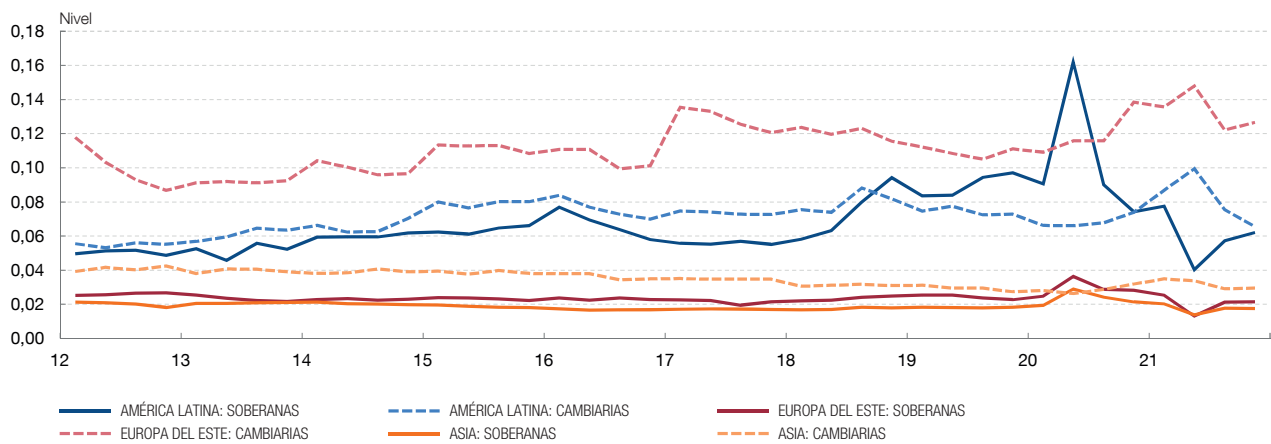


Gráfico 15.2

Índices sintéticos de vulnerabilidad: comparación entre regiones emergentes (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales y Alonso y Molina (2019).

- a Se comparan los saldos de las balanzas por cuenta corriente sobre PIB (acumulados en cuatro trimestres) en dos momentos distintos: el primer trimestre de 2013 y el primer trimestre de 2022.
- b Los indicadores sintéticos representan las probabilidades de situarse en estados vulnerables estimadas a partir de un modelo *logit* para tres tipos de crisis (bancarias, cambiarias y 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 de cada uno de los tipos. Los indicadores regionales son la media de los sintéticos de ocho países en América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Ecuador y Uruguay), cinco en Asia (China, India, Indonesia, Corea y Tailandia) y seis en Europa del Este (República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía).



## 16 Aumentan las vulnerabilidades asociadas a la situación de las cuentas públicas

- Los indicadores de vulnerabilidad fiscal en América Latina muestran señales de un mayor riesgo (véase cuadro 1, columnas de la izquierda), y en los últimos trimestres ha aumentado la probabilidad de ocurrencia de una crisis soberana en la región (véase gráfico 14.5), probabilidad que se sitúa muy por encima de las estimadas para otras economías emergentes (véase gráfico 15.2).
- En general, persiste una elevada incertidumbre sobre el curso futuro de las cuentas públicas. Además, si bien la recaudación impositiva se está beneficiando del aumento del precio de las materias primas (véase gráfico 16.1), los déficits estructurales no están mejorando y las autoridades no han aprobado, en general, planes de consolidación fiscal de medio plazo.
- Todo ello, en un contexto de niveles elevados de deuda pública —dentro del conjunto de las economías emergentes (véase gráfico 16.2)— y de diferenciales entre los tipos de interés y tasas de crecimiento más desfavorables que en otras regiones emergentes (véanse gráficos 16.3 y 16.4).
- Además, en el corto plazo han aparecido nuevas presiones al alza sobre el gasto público, dado que los Gobiernos de muchos de los países de la región están intentando mitigar los efectos adversos derivados del fuerte repunte de los precios sobre los hogares y las empresas —en particular, sobre aquellas familias con menor nivel de renta, que son las que se ven más perjudicadas por la escalada de la inflación<sup>17</sup>—.



Edificio del Banco Central de la República Argentina en Buenos Aires.

17 Véase Fondo Monetario Internacional (2022b).



Gráfico 16.1  
**Saldo presupuestario**

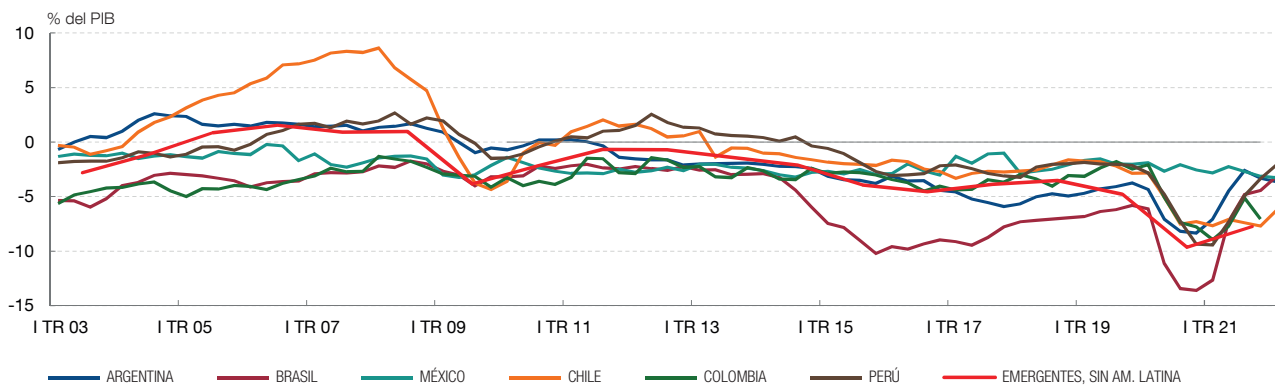
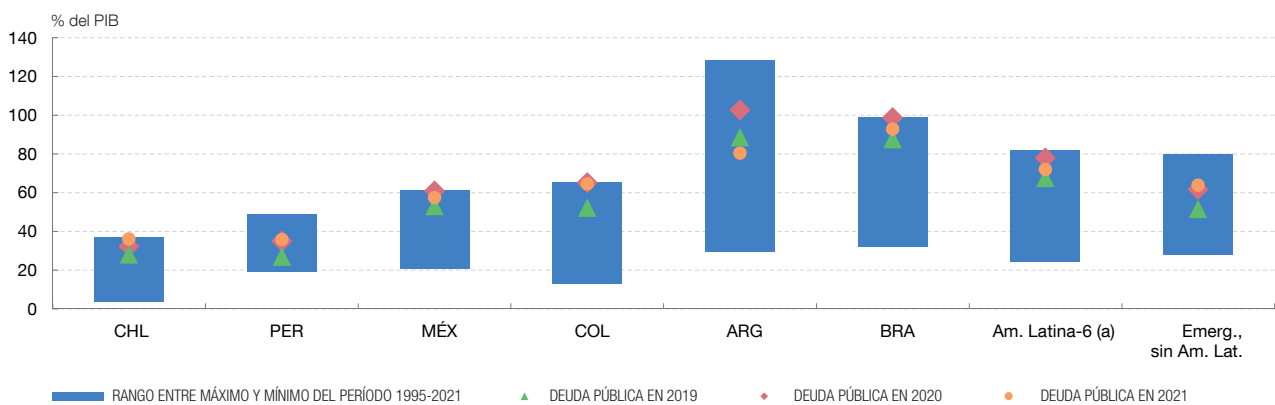


