

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)¹. 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).

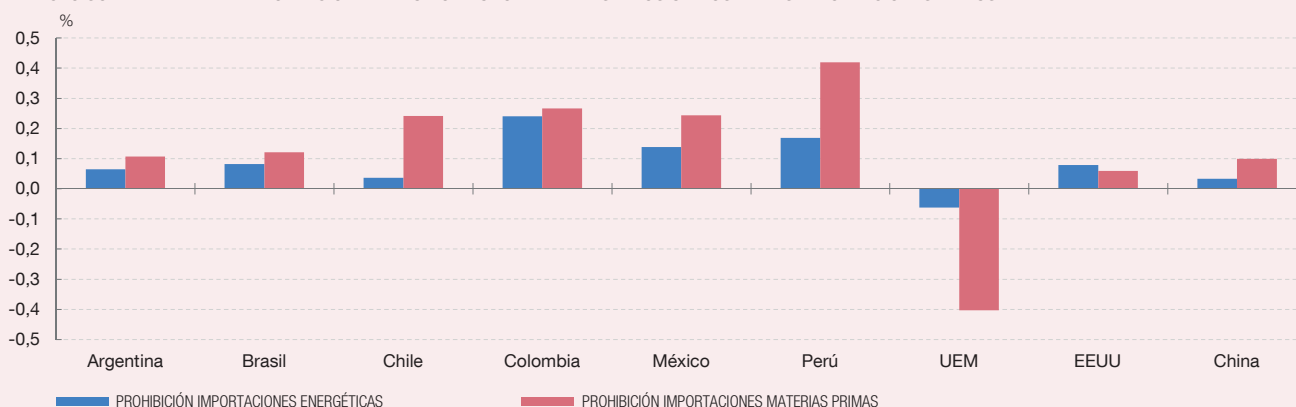
Para la calibración del modelo se usan las tablas de insumo-producto publicadas por la OCDE y algunas estimaciones disponibles en trabajos recientes. En línea con la literatura, se considera una elasticidad de sustitución de bienes intermedios reducida, mientras que las elasticidades del comercio, que 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)². 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*¹. 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 cambio².

