

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA.  
SEGUNDO SEMESTRE DE 2020

## RESUMEN

La actividad económica en América Latina se ha visto afectada de manera drástica por la crisis sanitaria global vinculada a la pandemia de Covid-19, que ha sido mitigada, en parte, por las actuaciones en materia de política económica tomadas por las autoridades nacionales y las instituciones multilaterales. Las medidas han presentado, en muchos casos, elementos nuevos con respecto a crisis anteriores, al igual que en otras áreas geográficas, incluyendo, por primera vez en la región, el uso generalizado de instrumentos de política monetaria no convencional. Pese a estas actuaciones, América Latina podría registrar una caída del PIB cercana al 8 % en 2020, la mayor de las últimas décadas y notablemente superior a otras regiones emergentes. En los últimos meses se ha iniciado la recuperación de la actividad, que se espera que se prolongue en el corto plazo, a pesar de contar con una menor financiación procedente de los flujos de capitales internacionales que en otras recuperaciones, si bien esta recuperación será heterogénea entre economías, gradual y sujeta a un elevado grado de incertidumbre. En el medio plazo, las perspectivas de crecimiento de la región también se encuentran sujetas a una alta incertidumbre, principalmente ligada a las dudas sobre la evolución futura de la pandemia. En general, predominan los riesgos a la baja, en un contexto en el que las vulnerabilidades preexistentes de la región se podrían ver amplificadas por la persistencia de la crisis. Los sistemas bancarios de la zona han acusado también el deterioro económico, pero han mostrado un nivel de resistencia notable en esta primera fase de la crisis. Desde el punto de vista de la política económica, este escenario debería llevar al diseño y a la implementación de una agenda reformista amplia, de medio plazo, que permita aumentar la resiliencia de la región y sus capacidades de crecimiento potencial, y favorecer la absorción de los principales desequilibrios macroeconómicos y sociales.

**Palabras clave:** evolución epidemiológica, medidas de restricción de la movilidad y la actividad, vulnerabilidades económicas, programas de compra de activos financieros, reestructuración de la deuda pública, espacio monetario y fiscal, sistema financiero, informalidad laboral, incertidumbre en previsiones económicas.

**Códigos JEL:** F01, F24, F30, F47.

## Introducción

La actividad económica en América Latina se ha visto afectada de manera drástica por la crisis sanitaria global vinculada a la pandemia de Covid-19, que ha sido mitigada, en parte, por las actuaciones en materia de política económica tomadas por las autoridades nacionales y las instituciones multilaterales. Las medidas han presentado, en muchos casos, elementos nuevos con respecto a crisis anteriores, al igual que en otras áreas geográficas, incluyendo, por primera vez en la región, el uso generalizado de instrumentos de política monetaria no convencional. A pesar de estas actuaciones, se produjo una brusca contracción de la actividad en el primer semestre del año (especialmente, en el segundo trimestre), de tal forma que América Latina registraría una caída del PIB en 2020 cercana al 8 %, mayor que en episodios anteriores, como la crisis de la deuda en los años ochenta o la gran crisis financiera de 2008-2009, y notablemente superior a otras regiones emergentes. En los últimos meses, y a pesar de no contar con mucho apoyo por parte de la financiación procedente de los flujos de capitales internacionales, se ha iniciado la recuperación de la actividad, que se espera que se prolongue en el corto plazo, si bien esta será heterogénea entre economías, gradual y sujeta a un elevado grado de incertidumbre. En el medio plazo, las perspectivas de crecimiento de la región se encuentran sujetas a una alta incertidumbre, principalmente ligada a las dudas sobre la evolución futura de la pandemia, y predominan los riesgos a la baja, en un contexto en el que las vulnerabilidades preexistentes de la región se podrían ver amplificadas por la persistencia de la crisis. Los sistemas bancarios de la zona han acusado también el deterioro económico, pero han mostrado un nivel de resistencia elevado en esta primera fase de la crisis. Desde el punto de vista de la política económica, este escenario debería llevar al diseño y a la implementación de una agenda reformista exigente, de medio plazo, que permita aumentar la resiliencia de la región y sus capacidades de crecimiento potencial, y favorecer la absorción de los desequilibrios macroeconómicos y sociales.

En el resto del Informe se profundiza en estos aspectos. En la primera sección se describen los efectos económicos de la pandemia observados hasta el momento sobre la región, principalmente como consecuencia de las medidas de restricción de la actividad impuestas por las autoridades para contenerla. En la segunda sección, por su parte, se presentan las perspectivas a medio plazo y distintos escenarios de riesgos. Finalmente, se concluye con una reflexión sobre los principales retos a los que se enfrentan las economías de América Latina.

El Informe viene acompañado por cuatro recuadros. En el primero se analizan los programas de compra de activos financieros que iniciaron los bancos centrales de

las economías emergentes, en general, y de las latinoamericanas, en particular, como parte de las respuestas a los efectos económicos y financieros de la pandemia. En el segundo recuadro se analiza la evolución, durante los últimos meses, de los sistemas bancarios de la región más relevantes para la economía española, considerando las potenciales consecuencias negativas de la crisis sanitaria sobre el sector. En el tercero se describen los supuestos técnicos y las herramientas que se consideran para realizar los ejercicios de simulación de escenarios macroeconómicos de riesgo que se presentan en este Informe. Finalmente, en el cuarto recuadro se resumen brevemente los efectos de la reciente reestructuración de la deuda pública argentina sobre las necesidades de financiación del sector público de ese país en los próximos años.

## La actividad económica en el último semestre ha venido condicionada por la difusión y la contención de la pandemia

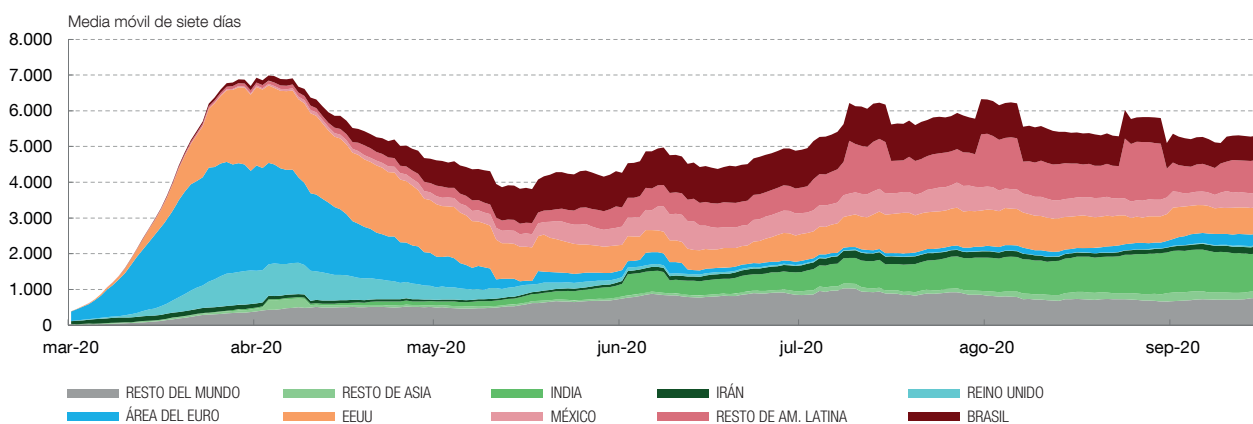
La evolución de la pandemia de Covid-19 y las medidas de contención para frenar su difusión han sido los principales condicionantes de la evolución económica negativa de América Latina en este semestre, al igual que en el resto del mundo. La región es actualmente uno de los epicentros mundiales de la enfermedad, tanto en número de casos como en fallecimientos (véase gráfico 1.1), a pesar de que, dentro de las economías emergentes, es donde se han adoptado, en general, las medidas más restrictivas de limitación de la actividad individual y del normal desarrollo de las actividades empresariales, lo que ha llevado a una mayor reducción de la movilidad que en otras áreas (véanse gráficos 1.2 y 1.3). Algunas vulnerabilidades estructurales podrían haber contribuido a esta mayor incidencia de la crisis sanitaria respecto a otras áreas emergentes, como son la menor calidad institucional, la elevada informalidad laboral y la alta tasa de urbanización, entre otras [véanse Banco de España (2020a) y (2020b)].