Gráfico 16.2  
**Deuda pública bruta**



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

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



Gráfico 16.3

**Tipo de interés de la deuda pública (b)**

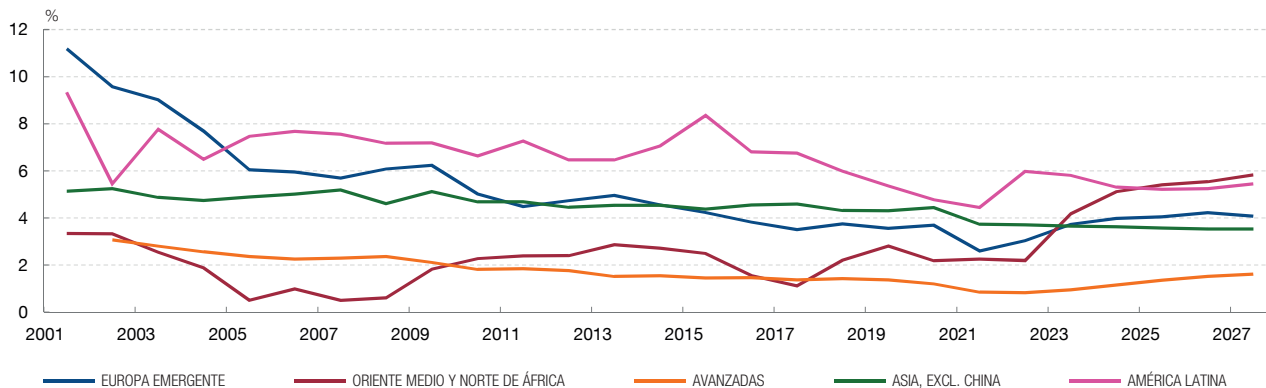
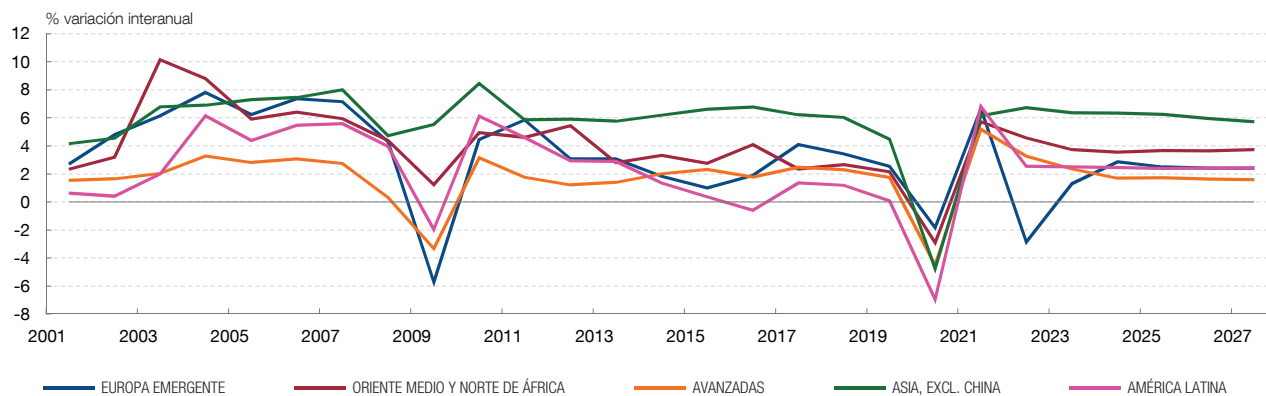


Gráfico 16.4

**Tasas de crecimiento del PIB**



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

b Calculado como el pago de intereses de un año, dividido por la deuda total al final del período anterior.



## 17 Persiste el riesgo de un posible aumento de la inestabilidad institucional

- Entre otros factores, las tensiones en Perú entre el presidente y el Congreso, la incertidumbre sobre la aprobación de la Constitución en Chile y la celebración de elecciones en Colombia han contribuido, en los últimos meses, al aumento del indicador de tensiones sociales *Reported Social Unrest Index* (RSUI) del FMI (véase gráfico 17.1).
- De cara al futuro, un posible incremento de la inestabilidad política y social (por ejemplo, como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo que los hogares más vulnerables han venido sufriendo en los últimos trimestres debido al repunte de la inflación) podría lastrar significativamente las perspectivas de crecimiento de la región y dificultar la puesta en marcha de reformas económicas de calado<sup>18</sup>.
- En efecto, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España<sup>19</sup>, un empeoramiento de los diversos indicadores que aproximan el grado de conflicto, de tensiones sociales y de incertidumbre sobre la evolución de las políticas económicas en Brasil, México y Colombia podría suponer una disminución apreciable del PIB de estos países al cabo de dos años (véase gráfico 17.2).



Vista panorámica del horizonte en el barrio de San Isidro de Lima, Perú.

18 Sobre la relación entre el aumento de los precios de los alimentos y otros productos básicos y los conflictos sociales y políticos, véanse, entre otros, Arezki y Bruckner (2011), Bellemare (2015), Weinberg y Bakker (2015), De Winne y Peersman (2019) y Redl y Hlatshwayo (2021).

19 Véase Diakonova *et al.* (2022).

Gráfico 17.1  
Indicadores de tensiones sociales RSUI (a)

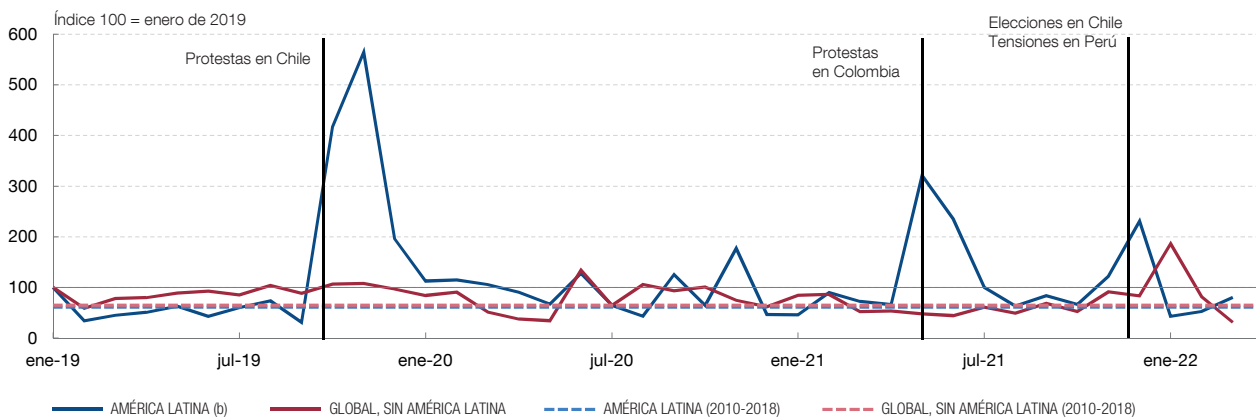
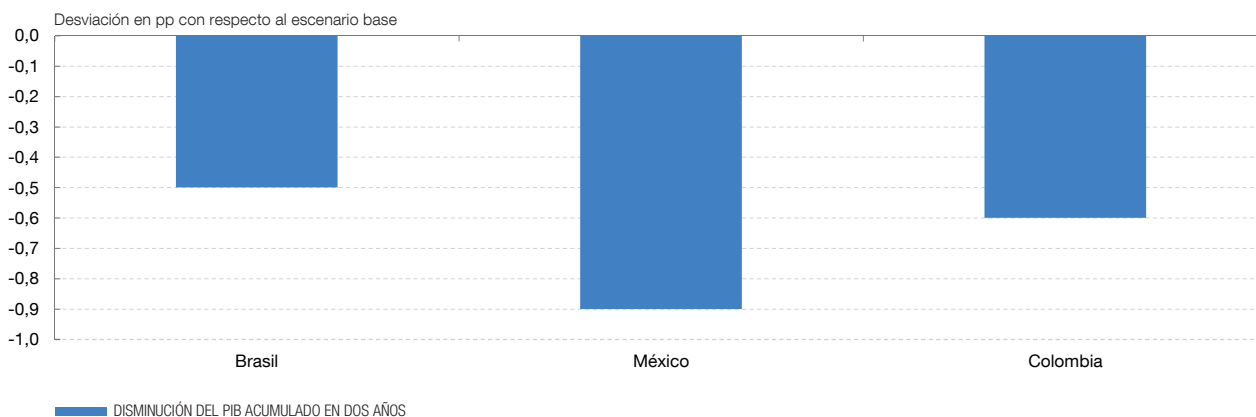