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

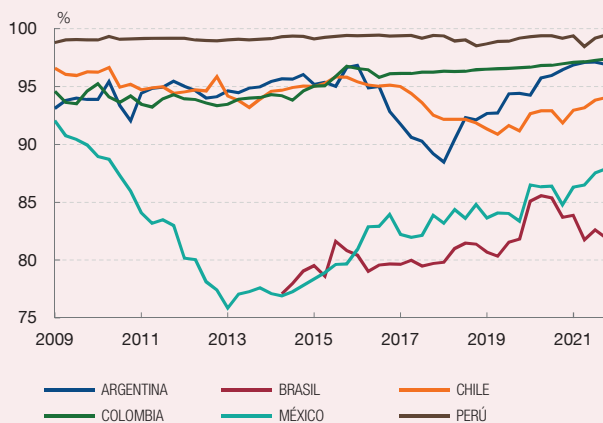


Gráfico 2
DEUDA PÚBLICA DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA

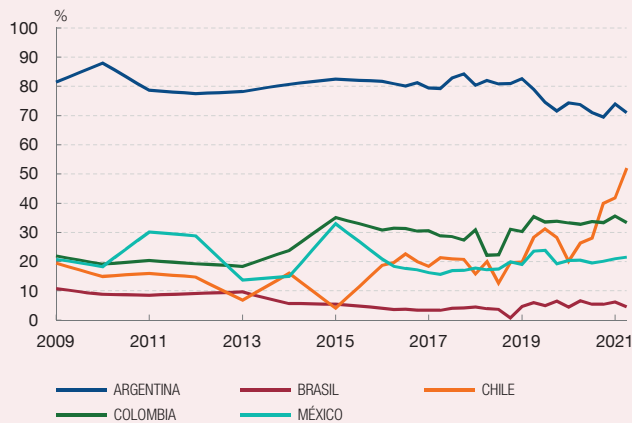


Gráfico 3
PARTICIPACIÓN EXTRANJERA EN BONOS DE DEUDA PÚBLICA DENOMINADOS EN MONEDA LOCAL

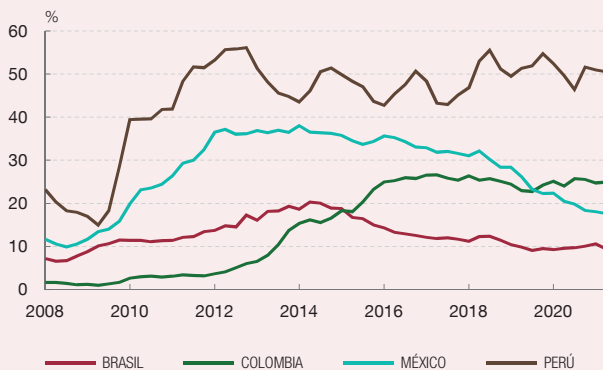
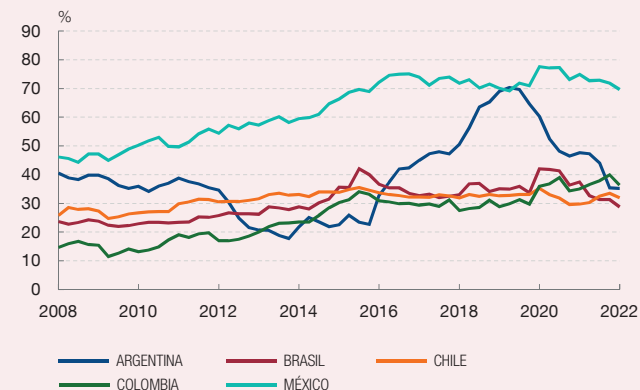


Gráfico 4
DEUDA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA



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 inversiones³.

En el caso de la deuda privada corporativa en América Latina⁴, 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 dólares⁵. 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

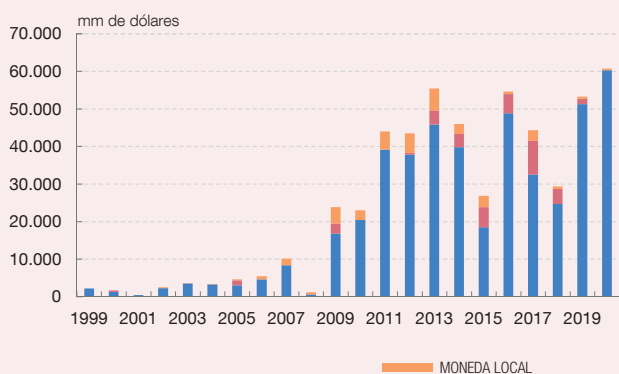


Gráfico 6
EMISIÓN DE BONOS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES. SECTOR NO COMERCIALIZABLE

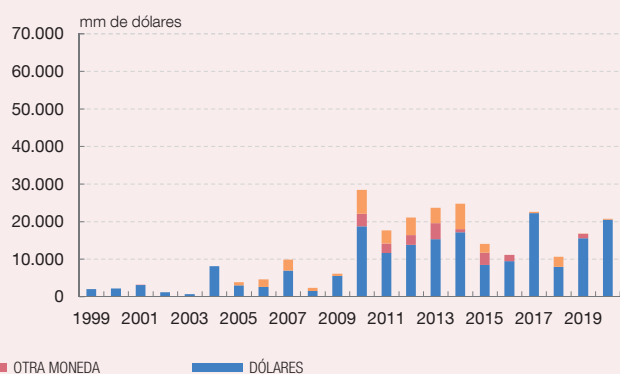


Gráfico 7
DEUDA PÚBLICA DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA (a)