La actividad económica inició una caída brusca en marzo, que se prolongó hasta abril o mayo, dependiendo del país (véase gráfico 2.1). En el conjunto del segundo trimestre, la caída de la actividad en el agregado de la región fue superior al 14 % en tasa intertrimestral, más elevada que la de otras regiones emergentes de referencia. No obstante, los efectos económicos negativos de la pandemia están siendo heterogéneos entre las principales economías de la región, dependiendo principalmente del grado de severidad de las medidas de confinamiento nacionales (véase gráfico 2.2). En los extremos se sitúan Brasil y Perú, con la menor (-9,7 %) y la mayor (-27,2 %) caída intertrimestral en el segundo trimestre, respectivamente. Por el lado de la oferta, destaca el comportamiento más negativo de los sectores servicios (y, dentro de estos, del comercio) y construcción (véase gráfico 2.3), si bien cabe destacar igualmente el desplome del sector manufacturero en México. En agregado, por el lado de la demanda, destaca la caída de la inversión privada y, especialmente, del consumo privado, que solo es compensada parcialmente por la

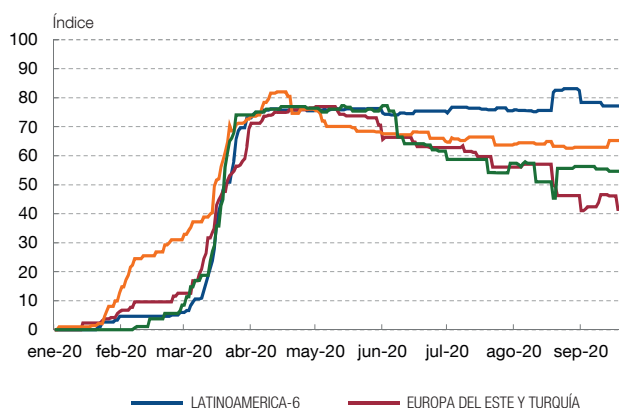
## EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA Y MEDIDAS ADOPTADAS POR LAS AUTORIDADES PARA FRENAR LA PANDEMIA DE COVID-19 EN AMÉRICA LATINA

América Latina es actualmente una de las zonas más afectadas por la pandemia, y registra casi la mitad de las muertes diarias que se producen en el mundo, a pesar de que las medidas de limitación de la actividad y de la movilidad en las principales economías de la región han sido más restrictivas que las observadas en otros países emergentes.

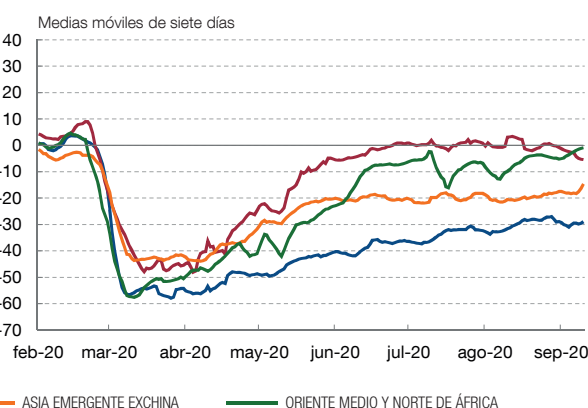
### 1 MUERTES DIARIAS DE PACIENTES DIAGNOSTICADOS CON CORONAVIRUS



### 2 ÍNDICE DE SEVERIDAD POR REGIONES (a)



### 3 DATOS DE MOVILIDAD. CONSUMO (b)



FUENTES: Johns Hopkins, Universidad de Oxford, Google (Global Mobility Report) y Banco de España.

- a Índice sintético elaborado por la Universidad de Oxford, que evalúa el grado de severidad de las medidas de confinamiento adoptadas por cada país, en respuesta a la pandemia de Covid-19.
- b Datos de movilidad relativos a actividades vinculadas con el consumo. «Consumo» es la media de las actividades «comercio minorista y ocio» y «alimentación y farmacia».

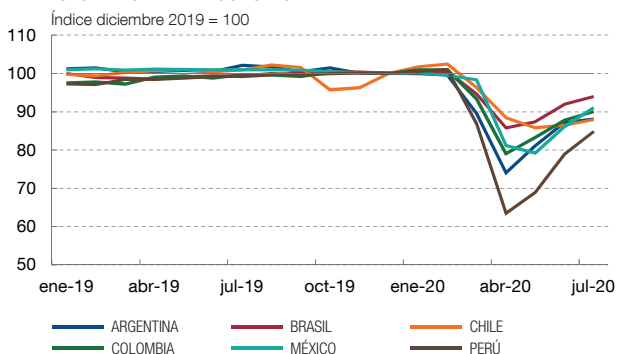


contribución positiva de la demanda externa (véase gráfico 2.4). Aunque México y Perú presentan una contribución negativa de la demanda externa, en el resto de los países de mayor tamaño la contribución positiva viene explicada principalmente por un desplome de las importaciones, mayor que el de las exportaciones. Desde el punto de vista de los flujos nominales con el exterior, cabe señalar que mejoraron los saldos de la balanza por cuenta corriente, principalmente por el saldo de la balanza comercial (véase gráfico 2.5). Asimismo, las remesas —de gran relevancia,

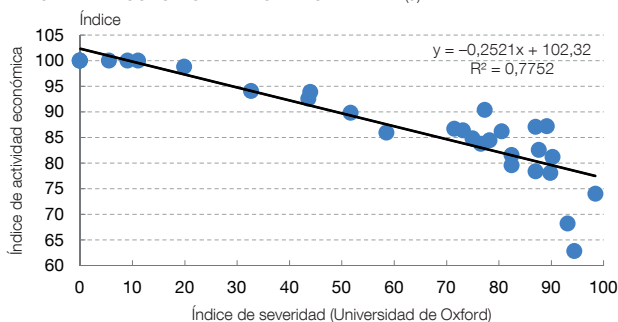
**ACTIVIDAD ECONÓMICA**

La caída de la actividad en la región ha sido superior a la de otras regiones emergentes, si bien se pueden observar diferencias significativas entre países, en función de las medidas de confinamiento adoptadas. Por el lado de la oferta, los sectores más afectados, en general, fueron el de servicios y el de construcción, aunque cabe señalar el desplome del sector manufacturero de México. En cuanto a la demanda, destacan las caídas de la inversión y del consumo privados, compensadas parcialmente por la aportación positiva de la demanda externa (explicada por un desplome de las importaciones mayor que el de las exportaciones). En el sector exterior, mejoran los saldos corrientes, principalmente por el desempeño de la balanza comercial, y resisten algo mejor de lo esperado las remesas, muy relevantes especialmente en México.

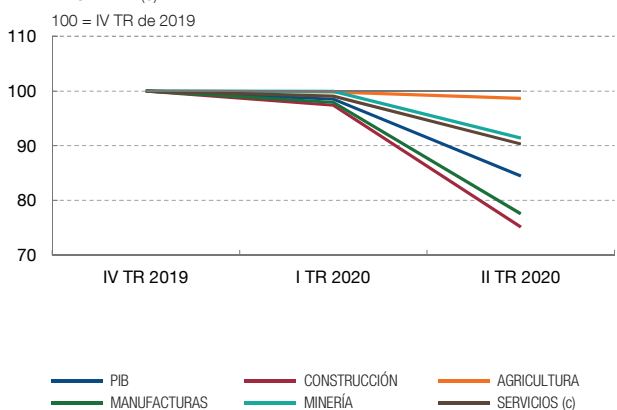
1 ÍNDICES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



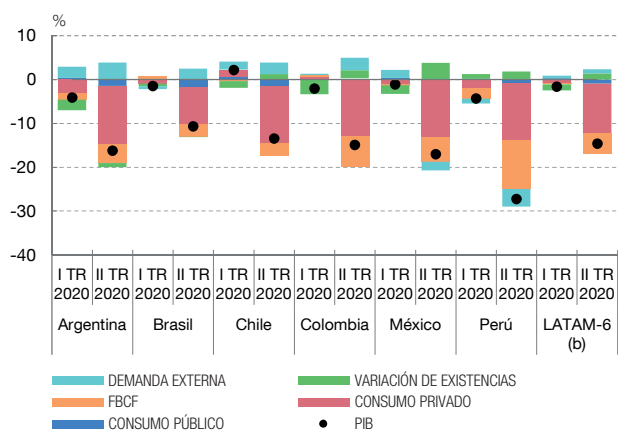
2 ACTIVIDAD ECONÓMICA E ÍNDICE DE SEVERIDAD (a)



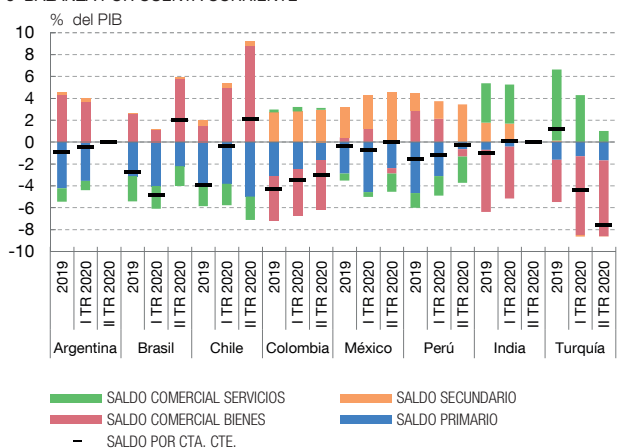
3 APORTACIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB POR EL LADO DE LA OFERTA (b)



4 APORTACIONES AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA



5 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



6 MÉXICO. ENTRADA DE REMESAS (d)



FUENTES: Thomson Reuters, Universidad de Oxford y estadísticas nacionales.

a Datos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú para los meses de febrero a junio de 2020.