Gráfico 17.2  
Efectos sobre el crecimiento del PIB de un shock en los indicadores de inestabilidad institucional (c)



FUENTES: Diakonova *et al.* (2022) y Barrett (2020).

- a *Reported Social Unrest Index* del FMI. Un incremento indica mayores tensiones sociales.
- b Promedio de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- c Efecto sobre el nivel del PIB tras elevar cuatro indicadores de distintos aspectos de inestabilidad institucional en dos desviaciones típicas respecto a su media histórica (episodio similar a las protestas de Brasil en 2016 o las tensiones en México en las elecciones presidenciales de 2006). Se comparan las sendas del PIB predichas por un modelo de MIDAS [Diakonova *et al.* (2022)] con 25 indicadores tradicionales y de inestabilidad institucional, midiendo el efecto producido por el aumento de estos últimos en aproximadamente dos años. Para ello, se calculan las dos sendas temporales del PIB, una con las variables incluidas en el modelo manteniéndose en su media histórica y otra con la misma especificación, salvo el incremento descrito anteriormente de los niveles del EPU, el GPR, el RSUI y la intensidad de conflicto.



## 18 Se mantienen colchones de seguridad importantes, a nivel tanto interno como externo

- El nivel de ahorro del sector privado y las reservas internacionales de los bancos centrales latinoamericanos se encuentran, en términos generales, próximos a su media histórica (véanse gráficos 18.1 y 18.2).
- Al margen de estos recursos internos, el FMI mantiene varios instrumentos que están disponibles para dar apoyo financiero a los países de la región en caso de necesidad<sup>20, 21</sup>:
  - La Línea Flexible de Crédito (FCL, por sus siglas en inglés), puesta en marcha en 2009 para países con fundamentales macrofinancieros sólidos, a la que tienen acceso Colombia, México y Perú.
  - La Línea de Liquidez a Corto Plazo (SLL, por sus siglas en inglés), puesta en marcha en 2020 en el contexto de la pandemia para países con fundamentales macrofinancieros sólidos, a la que Chile tiene acceso desde mayo de 2022.
  - El Fondo Fiduciario para la Resiliencia y la Sostenibilidad (FFRS), puesto en marcha en mayo de 2022 y orientado a países vulnerables de bajos ingresos y de ingresos medianos —entre los que se encuentran muchos de la región latinoamericana—, con el fin de abordar problemas estructurales a más largo plazo que plantean riesgos macroeconómicos, como el cambio climático y las pandemias.
- Por otra parte, la Reserva Federal de Estados Unidos dio acceso a Brasil y a México a sus líneas *swap* para obtener dólares en el contexto de la pandemia. Aunque estas vencieron al final de 2021, cabría esperar que volvieran a activarse en caso de necesidad. Asimismo, las operaciones *repo* a un día de oferta de dólares de las Temporary Foreign and International Monetary Authorities se han convertido en una herramienta permanente de la Reserva Federal.



Fachada del Fondo Monetario Internacional en Washington DC. © Shutterstock.

20 Otras instituciones multilaterales —como el Banco Mundial— o regionales —como la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)— también tienen fondos disponibles para conceder a países en situación de necesidad en los próximos años.

21 La mayor parte de los países de América Latina han empleado ya los Derechos Especiales de Giro (DEG) asignados en agosto de 2021 —que representan en torno al 1 % del PIB— como refuerzo directo de sus reservas internacionales. No obstante, algunos países han utilizado estos DEG para cancelar su deuda con el FMI o para obtener liquidez en divisas.

Gráfico 18.1  
**Ahorro (a)**

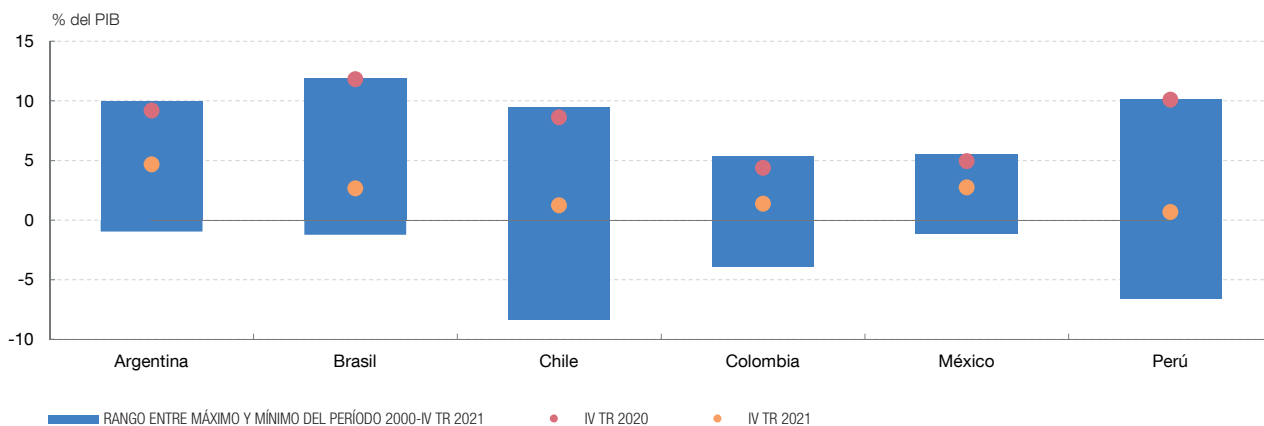
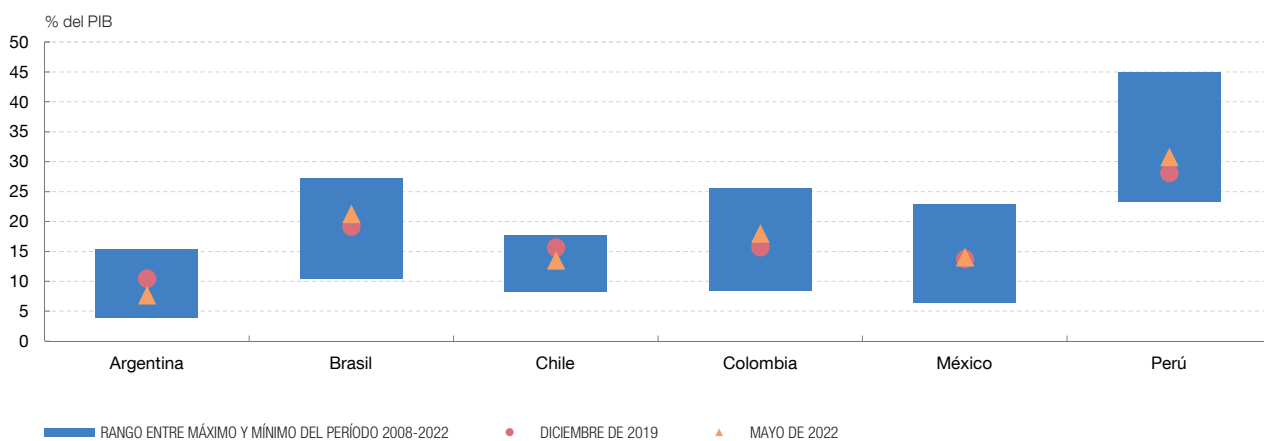