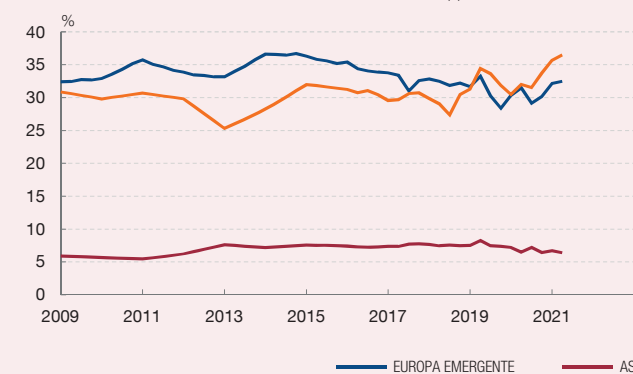
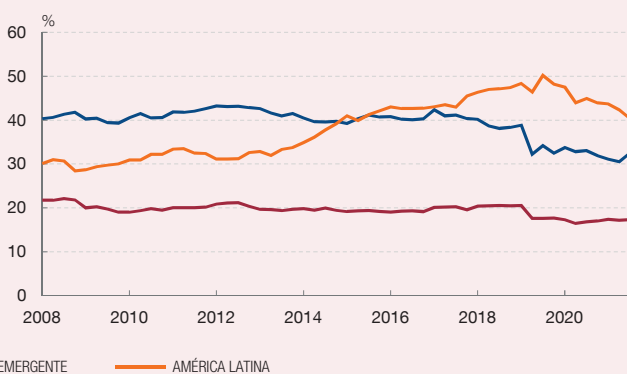


Gráfico 8
DEUDA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS DENOMINADA EN MONEDA EXTRANJERA (a)



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 comerciables⁶. 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 Latina⁷. 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

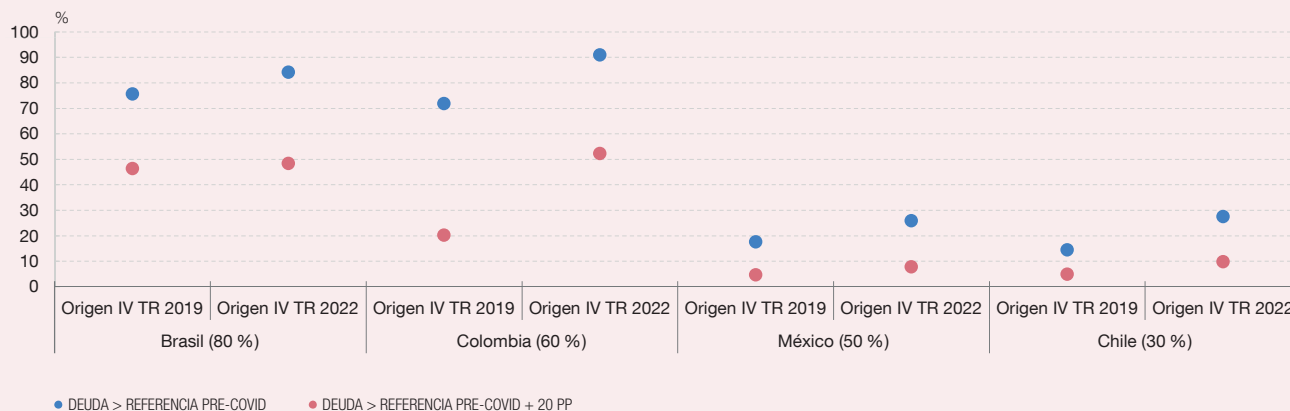
El aumento reciente de la deuda pública en las economías de América Latina —fundamentalmente, como consecuencia de la crisis sanitaria— ha contribuido a aumentar la vulnerabilidad de sus finanzas públicas. Para ilustrar estos riesgos, en este recuadro se utiliza un modelo de análisis de sostenibilidad de la deuda pública¹ 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 2022². 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.