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

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

d Flujos acumulados de doce meses.



Cuadro 1

## AMÉRICA LATINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	Promedio 2007-2018	2019	2019				2020		Previsiones FMI (WEO abril 2020)	
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	2020	2021
PIB (tasa interanual)										
América Latina-6 (a) (b)	2,4	0,6	0,1	0,9	0,8	0,6	-1,3	-15,9	-5,4	3,4
Argentina	1,9	-2,1	-5,9	0,4	-1,8	-1,1	-5,2	-19,1	-5,7	4,4
Brasil	1,9	1,1	0,6	1,1	1,2	1,7	-0,3	-11,4	-5,3	2,9
México (c)	2,1	-0,3	0,1	0,0	-0,5	-0,8	-2,1	-18,7	-6,6	3,0
Chile	3,3	1,1	1,4	1,8	3,4	-2,1	0,2	-14,1	-4,5	5,3
Colombia (c)	3,8	3,3	2,4	3,6	3,4	3,6	1,0	-15,5	-2,4	3,7
Perú	5,1	2,2	2,5	1,2	3,2	1,9	-3,5	-30,2	-4,5	5,2
IPC (tasa interanual)										
América Latina-5 (d)	4,8	3,5	3,7	3,9	3,2	3,1	3,5	2,4	3,1	3,0
Brasil	5,7	3,7	4,1	4,3	3,2	3,4	3,8	2,1	3,6	3,3
México	4,2	3,6	4,1	4,2	3,3	2,9	3,4	2,8	2,7	2,8
Chile	3,4	2,3	1,8	2,2	2,2	2,8	3,7	2,9	3,4	2,9
Colombia	4,2	3,5	3,1	3,3	3,8	3,8	3,7	2,9	3,5	3,2
Perú	3,0	2,1	2,1	2,5	2,0	1,9	1,9	1,7	1,7	1,8
Saldo presupuestario (% del PIB) (e)										
América Latina-6 (a) (b)	-3,1	-3,8	-4,2	-3,9	-3,9	-3,8	-4,0	-7,0		
Argentina	-2,1	-3,8	-4,7	-4,4	-4,1	-3,8	-4,4	-7,2	n/d	n/d
Brasil	-4,8	-5,9	-7,0	-6,5	-6,3	-5,9	-6,2	-11,4	-9,3	-6,1
México	-2,3	-2,1	-1,7	-1,6	-2,0	-2,1	-1,9	-2,7	-4,2	-2,2
Chile	-0,1	-2,8	-1,8	-1,8	-2,2	-2,8	-2,8	-5,0	-6,3	-3,5
Colombia	-2,8	-2,2	-2,6	-1,8	-1,1	-2,2	-1,7	-4,1	-2,5	-1,3
Perú	-0,4	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,8	-4,8	-7,1	-2,6
Deuda pública (% del PIB)										
América Latina-6 (a) (b)	46,3	60,4	60,3	59,0	60,5	59,2	62,7	—		
Argentina	47,9	90,2	81,0	68,4	80,4	76,8	84,0	—		
Brasil	60,3	75,8	78,1	78,0	78,0	75,8	78,5	85,5		
México	37,8	47,1	46,6	46,5	47,3	47,1	51,8	55,3		
Chile	13,4	27,9	26,2	26,7	27,2	27,9	28,3	31,8		
Colombia	37,4	45,5	47,2	47,2	47,3	45,5	50,2	—		
Perú	23,8	26,8	25,3	25,8	25,7	26,8	26,3	30,2		
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (e)										
América Latina-6 (a) (b)	-2,0	-2,0	-2,7	-2,4	-2,2	-2,0	-1,7	-1,4		
Argentina	-1,3	-0,9	-4,3	-3,2	-1,8	-0,9	0,0	1,1	n/d	n/d
Brasil	-2,2	-2,8	-2,3	-2,4	-2,6	-2,8	-3,1	-2,7	-1,8	-2,3
México	-1,6	-0,3	-2,1	-1,4	-0,9	-0,3	0,4	0,0	-0,3	-0,4
Chile	-1,2	-3,9	-4,0	-4,3	-4,4	-3,9	-3,4	-1,9	-0,9	-1,8
Colombia	-3,6	-4,3	-4,2	-4,1	-4,4	-4,3	-4,0	-3,9	-4,7	-4,2
Perú	-2,6	-1,5	-1,8	-1,8	-1,6	-1,5	-1,1	-0,8	-0,9	-1,0
Deuda externa (% del PIB)										
América Latina-6 (a) (b)	27,5	39,2	38,0	39,4	38,7	39,1	39,2	—		
Argentina	36,1	62,7	56,0	61,3	61,0	62,3	62,9	66,9		
Brasil	26,3	36,7	36,9	38,2	36,4	36,7	35,8	37,9		
México	20,8	28,2	27,9	28,2	28,0	28,2	28,7	—		
Chile	49,9	70,2	63,5	66,9	67,5	70,1	72,1	80,9		
Colombia	28,5	42,7	40,3	41,3	42,2	42,7	44,1	49,7		
Perú	32,4	34,7	35,8	36,7	35,8	34,7	35,3	39,1		
PRO MEMORIA: Agregado de América Latina y Caribe (Fondo Monetario Internacional)										
PIB (tasa interanual)	2,3	0,1								
IPC (tasa interanual)	5,2	7,1								
Saldo presupuestario (% del PIB)	-3,7	-4,0								
Deuda pública (% del PIB)	51,4									
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	-1,8	-1,7								
Deuda externa (% del PIB)	34,1									
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	8,4	7,2								

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

- a Las seis economías mostradas representan un 85,2 % sobre el total de América Latina y Caribe (FMI).  
b PIB de América Latina-6 ponderado utilizando el criterio de paridad de poder de compra (PPP, por sus siglas en inglés). Las ponderaciones correspondientes a 2019 son: Brasil, 39,7 %; México, 29,8 %; Argentina, 10,4 %; Colombia, 9,0 %; Chile, 5,6 %, y Perú, 5,4 %.  
c Series ajustadas de estacionalidad.  
d América Latina-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. No se incluye Argentina porque su banco central no tiene metas de inflación.  
e Media móvil de cuatro trimestres.

en particular, para México— han resistido mejor de lo anticipado al principio de la pandemia<sup>1</sup>, dada la caída en el empleo en Estados Unidos, principal emisor de aquellas, y en agosto alcanzaron un máximo histórico del flujo acumulado en doce meses (véase gráfico 2.6). Esta evolución ilustra la función contracíclica de las remesas en los países receptores.

Al igual que en otras regiones del mundo, el desplome de la actividad hubiera sido mayor si las autoridades económicas no hubieran adoptado medidas de forma rápida y contundente<sup>2</sup>. Así, algunos Gobiernos (como los de Brasil, Chile o Perú) adoptaron planes de estímulo fiscal que se encuentran entre los de mayor magnitud dentro de las economías emergentes (véase gráfico 3.1) y que se concentraron, principalmente, en el apoyo a las empresas y a las familias, en la expansión de las capacidades sanitarias y en la emisión de garantías públicas para crédito y capitalización<sup>3</sup>. Además, en algunos países (como Chile o Perú) las autoridades permitieron que los ahorradores en los planes de pensiones privados pudieran retirar una fracción de sus ahorros, con significativos efectos sobre los mercados financieros locales y sobre el consumo y la inversión privados a corto y largo plazo<sup>4</sup>.