Gráfico 18.2  
**Nivel de reservas internacionales**



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

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



## Cuadro 2

## América Latina: principales indicadores económicos

	Promedio 2007- 2020	2021	Previsiones FMI (WEO de abril de 2022)		2020		2021				2022
			2022	2023	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR (a)
PIB (variación respecto al período anterior) (b)											
América Latina y el Caribe (c)	1,5	6,8	2,5	2,5	11,4	4,1	1,5	0,1	1,3	0,9	0,9
Argentina	0,8	10,3	4,0	3,0	12,2	4,4	3,4	-0,8	4,1	1,9	0,9
Brasil	1,5	4,6	0,8	1,4	7,9	3,1	1,1	-0,2	0,1	0,7	1,0
México (d)	1,2	5,0	2,0	2,5	13,6	3,6	0,4	1,2	-0,6	0,2	1,0
Chile	2,4	11,7	1,5	0,5	5,3	6,7	3,7	1,5	4,3	1,7	-0,8
Colombia (d)	2,9	10,7	5,8	3,6	10,3	5,4	3,5	-1,8	6,4	2,5	1,0
Perú	3,8	13,5	3,0	3,0	31,7	8,0	0,3	-0,1	2,8	0,1	0,9
IPC (tasa interanual) (b)											
América Latina y el Caribe (c)	5,5	9,8	11,2	8,0	2,9	3,5	4,1	6,1	7,2	8,2	9,8
Argentina	20,0	48,4	51,7	43,5	39,8	36,4	40,6	48,5	51,9	51,4	60,7
Brasil	5,4	8,3	8,2	5,1	2,6	4,3	5,3	7,7	9,6	10,5	11,7
México	4,1	5,7	6,8	3,9	3,9	3,5	4,0	6,0	5,8	7,0	7,7
Chile	3,3	4,5	7,5	4,5	2,7	2,9	3,0	3,6	4,9	6,6	11,6
Colombia	4,0	3,5	7,7	4,2	1,9	1,6	1,6	3,0	4,3	5,2	9,1
Perú	2,9	4,0	5,5	3,6	1,8	2,0	2,6	2,7	4,7	6,0	8,1
Saldo presupuestario (% del PIB) (b) (e)											
América Latina y el Caribe (c)	-0,7	-4,5	-4,6	-4,2	-8,2	-8,6	-8,3	-5,5	-4,1	-4,3	-3,6
Argentina	-3,8	-3,3	-3,8	-3,2	-8,2	-8,3	-7,1	-4,5	-2,6	-3,3	-3,6
Brasil	-5,6	-4,4	-7,6	-7,4	-13,4	-13,6	-12,7	-7,3	-4,8	-4,4	-3,2
México	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2	-2,1	-2,5	-2,8	-2,3	-2,7	-3,1	-3,3
Chile	-0,8	-7,7	-1,5	-0,6	-7,5	-7,3	-7,7	-7,1	-7,4	-7,7	-6,3
Colombia	-2,5	-7,1	-4,6	-2,2	-7,3	-7,8	-8,9	-7,7	-5,1	-7,1	-5,5
Perú	-0,7	-3,4	-2,4	-2,0	-7,2	-9,3	-9,4	-7,3	-4,9	-3,4	-2,1
Deuda pública (% del PIB) (b)											
América Latina y el Caribe (c)	54,3	72,0	71,3	71,4	70,5	69,5	69,5	65,0	64,8	63,6	—
Argentina	58,7	104,4	74,4	74,3	90,9	86,3	83,1	70,5	70,5	67,9	—
Brasil	72,0	88,8	91,9	92,8	88,6	88,6	87,4	83,0	82,3	80,3	78,5
México	48,3	51,3	58,4	58,9	55,3	53,1	55,2	51,5	52,0	51,3	51,8
Chile	15,9	36,3	38,3	38,4	32,2	32,6	34,5	35,1	35,5	36,3	34,4
Colombia	43,5	61,5	60,6	59,2	61,2	62,0	64,1	63,6	62,1	61,5	58,9
Perú	25,8	35,9	34,4	34,7	31,8	34,6	36,3	33,8	34,5	35,9	33,5
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (b) (e)											
América Latina y el Caribe (c)	-1,8	-1,6	-1,2	-1,2	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	-1,7	—
Argentina	-1,1	0,8	0,5	0,4	1,8	0,9	0,9	0,7	1,1	1,4	—
Brasil	-2,4	-1,7	-1,5	-1,6	-2,0	-1,7	-1,6	-1,3	-1,5	-1,7	—
México	-1,2	-0,4	-0,6	-0,7	1,2	2,5	2,3	2,6	0,8	-0,4	-0,2
Chile	-2,3	-6,4	-4,5	-3,4	-2,9	-1,7	-1,8	-2,9	-4,5	-6,4	-7,3
Colombia	-3,7	-5,7	-3,3	-3,4	-3,5	-3,4	-3,7	-4,2	-4,9	-5,7	-6,3
Perú	-2,2	-2,7	-1,5	-1,4	0,7	0,8	0,1	-0,8	-1,6	-2,7	—
Deuda externa (% del PIB) (b)											
América Latina y el Caribe (c)	36,4	51,8	48,0	46,9	45,1	47,2	47,4	44,8	43,6	42,8	—
Argentina	40,3	54,4	—	—	68,3	69,8	68,9	63,4	59,2	54,6	—
Brasil	28,2	41,7	—	—	40,1	43,9	44,4	43,3	42,0	41,7	40,6
México	22,2	28,8	—	—	33,6	33,9	34,2	31,2	29,6	28,8	—
Chile	53,7	75,5	—	—	84,7	82,6	78,6	73,4	75,6	75,5	76,2
Colombia	31,5	54,5	—	—	52,9	56,9	56,2	54,4	54,7	54,6	54,4
Perú	33,4	46,0	—	—	41,4	43,2	44,8	41,7	43,5	46,0	—
PRO MEMORIA: Agregado de economías emergentes, excluidas América Latina y China (FMI, WEO de abril de 2022)											
PIB (tasa interanual)	4,0	6,0	3,8	4,4	—	—	—	—	—	—	—
IPC (tasa interanual)	7,0	8,0	12,0	9,0	—	—	—	—	—	—	—
Saldo presupuestario (% del PIB)	-2,8	-5,1	-4,7	-4,7	—	—	—	—	—	—	—
Deuda pública (% del PIB)	40,9	58,7	58,3	59,9	—	—	—	—	—	—	—
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,6	1,0	2,4	1,3	—	—	—	—	—	—	—
Deuda externa (% del PIB)	27,6	27,7	25,2	24,5	—	—	—	—	—	—	—
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	31,7	32,0	31,9	32,1	—	—	—	—	—	—	—