Por su parte, la mayoría de los bancos centrales recortaron los tipos de interés oficiales (véase gráfico 3.2) hasta mínimos históricos (con la excepción de México), hasta situarlos, en términos reales, notablemente por debajo del considerado como tipo de interés de equilibrio (véase gráfico 3.3), hicieron *forward guidance* sobre los movimientos futuros de política monetaria, elevaron la liquidez del sistema (por ejemplo, recortando los coeficientes de reservas) e iniciaron programas de compra de activos financieros (véase recuadro 1). Estas medidas se pudieron adoptar porque, de momento y en términos netos, la pandemia de Covid-19, a pesar del aumento de la inflación en algunos componentes por restricciones de oferta puntuales, ha tenido un efecto neto desinflacionista, de tal forma que en el mes de mayo se alcanzó un mínimo histórico en muchos de los países de la región con objetivo de inflación (véase gráfico 3.4). México supone la excepción a este comportamiento generalizado, especialmente porque la inflación subyacente se ha mantenido de manera persistente por encima de niveles compatibles con el

---

1 En abril, el Banco Mundial estimó que las remesas caerían un 20 % en un país de renta media como México. Esta estimación resulta de aplicar la elasticidad de las remesas ante el crecimiento observado durante la crisis financiera mundial de 2008 (1,9 en el caso de Estados Unidos) a las proyecciones de crecimiento de esa economía.

2 Para una descripción detallada de las medidas adoptadas en los diferentes países, puede consultarse la página web del FMI (<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-Covid-19>) o la de la CEPAL (<https://www.cepal.org/es/temas/covid-19>).

3 La comparación entre planes de los distintos Gobiernos entraña, no obstante, una elevada dificultad, dado que los números presentados se refieren a una combinación de medidas directas de gasto público (como los programas en el ámbito de la sanidad) con otras que consisten principalmente en avales y garantías, y que no tienen un impacto presupuestario inmediato. Asimismo, la diferente relevancia de los estabilizadores fiscales automáticos en los distintos países del mundo lleva a que la simple comparación de nuevas medidas de carácter discrecional no permita capturar la respuesta de los sistemas de bienestar, si bien estos últimos son más limitados en la región que en otras economías emergentes y, sobre todo, avanzadas.

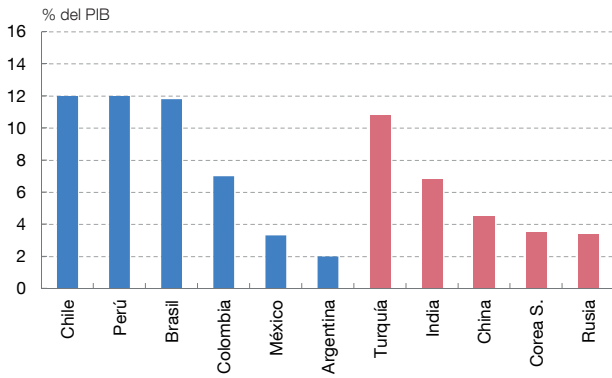
4 Véase Banco Central de Chile (2020).



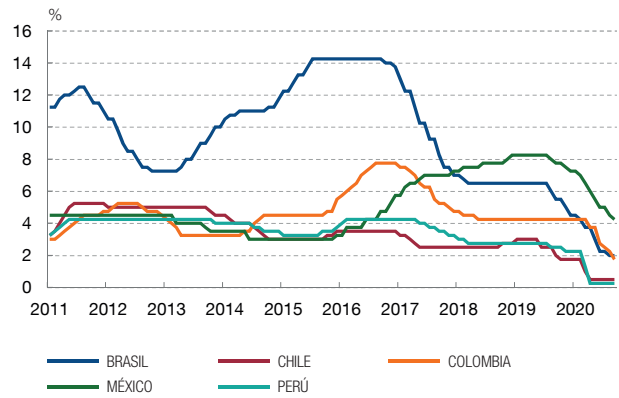
**POLITICA FISCAL Y MONETARIA**

Las autoridades de todos los países de la región tomaron medidas contundentes para paliar el desplome de la actividad económica. Los estímulos fiscales en algunas economías de la zona fueron superiores a los de otras regiones emergentes, los bancos centrales redujeron los tipos oficiales nominales hasta mínimos históricos (salvo en el caso de México) y los tipos reales se situaron por debajo del considerado de equilibrio. Todas estas medidas se pudieron tomar por el proceso desinflacionista generado por la pandemia, que llevó la tasa de inflación en varios países a mínimos históricos en el mes de mayo. La excepción fue México, donde la inflación subyacente continuó siendo elevada.

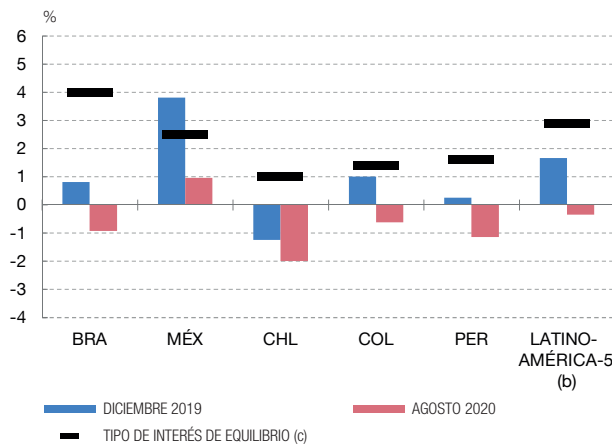
1 TAMAÑO DE LOS ESTÍMULOS FISCALES



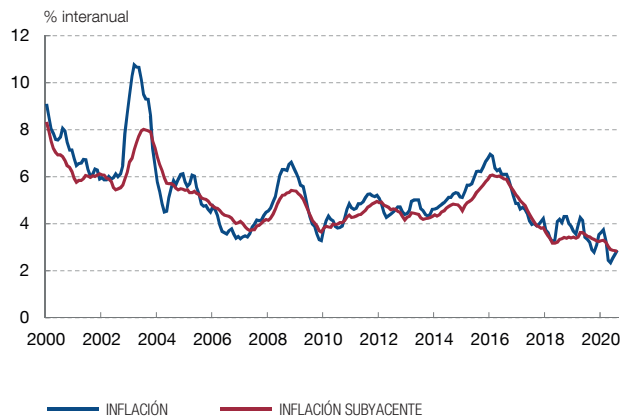
2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA



3 TIPOS DE INTERÉS REALES EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA (a)



4 INFLACIÓN. AMÉRICA LATINA-5 (b)



FUENTES: Thomson Reuters, Fondo Monetario Internacional y bancos centrales.

- a Tipos de interés reales, calculados como la diferencia entre los tipos de interés nominales y la inflación esperada a un año.
- b Agregado de los cinco países con objetivos de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, ponderado por el criterio de PPP.
- c De acuerdo con las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región.



objetivo de inflación. Asimismo, algunos bancos centrales (como el de Colombia y el de México) han destacado en sus comunicados de prensa o en las actas publicadas de sus reuniones de política monetaria la importancia de considerar cuestiones de estabilidad financiera a la hora de adoptar sus decisiones.

Las medidas orientadas más directamente a apoyar al sistema financiero (como los programas de apoyo al crédito, las moratorias en los pagos de acreedores

vulnerables, y las garantías y avales públicos) se han visto apoyadas por la liberación de colchones de capital por parte de las autoridades macroprudenciales. En este contexto, si bien los sistemas bancarios de la región han acusado el deterioro económico, han mostrado un nivel de resistencia elevado en esta primera fase de la crisis (véase recuadro 2).

Los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad no se han reflejado con igual magnitud en la evolución de los mercados financieros latinoamericanos, una vez superada una primera fase con elevadas tensiones desde mediados de febrero hasta mediados de marzo. Como muestran los gráficos 4.1, 4.2 y 4.3, las dinámicas negativas iniciales en los índices bursátiles, los diferenciales soberanos y los tipos de cambio se revirtieron, aunque de forma incompleta, gracias a la introducción de políticas acomodaticias por parte de los Gobiernos y los bancos centrales, tanto en estos países como en las economías desarrolladas<sup>5</sup>. De esta manera, los indicadores de tensiones financieras se redujeron notablemente (véase gráfico 4.4) y, si bien las condiciones financieras se relajaron hasta situarse en una situación laxa en términos históricos (véase gráfico 4.5), todos los países siguen registrando condiciones más restrictivas que en los meses previos a la pandemia. Por su parte, los flujos de capitales de cartera, tras las bruscas salidas registradas en las economías emergentes desde finales de febrero hasta finales de marzo, solo se han recuperado muy parcialmente (véase gráfico 4.6), y con un comportamiento relativamente peor en América Latina que en otras regiones. En cuanto a las entradas de inversión extranjera directa, estas se redujeron sustancialmente en el segundo trimestre —especialmente, en Brasil—, aunque sin llegar a ser negativas.