FUENTES: FMI, Refinitiv, LatinFocus y estadísticas nacionales.

a Datos de mayo de 2022 para datos de inflación.

b América Latina y el Caribe representan un 7,3 % del PIB mundial medido en PPP. Las seis economías mostradas representan un 86 % sobre el total de América Latina y el Caribe (FMI).

c Datos trimestrales, agregado de las seis principales economías (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú); y, para la inflación, agregado sin Argentina.

d Series ajustadas de estacionalidad.

e Media móvil de cuatro trimestres.

## Recuadro 1

**EL IMPACTO EN AMÉRICA LATINA DE POSIBLES SANCIONES DE LA UNIÓN EUROPEA Y ESTADOS UNIDOS SOBRE LAS MATERIAS PRIMAS Y LOS PRODUCTOS ENERGÉTICOS RUSOS**

Desde el comienzo de la guerra en Ucrania, la Unión Europea (UE) y otros países occidentales, como Estados Unidos, han incrementado progresivamente las sanciones a Rusia, con el objetivo de afectar a su economía y de ejercer presión para lograr el cese de la agresión bélica. El impacto económico de estas medidas podría ser significativo, no solo para la economía rusa, sino también para el conjunto de la economía global, y en particular para América Latina.

En este recuadro se estima el impacto que podría tener, sobre las principales economías latinoamericanas, una eventual prohibición por parte de la UE y de Estados Unidos de la importación de productos energéticos rusos y de otras materias primas de este país. Para aproximar dicho impacto, se utiliza el modelo de equilibrio general con múltiples sectores desarrollado por Izquierdo *et al.* (2022)<sup>1</sup>. Este modelo cuenta con 44 sectores y 11 países-regiones (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, la Unión Europea, Estados Unidos, Rusia, China y un agregado del resto del mundo).

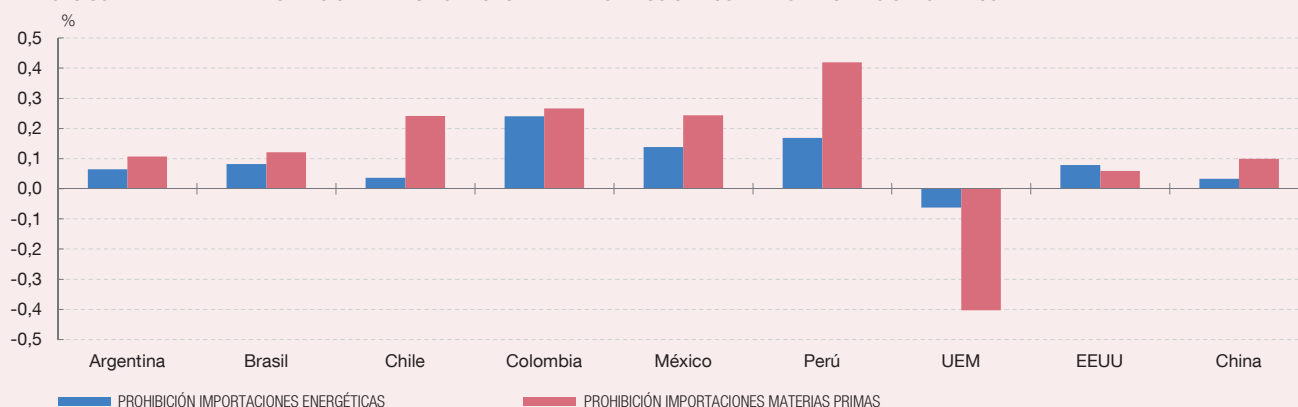
Para la calibración del modelo se usan las tablas de insumo-producto publicadas por la OCDE y algunas estimaciones disponibles en trabajos recientes. En línea con la literatura, se considera una elasticidad de sustitución de bienes intermedios reducida, mientras que las elasticidades del comercio, que reflejan la sustitución entre variedades de un mismo producto entre países, son específicas para cada sector y se corresponden con las estimadas por Caliendo y Parro (2015)<sup>2</sup>. En términos generales, este enfoque implica un escenario en el que la sustitución de las importaciones procedentes de distintos países es relativamente elevada.

De acuerdo con esta calibración del modelo, la prohibición por parte de la UE y de Estados Unidos de importar productos energéticos rusos —no se contemplan represalias de Rusia ni sanciones de ningún otro país— podría tener un impacto positivo para las economías de América Latina, en particular para las más abiertas y para aquellas con un mayor grado de producción de petróleo y derivados —Colombia, México y Perú—, para las que la tasa de crecimiento del PIB podría llegar a elevarse en torno a 0,2 pp en el corto plazo (véase gráfico 1).

Por otra parte, si la prohibición de la importación de productos rusos afectara a todas las materias primas provenientes de este país —y no solo a las energéticas—, el impacto positivo en el PIB de la región sería aún mayor. En particular, sería notablemente mayor en Chile y en Perú, cuyas exportaciones de materias primas minerales son comparativamente elevadas.

En resumen, los resultados de estas simulaciones apuntan a que, como consecuencia de una eventual escalada en las sanciones comerciales a Rusia, existirían algunas oportunidades para América Latina de abastecer, especialmente a la UE, de aquellos productos que las economías europeas ya no podrían importar de Rusia. Todo ello podría redundar en un mayor dinamismo de la actividad en las principales economías latinoamericanas, siempre que no se produjera un deterioro adicional en las perspectivas de crecimiento globales como consecuencia de una escalada del conflicto.

Gráfico 1  
IMPACTO SOBRE EL PIB DE LA PROHIBICIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA Y DE ESTADOS UNIDOS DE LAS IMPORTACIONES DE RUSIA



FUENTE: Banco de España.

1 M. Izquierdo, E. Moral-Benito, E. Paredes y J. Quintana (2022), *The propagation of worldwide sector-specific shocks*, Documentos de Trabajo, n.º 2213, Banco de España.

2 L. Caliendo y F. Parro (2015), «Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA», *The Review of Economic Studies*, Vol. 82, n.º 1, pp. 1-44.



## Recuadro 2

## EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA EN LATINOAMÉRICA

La tendencia a emitir deuda en moneda extranjera es muy común en las economías emergentes, dadas las dificultades que estas enfrentan para endeudarse en los mercados internacionales en moneda local. A este fenómeno se le conoce en la literatura como *original sin*<sup>1</sup>. En el caso de América Latina, como se puede ver en el gráfico 1, la deuda externa de las principales economías de la región sigue estando denominada de una manera muy predominante en moneda extranjera, principalmente en dólares, y son Brasil y México los países con un porcentaje mayor de deuda externa denominada en moneda local. Como se pudo observar en la crisis de 1994-1995 en América Latina, en la de

1997-1998 en las economías asiáticas emergentes y en la de 2008 en las economías emergentes europeas, este endeudamiento en otra moneda distinta a la propia puede generar efectos adversos muy significativos en los balances de los agentes nacionales en caso de que se produzca una depreciación de los tipos de cambio<sup>2</sup>.

En el caso de la deuda pública, la proporción emitida en moneda extranjera —principalmente, en dólares— es muy heterogénea en la región, y oscila entre un 10 %, en el caso de Brasil, y más de un 70 %, en el caso de Argentina (véase gráfico 2). Además, cabe reseñar que una parte de la deuda pública denominada en moneda local se encuentra en manos de inversores internacionales (véase gráfico 3).

Gráfico 1  
DEUDA EXTERNA BRUTA DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA

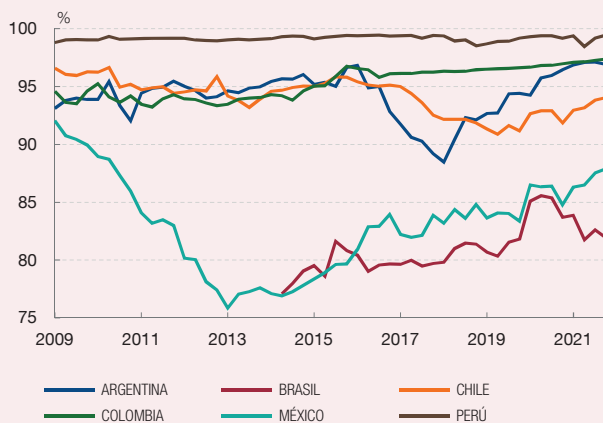


Gráfico 2  
DEUDA PÚBLICA DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA

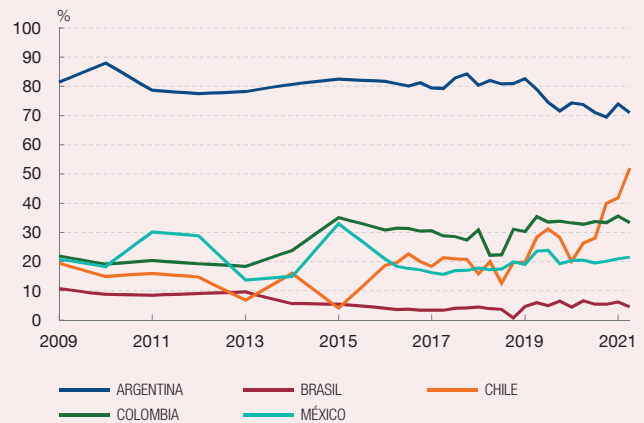


Gráfico 3  
PARTICIPACIÓN EXTRANJERA EN BONOS DE DEUDA PÚBLICA DENOMINADOS EN MONEDA LOCAL

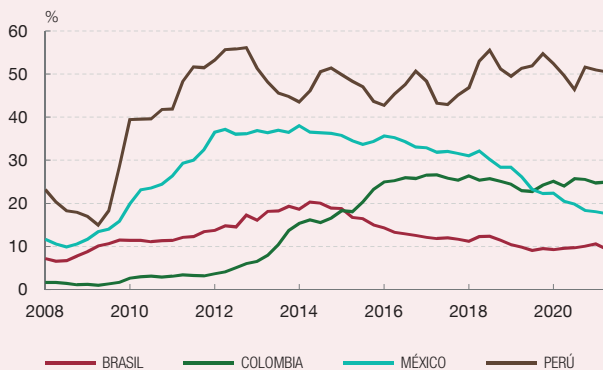
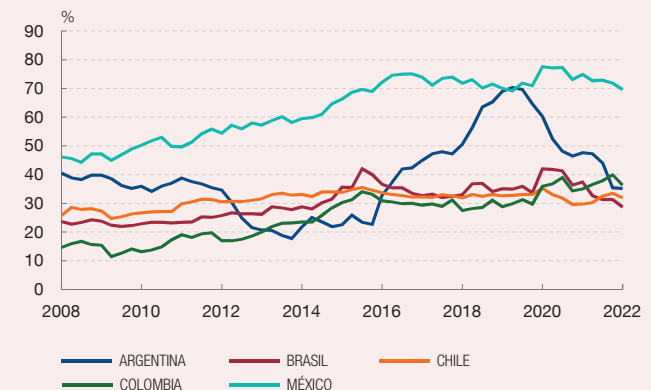


Gráfico 4  
DEUDA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA



FUENTES: Banco Mundial, IIF y Giraldo y Turner (2022).

- Véase B. Eichengreen, R. Hausmann y U. Panizza (2005), «The pain of original sin», *Other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies*, pp. 13-47.
- Véase, por ejemplo, M. Chui, I. Fender y V. Sushko (2014), «Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 35-47. Para un análisis teórico, véase R. Ranciere y A. Tornell (2016), «Financial liberalization, debt mismatch, allocative efficiency, and growth», *American Economic Journal: Macroeconomics*.

## Recuadro 2

## EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA EN LATINOAMÉRICA (cont.)

Por una parte, una mayor presencia de estos inversores extranjeros en los mercados de deuda en moneda local puede interpretarse como una muestra de confianza de estos agentes en la solidez de los fundamentales y de las políticas económicas internas. Por otra parte, sin embargo, un mayor peso de los inversores internacionales en los mercados locales también podría dar lugar a episodios más acusados de inestabilidad financiera en respuesta a depreciaciones de los tipos de cambio, pues serían precisamente los inversores extranjeros quienes sufrirían los efectos más adversos en el valoración de sus activos y quienes tendrían los mayores incentivos a deshacer sus inversiones<sup>3</sup>.

En el caso de la deuda privada corporativa en América Latina<sup>4</sup>, la proporción emitida en moneda extranjera —de

nuevo, principalmente en dólares— es también significativa, especialmente en México (véase gráfico 4). En este sentido, cabe destacar que un factor estructural que incentiva la dolarización de la deuda corporativa en países emergentes es la propia tendencia de los agentes a ahorrar también, en gran medida, en dólares<sup>5</sup>. Esto provoca que los bancos y otras instituciones financieras dispongan en sus pasivos de una abundante cantidad de dólares, que, además, resultan más baratos que otros pasivos denominados en moneda local. De esta manera, estos dólares son empleados por las instituciones financieras para conceder préstamos en dicha moneda, por lo que existe una evidente correlación positiva entre la dolarización de los depósitos y la dolarización del crédito bancario en las economías emergentes.