A este comportamiento relativamente benigno de los mercados financieros también ha contribuido el apoyo de las instituciones multilaterales, que, sin embargo, puede juzgarse todavía como inferior al recibido durante la gran crisis financiera de 2008-2009<sup>6</sup>. Así, el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>7</sup> aprobó en mayo el acceso a líneas de crédito flexible (FCL, por sus siglas en inglés) a Chile y a Perú, y amplió su cuantía a Colombia en septiembre. México, tras haberla renovado en noviembre del pasado año, mantiene también el acceso a una línea de crédito flexible por un período de dos años<sup>8</sup>. En lo referente al papel desempeñado por los bancos de desarrollo, el Banco Mundial ha aumentado sus créditos a la región, aunque todavía

---

5 Destaca la importancia de las líneas *swap* y las operaciones *repo* a un día (FIMA) ofrecidas por la Reserva Federal para aumentar la oferta de dólares en las economías de la región.

6 Véase Ocampo (2020).

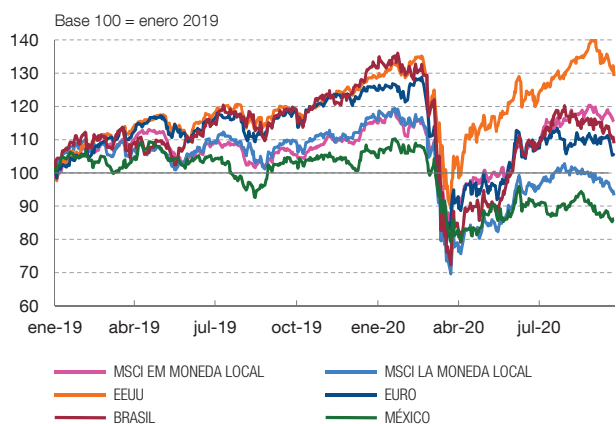
7 El FMI mantiene un crédito *Stand-By* con Argentina, aprobado antes de la crisis actual, por una cuantía de 55,7 mm de dólares (casi trece veces su cuota), de los que se han desembolsado unos 43,7 mm de dólares [véase Serra *et al.* (2018)].

8 El monto de las líneas de crédito flexible aprobadas para Chile y Perú equivalen a diez y seis veces sus cuotas, respectivamente. En el caso de Colombia, se amplió en septiembre, hasta situarse en seis veces su cuota; y en el de México, la FCL supone cinco veces su cuota. Las autoridades colombianas han manifestado su intención de disponer del 30 % del importe de la FCL (unos 5,2 mm de dólares) para hacer frente a la pandemia. Se trataría del primer país que hace uso de esta línea precautoria.

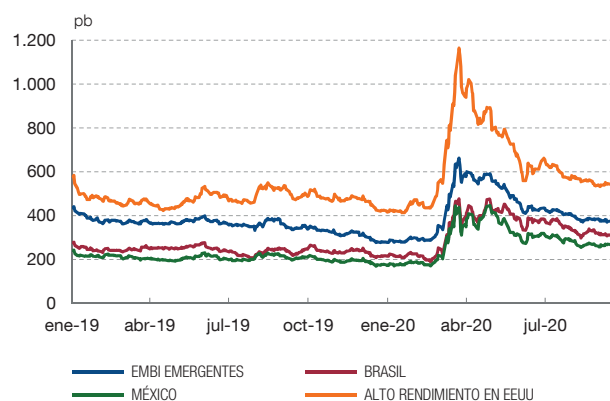
**MERCADOS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS**

Los mercados financieros emergentes se recuperaron tras alcanzar mínimos a finales de marzo, aunque los latinoamericanos fueron a la zaga del resto, en parte por el mayor peso en los índices de las empresas relacionadas con las materias primas y la energía. Los índices de tensiones financieras retrocedieron a los niveles previos a la pandemia y, si bien las condiciones financieras se relajaron hasta situarse en una situación laxa en términos históricos, todos los países siguen registrando condiciones más restrictivas que en los meses previos a la pandemia. Los flujos de capitales se estabilizaron y recuperaron ligeramente en junio y julio, de nuevo con América Latina registrando una recuperación más débil.

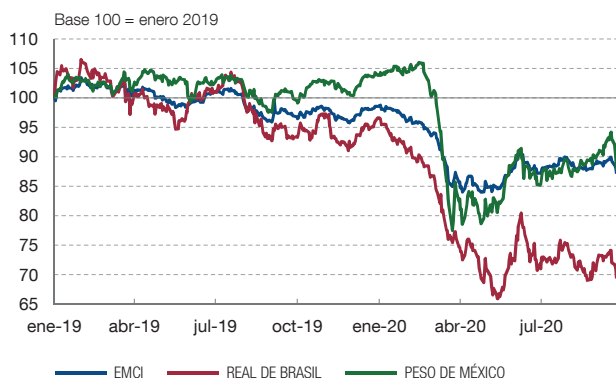
1 ÍNDICES DE BOLSA



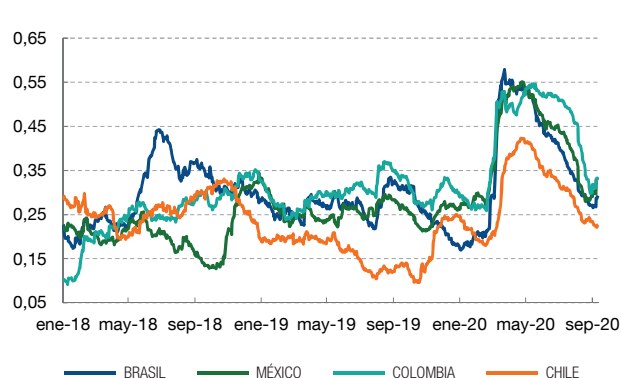
2 DIFERENCIALES



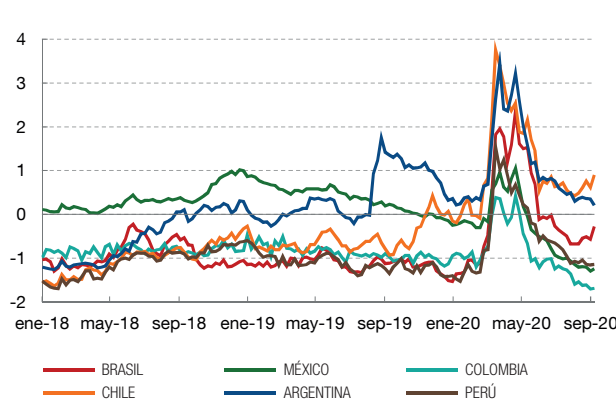
3 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



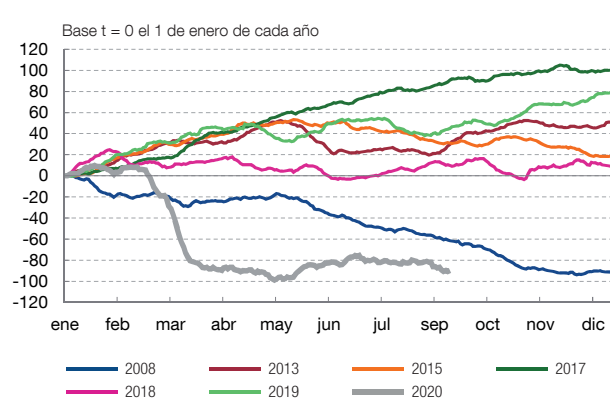
4 ÍNDICES DE TENSIONES FINANCIERAS



5 ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS (a)



6 FLUJOS DE CAPITALES A MERCADOS EMERGENTES (MM DE DÓLARES)



FUENTES: Thomson Reuters, Instituto de Finanzas Internacionales y JP Morgan.

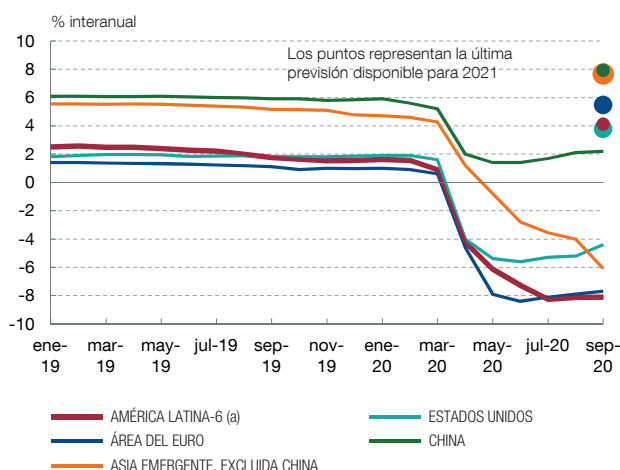
a Un aumento indica una contracción de las condiciones financieras.



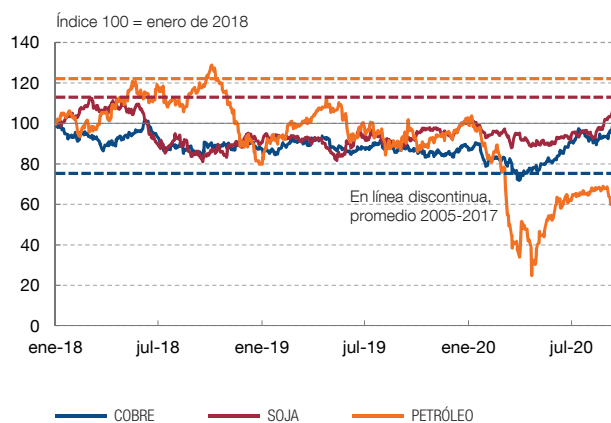
## PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA REGIÓN EN EL ENTORNO GLOBAL

Para los próximos meses se espera un mayor dinamismo de la actividad en América Latina, como consecuencia, entre otros factores, de la mejora de las perspectivas económicas de las áreas con mayor vinculación comercial con la región (Estados Unidos y China, principalmente) y del aumento moderado de los precios de las materias primas con mayor relevancia en América Latina, siempre que la evolución de la pandemia permita continuar con la relajación de las medidas de contención y el mantenimiento de las políticas expansivas.

1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2020



2 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



FUENTES: *Consensus Forecasts* y Thomson Reuters.

a América Latina-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Ponderados por el criterio de PPP.



por debajo de los que concedió durante la crisis previa, mientras que el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) decidió ampliar la cobertura de riesgos bajo su Facilidad de Crédito Contingente para Emergencias por Desastres Naturales para incluir los riesgos de salud pública y el Covid-19, y el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) suministró casi 5 mm de dólares en la primera mitad del año para enfrentar los efectos de la pandemia, con recursos no reembolsables y líneas de crédito para fortalecer la atención sanitaria y las políticas anticíclicas<sup>9</sup>.

## Las perspectivas económicas de la región

Los datos más recientes confirman una recuperación de la actividad mundial tras los mínimos alcanzados entre abril y mayo; en parte, porque, pese a los rebrotes en algunos lugares, no se han vuelto a instaurar medidas tan restrictivas como al comienzo de la pandemia. Además, las perspectivas económicas para las economías donde la región tiene una mayor vinculación comercial (principalmente, Estados

9 En cuanto al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), al que pertenecen Colombia y Perú, aunque goza de la ventaja de la no condicionalidad de sus programas, cuenta con menos recursos, por lo que su apoyo puede considerarse complementario de los del FMI o como puente hacia un préstamo del FMI, por la mayor agilidad a la hora de aprobar financiación.

Unidos y China) se han ido revisando al alza en los últimos meses (véase gráfico 5.1). También se ha producido una cierta mejora de los precios de las materias primas, con un elevado peso en las exportaciones de la región, apoyado principalmente por la reactivación de la inversión en China (véase gráfico 5.2). Esta mejora de la demanda externa y las expectativas de que se sigan relajando las medidas de restricción de la movilidad, así como la persistencia de las políticas económicas expansivas, dibujan un escenario para los próximos meses de mayor dinamismo de la actividad en América Latina.

No obstante, esta recuperación en los próximos trimestres será heterogénea entre economías, gradual y, posiblemente, más lenta que en otras regiones emergentes, dado que, en particular, la evolución epidemiológica —más desfavorable— puede conllevar una mayor persistencia de las medidas de contención, más restrictivas en la actualidad en términos comparados.

Más allá del principal elemento de incertidumbre —la evolución de la pandemia—, algunos factores estructurales podrían actuar como frenos de la recuperación e incidir en la diferente velocidad de salida de los distintos países. Entre estos, cabe destacar la importancia del turismo en el PIB de algunas economías latinoamericanas (en particular, entre las de mayor tamaño, como México), la elevada dependencia de los precios de las materias primas (que, si bien se están recuperando, mantienen una dinámica muy gradual) o el menor grado de apertura comercial de la región. Respecto a este último factor, los países menos abiertos comercialmente e integrados en las cadenas globales de valor (en particular, Argentina y Brasil) se beneficiarán en menor medida de la recuperación mundial, si esta llega a tomar fuerza, que otras economías más abiertas de la región (como Chile y Perú, más vinculadas a China, y México, más vinculado a Estados Unidos). Asimismo, con un impulso monetario similar en las distintas economías, aquellas donde el impulso fiscal ha sido mayor (Brasil, Chile y Perú) podrían tener una recuperación más dinámica, al menos en el corto plazo, y siempre que los riesgos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas no generen dinámicas adversas, en un contexto de alargamiento en el tiempo de numerosos programas de estímulo, lo que dependerá de manera crucial del espacio fiscal disponible<sup>10</sup>. Por último, la recuperación de la región se verá condicionada por factores como la senda de mejora de la renta de un elevado número de hogares que se encuentran en el sector informal y que están sufriendo una fuerte caída de aquella, como consecuencia de las medidas de confinamiento, o la existencia de una mayor proporción de pymes en la región que en otras zonas emergentes<sup>11</sup>, con mayores posibilidades de quiebra si la economía

---

10 En el caso de Chile y Perú, existe espacio fiscal, más limitado en el de México y Colombia [véase Espitia y Román (2020)]. En Brasil, los niveles de deuda alcanzados (superiores al 95 %) y el déficit primario prepandemia (que se situaba cerca del 2,5 % del PIB por el desequilibrio de la Seguridad Social) apuntarían a que el espacio fiscal para mantener los estímulos es muy limitado. Las recientes discusiones en torno a la suspensión de la regla del techo de gasto también en 2021 irían en la misma dirección.

11 Véase Banco Mundial (2014).

no se recupera con fuerza. Asimismo, aunque han quedado eclipsadas por la actual situación de crisis sanitaria global, las movilizaciones y las protestas sociales que se produjeron en varios países de la región en la segunda mitad de 2019 podrían reaparecer con efectos económicos tanto en el corto plazo (dado el impacto económico de los conflictos y su resolución) como en el medio plazo (dadas las posibles reformas institucionales que se tengan que introducir)<sup>12</sup>.

Teniendo en cuenta todos estos factores, las previsiones más recientes del consenso de los analistas consideran que en 2020 América Latina registrará su peor caída (-8,1 %) de las últimas décadas y que esta será notablemente mayor que en otras regiones emergentes (véase gráfico 6.1). Además, estas previsiones están sujetas a un grado de incertidumbre mucho mayor que en años anteriores, como muestra la amplitud del rango de aquellas entre los analistas<sup>13</sup>. También es destacable la dispersión en las caídas proyectadas para las distintas economías de la región, que van desde el -5,7 % en Brasil hasta el -12,6 % en Perú, con una heterogeneidad que se puede explicar, en gran medida, por el diferente grado de intensidad de las medidas de restricción de la movilidad aplicadas. Para 2021, las previsiones del consenso de los analistas apuntan a un crecimiento del PIB del 4,1 % para la región, manteniéndose también un elevado grado de incertidumbre y notable heterogeneidad en aquellas, con una visión de la recuperación lastrada por todos los factores mencionados anteriormente. El carácter gradual e incompleto de la recuperación proyectada se aprecia en que varias de las economías de la región (en concreto, las tres de mayor tamaño) no habrían recuperado en 2022 el nivel de actividad anterior a la crisis sanitaria, lo que sí habrían hecho otras regiones de referencia (véase gráfico 6.2).

En este contexto de elevada incertidumbre, las previsiones macroeconómicas disponibles deben tomarse con mayores cautelas que en condiciones económicas normales<sup>14</sup>. Para cuantificar el hipotético impacto de los principales factores de riesgo identificados sobre el perfil de la recuperación esperado por el consenso de los analistas, se han confeccionado un conjunto de escenarios de simulación en los que, a partir de un escenario base similar al contemplado por el consenso de los analistas, se plantean varios escenarios de riesgo. Los ejercicios se restringen a las economías de Brasil y México, las de mayor tamaño<sup>15</sup> y donde el sistema bancario español tiene las mayores exposiciones en la región.