Gráfico 5  
EMISIÓN DE BONOS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES. SECTOR COMERCIALIZABLE

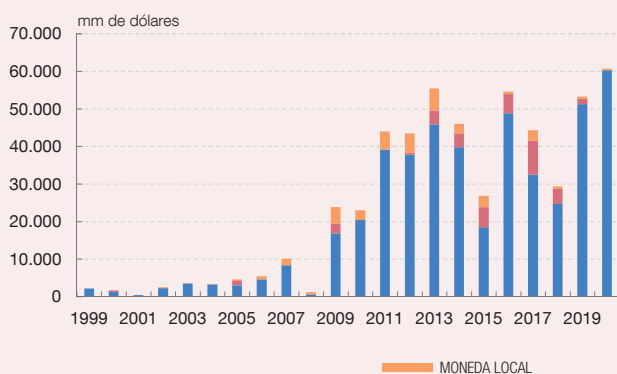


Gráfico 6  
EMISIÓN DE BONOS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES. SECTOR NO COMERCIALIZABLE

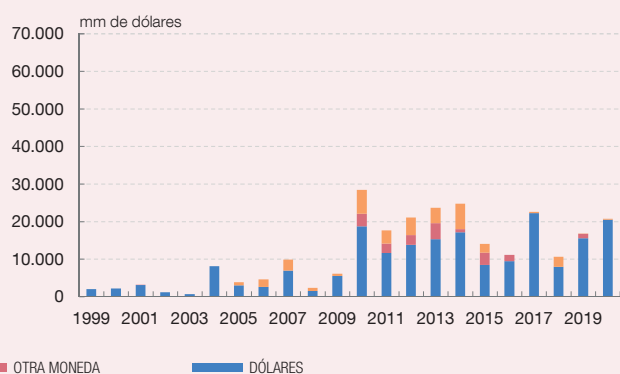


Gráfico 7  
DEUDA PÚBLICA DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA (a)

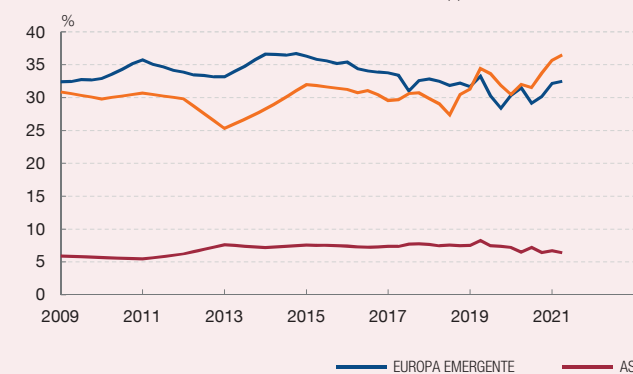
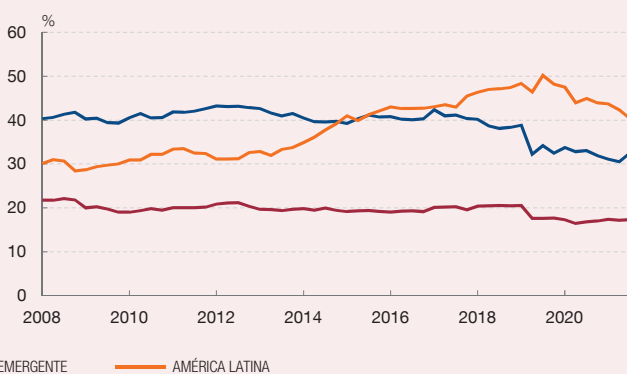


Gráfico 8  
DEUDA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA (a)



FUENTES: Banco Mundial, IIF y Giraldo y Turner (2022).

a Promedios simples para cada grupo de países. Europa emergente incluye: República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía y Ucrania. Asia emergente incluye: India, Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia. América Latina incluye: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

3 Véase A. Carstens y H. S. Shin (2019), «Emerging markets aren't out of the woods yet», *Foreign Affairs*.

4 Incluye deuda emitida en mercados internacionales y deuda emitida localmente.

5 Véanse, por ejemplo, H. C. Dalgic (2018), *Financial dollarization in emerging markets: an insurance arrangement*, University of Mannheim, 248, y L. Christiano, H. Dalgic y A. Nurbekyan (2021), *Financial dollarization in emerging markets: Efficient risk sharing or prescription for disaster?* (n.º w29034), National Bureau of Economic Research.

## Recuadro 2

## EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA EN LATINOAMÉRICA (cont.)

Como se puede apreciar en los gráficos 5 y 6, la dolarización de la deuda corporativa es un fenómeno muy extendido en las empresas no financieras de América Latina, tanto entre aquellas que producen bienes o servicios comerciables como entre las que producen bienes o servicios no comerciables<sup>6</sup>. En el caso de estas últimas, los riesgos de esta estrategia de endeudamiento son especialmente acusados, pues no suelen disponer de ningún mecanismo natural de cobertura de los riesgos cambiarios que asumen.

Por último, los gráficos 7 y 8 muestran el porcentaje de la deuda pública y de la deuda corporativa, respectivamente,

denominadas en moneda extranjera en un conjunto de economías emergentes de Europa, Asia y América Latina<sup>7</sup>. Como se puede apreciar en estos gráficos, en los últimos años la dolarización de la deuda pública y corporativa en América Latina ha superado a la que se observa en Europa emergente y, en mayor medida, en Asia emergente. A la luz de esta evidencia, dentro del conjunto de las regiones emergentes, las economías latinoamericanas serían particularmente vulnerables a episodios en los que se produjera una fuerte depreciación de sus monedas, especialmente frente al dólar estadounidense.

6 Datos obtenidos de una base de datos construida por I. Giraldo y P. Turner (2022), *The dollar debt of companies in Latin America: the warning signs* (n.º 534), National Institute of Economic and Social Research. En esta base de datos se incluyen las principales empresas emisoras de bonos de América Latina. Estas empresas pertenecen, principalmente, a México (38,6 %), Argentina (18,6 %), Chile (15,8 %) y Brasil (14,8 %).

7 Se han calculado los promedios simples de las ratios de deuda denominada en moneda extranjera para cada grupo de países. Europa emergente incluye República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía y Ucrania. Asia emergente incluye India, Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia. América Latina incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.

## Recuadro 3

## ANÁLISIS DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN AMÉRICA LATINA

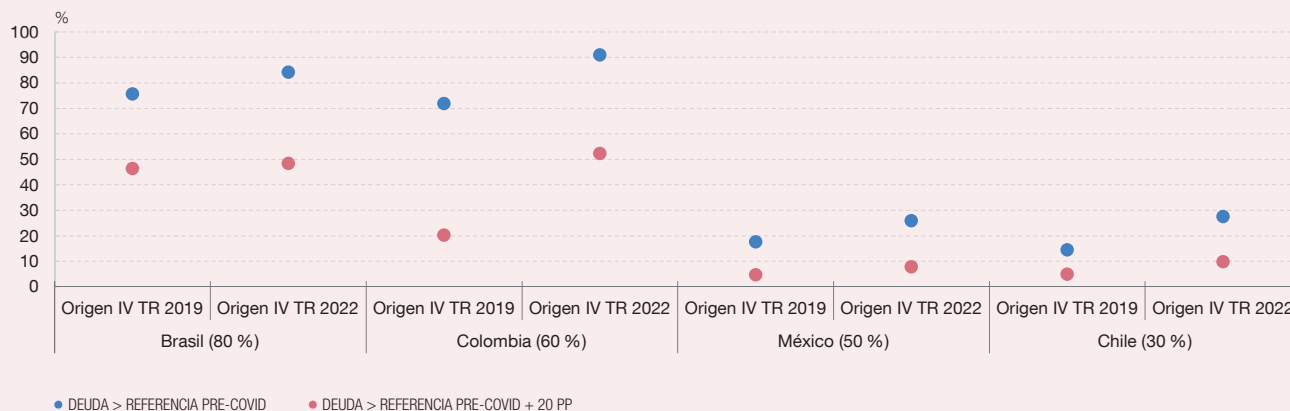
El aumento reciente de la deuda pública en las economías de América Latina —fundamentalmente, como consecuencia de la crisis sanitaria— ha contribuido a aumentar la vulnerabilidad de sus finanzas públicas. Para ilustrar estos riesgos, en este recuadro se utiliza un modelo de análisis de sostenibilidad de la deuda pública<sup>1</sup> que permite proyectar las trayectorias de las variables presupuestarias —déficit público y pagos de intereses de la deuda— y macroeconómicas —PIB, inflación y tipo de interés— necesarias para calcular los niveles de deuda pública futuros que son coherentes con el cumplimiento de la restricción presupuestaria del sector público. Sobre la base de estas trayectorias proyectadas hacia el futuro, se puede calcular la probabilidad de que la deuda pública se encuentre por encima de un determinado umbral en un momento determinado —por ejemplo, dentro de diez años—.

Los resultados de este modelo, estimado para Brasil, México, Colombia y Chile, se presentan en el gráfico 1. El modelo se simula tomando como punto de partida dos momentos diferentes: el cuarto trimestre de 2019 —para reflejar el análisis que se habría realizado justo antes de la pandemia— y el cuarto trimestre de 2022<sup>2</sup>. Para cada

uno de estos dos ejercicios, se muestran las probabilidades de que la deuda pública supere, diez años después del momento tomado como punto de partida, dos valores de referencia: el nivel de deuda pública previo a la pandemia —80 % del PIB para Brasil, 60 % para Colombia, 50 % para México y 30 % para Chile— y un nivel de deuda 20 pp superior a dicha referencia.

Los ejercicios de simulación muestran que, en Colombia y en Brasil, la probabilidad de que dentro de diez años la ratio de deuda pública sobre el PIB aún sea superior a la que se registraba antes de la pandemia se aproxima al 90 %. Esta probabilidad es 20 pp y 9 pp superior, respectivamente, a la que se apreciaba en estos mismos países antes del comienzo de la crisis sanitaria. En México y en Chile, la probabilidad de este evento —que en un plazo de diez años la ratio de deuda pública sobre el PIB aún sea superior a la que se registraba antes de la pandemia— también se ha elevado entre el último trimestre de 2019 y el último trimestre de 2022 —en 8 pp y 13 pp, respectivamente—, pero desde unos niveles —en torno al 20 %— muy inferiores a los estimados para Colombia y Brasil.

Gráfico 1  
PROBABILIDAD DE QUE LA DEUDA PÚBLICA EXCEDA UN UMBRAL EN DIEZ AÑOS (a)



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

a Entre paréntesis, deuda de referencia pre-COVID tomada para el cálculo de las probabilidades mostradas en el gráfico.

1 Véase M. Alloza, J. Andrés, J. J. Pérez y J. Rojas (2021), «Implicit public debt thresholds: An operational proposal», *Journal of Policy Modelling*, 42, pp. 1408-1424.

2 Se estiman los valores de las variables del modelo en el segundo semestre del año a partir de las previsiones del consenso de los analistas privados.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, I., y L. Molina (2019). *The SHERLOC: an EWS-based index of vulnerability for emerging economies*, Documentos de Trabajo, n.º 1946, Banco de España.
- Alonso, I., y L. Molina (2021). *A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard*, Documentos Ocasionales, n.º 2111, Banco de España.
- Arezki, R., y M. Bruckner (2011). *Food Prices, Conflict, and Democratic Change*, School of Economics Working Papers 2011-04, University of Adelaide, School of Economics.
- Banco de España (2020a). «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.
- Banco de España (2020b). «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020.
- Banco de España (2021). «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2021», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2021.
- Banco de España (2022). «El repunte global de la inflación», capítulo 3, *Informe Anual 2021*.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2021). «Oportunidades para un mayor crecimiento sostenible tras la pandemia», *Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2021*, abril.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2022). «De la recuperación a la renovación. Transformar la crisis en oportunidad», *Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2022*, abril.
- Banco Mundial (2022). *A War in Pandemic*, Migration and Development Brief, n.º 36, mayo.
- Barrett, P. (2022). *Reported Social Unrest Index: March 2022 Update*, IMF Working Paper 2022/84.
- Bellemare, M. F. (2015). «Rising Food Prices, Food Price Volatility, and Social Unrest», *American Journal of Agricultural Economics*, vol. 97, n.º 1, pp. 1-21.
- Borrallo, F., I. Hernando y J. Vallés (2016). «The Effects of US Unconventional Monetary Policies in Latin America», *Monetaria*, IV, n.º 3, julio-diciembre, pp. 275-320.
- Buesa, A., A. Flores, J. L. Puente y E. Vidal (2021). «Medidas de apoyo al crédito y al sistema financiero en los sistemas bancarios con relevancia material para España», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021.
- De Winne, J., y G. Peersman (2019). *The Impact of Food Prices on Conflict Revisited*, CESifo Working Paper Series 7864, CESifo.
- Diakonova, M., L. Molina, H. Mueller, J. J. Pérez y C. Rauh (2022). *Conflict, social unrest and policy uncertainty measures are useful for macroeconomic forecasting*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Fondo Monetario Internacional (2018). «Seizing the momentum», *Regional Economic Outlook*, Western Hemisphere Department, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2021). «A long and winding road to recovery», *Regional Economic Outlook*, Western Hemisphere Department, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2022a). *World Economic Outlook. War sets back the global recovery*, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2022b). «Latin America Hit By One Inflationary Shock On Top of Another», *IMF country focus*, abril.

- Fry, R., y A. Pagan (2011). «Sign restrictions in structural vector autoregressions: a critical review», *Journal of Economic Literature*, vol. 49, n.º 4, pp. 938-960.
- Galán, J. E. (2019). *Measuring credit-to-GDP gaps : the Hodrick-Prescott filter revisited*, Documentos Ocasionales, n.º 1906, Banco de España.
- Gruss, B., y S. Debhaj (2019). *Commodity terms of trade: a new database*, IMF Working Paper 19/21.
- Hernández de Cos, P. (2021). *Situación económica y retos de las economías de América Latina*, Consejo Empresarial Alianza por Iberoamérica (CEAPI).
- Kirti, D., Y. Liu, S. Martínez Peria, P. Mishra y J. Strasky (2022). *Tracking economic and financial policies during COVID-19: an announcement-level database*, IMF Working Paper n.º 2022/114.
- Miranda-Agrippino, S., y H. Rey (2020). «U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle», *The Review of Economic Studies*, vol. 87, n.º 6, pp. 2754-2776.
- Molina, L., y E. Vidal (2022). «Determinantes del reciente repunte de la inflación en América Latina», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España (en preparación).
- Ramey, V. (2016). «Macroeconomic Shocks and Their Propagation», *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2, cap. 2, pp. 71-162, Elsevier.
- Redl, C., y S. Hlathwayo (2021). *Forecasting Social Unrest: A Machine Learning Approach*, IMF Working Paper n.º 2021/263.
- Weinberg, J., y R. Bakker (2015). «Let them eat cake: Food prices, domestic policy and social unrest», *Conflict Management and Peace Science*, vol. 32.
- Wu, J. C., y F. D. Xia (2016). «Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound», *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 48. n.º 2-3, pp. 253-291.