---

12 Véanse Banco de España (2020b) y Ghirelli, Pérez y Urtasun (2020).

13 Por ejemplo, las previsiones para el crecimiento del PIB de 2019 en Brasil realizadas en septiembre de ese año tenían una desviación típica de 0,2, mientras que para el crecimiento del PIB de 2020 en septiembre de este año es de 1,1. Si consideramos otro caso, como Perú, en 2019 la desviación típica era 0,5 y en 2020 es 2,6.

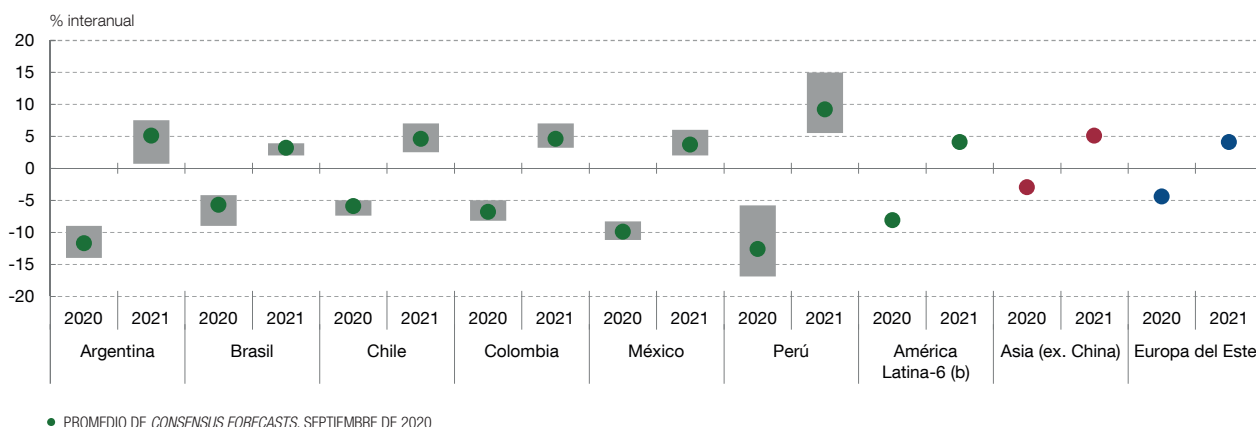
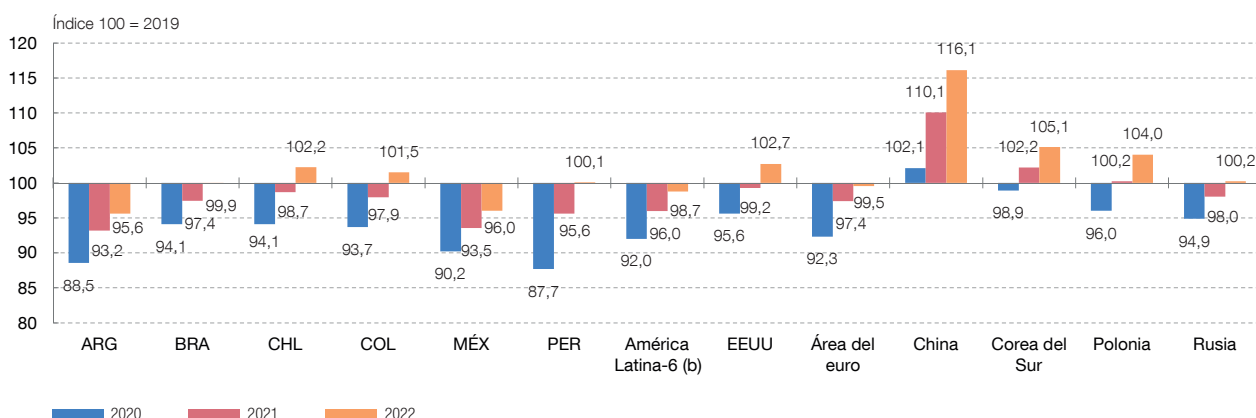
14 Por ejemplo, el «Informe trimestral de la economía española» de marzo de este año [Banco de España (2020c)] no contiene, a diferencia de lo que es habitual, unas proyecciones macroeconómicas de medio plazo de la economía española, mientras que los informes posteriores, publicados en mayo y septiembre, incorporan varios escenarios, frente a la práctica habitual anterior de presentar un único escenario central de proyecciones.

15 Brasil y México, conjuntamente, suponen el 70 % del PIB del agregado Latinoamérica-6 y el 59 % de la región de América Latina y el Caribe.

## PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE CONSENSUS

Según las últimas previsiones de *Consensus*, América Latina registrará en 2020 la mayor caída de las últimas décadas (-8,1 %), superior a la de otras regiones emergentes. El grado de incertidumbre de la situación actual se refleja en la amplitud del rango de las previsiones de los analistas en cada país. Además, existe una notable heterogeneidad en las tasas de crecimiento entre los distintos países, explicadas en parte por el mayor o menor grado de aplicación de las medidas de restricción. En 2021 se espera un crecimiento del 4,1 %. Esta recuperación gradual supondrá, según las previsiones, que muchos países de la región no recuperen todavía en 2022 los niveles previos a la crisis, a diferencia de otras regiones emergentes.

1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA PARA 2020 Y 2021 (a)

2 NIVELES DEL PIB EN RELACIÓN CON 2019. PREVISIONES DE *CONSENSUS FORECASTS* DE AGOSTO DE 2020

FUENTE: *Consensus Forecasts*.

- a Las áreas sombreadas corresponden al rango entre la mayor y la menor previsión de los analistas en septiembre de 2020.  
 b América Latina-6: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Ponderados por el criterio de PPP.

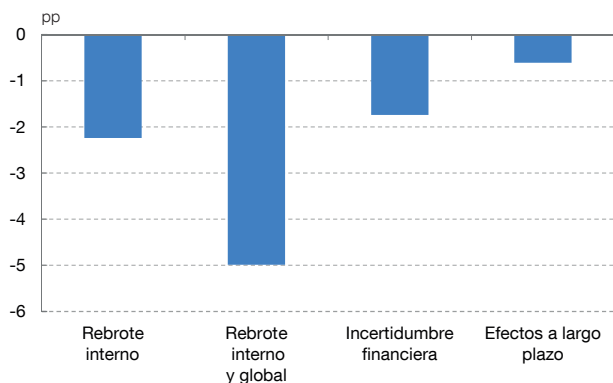


Los escenarios de riesgo se refieren, en primer lugar, a la duración de la pandemia, asumiendo la hipotética situación de que se produjera una segunda ola de la enfermedad en el cuarto trimestre de 2020, de intensidad similar a la observada en marzo-abril, y con una recuperación a partir del primer trimestre de 2021 similar a la esperada actualmente a partir del último tramo de este año. En segundo lugar, se simula un escenario en el que, dado el contexto de elevada incertidumbre, se producen tensiones en los mercados financieros de referencia para la financiación de las economías de Brasil y México. Finalmente, se asume que la pandemia tiene

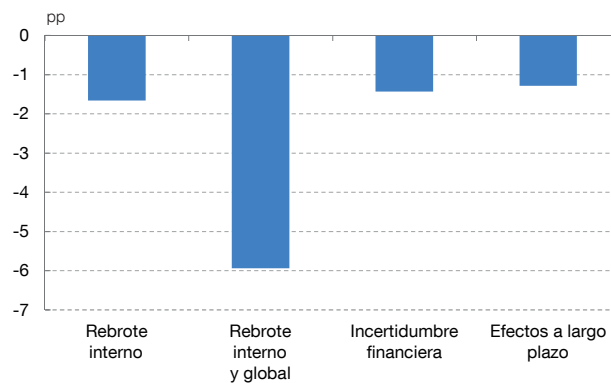
**ESCENARIOS DE RIESGO SOBRE LA EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE BRASIL Y MÉXICO**

Las perspectivas económicas de América Latina en el corto y medio plazo se encuentran muy condicionadas por la evolución epidemiológica futura. La elevada incertidumbre sobre esta aconseja formular escenarios alternativos que permitan ilustrar el eventual impacto de los principales factores de riesgo identificados sobre el perfil de la recuperación. En este gráfico se muestran tres escenarios alternativos en relación con un escenario base para la evolución de la economía de Brasil y México en el tramo final de 2020 y en 2021. En estos escenarios se incide en la duración de la pandemia, la materialización de un episodio de tensiones en los mercados financieros y la aparición de posibles efectos permanentes a la baja sobre el crecimiento a largo plazo.

1 EFECTOS DE LOS ESCENARIOS SOBRE EL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE BRASIL EN 2020-2021 (a)



2 EFECTOS DE LOS ESCENARIOS SOBRE EL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE MÉXICO EN 2020-2021 (a)



FUENTE: Banco de España.

a Desviaciones con respecto a las proyecciones del escenario base.



efectos permanentes a la baja sobre el crecimiento a largo plazo<sup>16</sup>, derivados, entre otros factores, de la destrucción del tejido económico, las menores tasas de inversión o la desaparición de sectores con tasas de crecimiento de productividad mayores que la media. El recuadro 3 recoge los detalles de estas simulaciones y los supuestos concretos en los que se basan.

Los principales resultados de estos ejercicios se muestran en los gráficos 7.1 y 7.2. Una segunda ola global de la pandemia tendría efectos económicos significativos. De producirse solo en el plano interno, la pérdida acumulada de producto en 2020-2021 ascendería a en torno a 2 puntos porcentuales (pp) en los dos países analizados. No obstante, cuando se asume que el rebote tiene carácter global (esto es, afecta, además, a los principales socios comerciales de Latinoamérica, con la excepción de China), su efecto sería más persistente y llevaría a una caída del PIB adicional en 2021, debido, principalmente, al impacto adicional sobre las exportaciones de la región. En este escenario, que combina un rebote interno con uno externo, la pérdida acumulada de PIB en los años 2020 y 2021 con respecto al escenario base

<sup>16</sup> Véase el recuadro 3 en Banco Central Europeo (2020), donde se considera un escenario severo en el que se hace el supuesto de que la pandemia tiene efectos negativos sobre la actividad económica durante todo el horizonte de proyección.



sería de 5 pp y 5,9 pp en Brasil y México, respectivamente. El mayor impacto de México se debe a su superior grado de apertura y a su exposición a Estados Unidos, mientras que una parte considerable de las exportaciones de Brasil tiene como destino China, país que se asume que no estará expuesto a una segunda ola de la pandemia en este escenario. Por su parte, en el escenario de incremento de la incertidumbre financiera, en el que se asume un episodio de aumento transitorio (en el cuarto trimestre de 2020) de los índices de referencia algo superior al observado en marzo-abril, la variación negativa del PIB para 2020 y 2021 en comparación con el escenario base sería de 1,7 pp y 1,4 pp, respectivamente, en Brasil y México. Finalmente, en el escenario en el que se suponen efectos de largo plazo de la pandemia, que se calibran utilizando evidencia histórica sobre el impacto de las recesiones históricas en los países emergentes sobre su producto potencial, el crecimiento de Brasil se situaría 0,7 pp por debajo del escenario central en 2021, mientras que el de México sería 1,4 pp inferior.

Las simulaciones presentadas ilustran que el impacto derivado de la eventual materialización de estos escenarios de riesgo sería significativo en las dos economías consideradas. En este contexto, no obstante, no pueden descartarse escenarios más adversos, en los que, por ejemplo, varias de las perturbaciones descritas se produzcan a la vez. En concreto, de plasmarse los tres escenarios alternativos simultáneamente, las pérdidas de producto acumuladas en 2020 y 2021 ascenderían a unos 7,5 pp y 8,5 pp, respectivamente, para Brasil y México, con respecto al escenario base. En cualquier caso, no se pueden descartar eventos en la dirección opuesta a la considerada en los anteriores escenarios. Por ejemplo, si llegara a producirse un avance efectivo en una solución médica de la pandemia, con capacidad de contención de esta a escala global, podrían llegar a materializarse escenarios de recuperación más vigorosos. Asimismo, los escenarios contemplados en el recuadro 3 no asumen una eventual respuesta de la política económica, que, de producirse, podría mitigar los impactos de las perturbaciones consideradas en este análisis.

## Principales retos de América Latina

América Latina entró en la crisis generada por la pandemia con unas perspectivas de crecimiento a medio plazo reducidas, inferiores a las de otras regiones emergentes de referencia, tras un quinquenio (2015-2019) en el que se registró un avance del PIB muy reducido. La baja productividad ha venido lastrando su potencial (véase gráfico 8.1). Detrás de esta baja productividad se encuentran una serie de obstáculos estructurales, entre los que destacan la dependencia del desempeño económico de los ciclos de precios de las materias primas<sup>17</sup>, el reducido gasto público en infraestructuras, la baja calidad institucional, los escasos rendimientos obtenidos

---

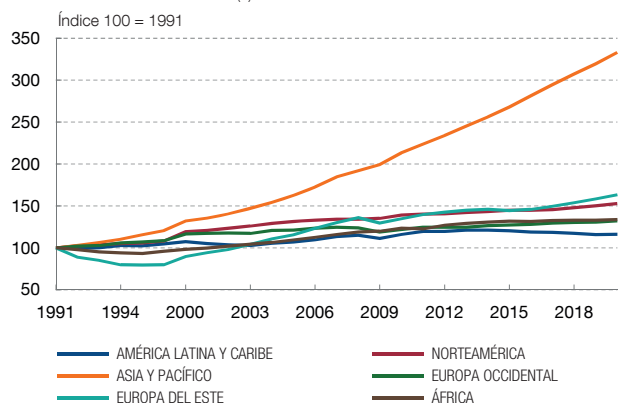
17 Véase Kataryniuk y Martínez-Martín (2019).

Gráfico 8

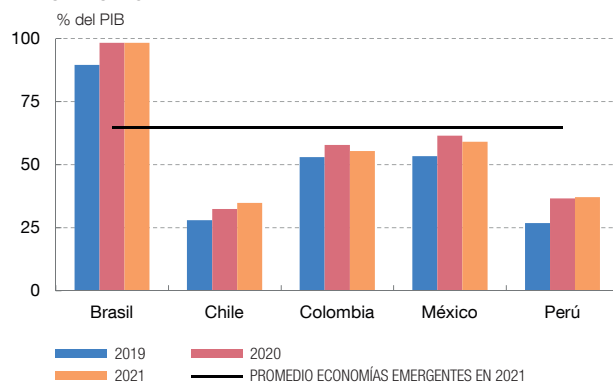
## VULNERABILIDADES ESTRUCTURALES

Al inicio de la pandemia, América Latina partía con unas perspectivas de crecimiento a medio plazo inferiores a las de otras regiones emergentes, con un potencial de crecimiento lastrado por su baja productividad. Algunos desequilibrios estructurales, como la elevada deuda pública de determinados países o la tasa de pobreza, se pueden ver amplificadas por la actual crisis sanitaria. Por el lado positivo, la deuda privada es inferior (con la excepción de Chile) a la de otras regiones emergentes, y los países más dependientes de la financiación exterior y los que tienen menos reservas presentan unos vencimientos de deuda en los próximos años asumibles si no se producen tensiones significativas en los mercados financieros.

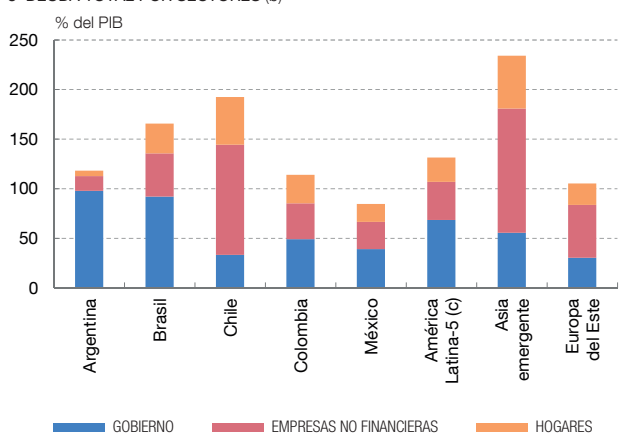
1 PRODUCTIVIDAD LABORAL (a)



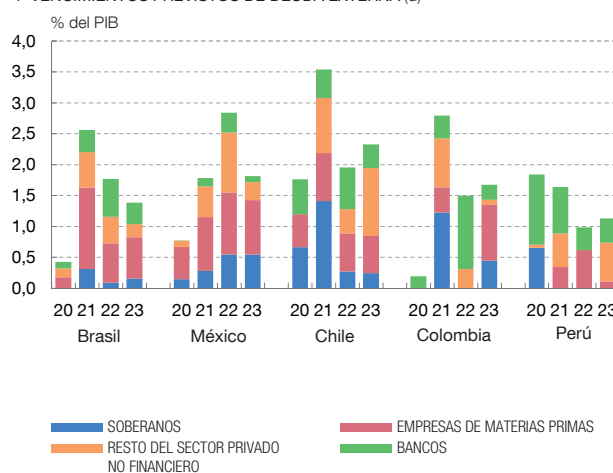
2 DEUDA PÚBLICA



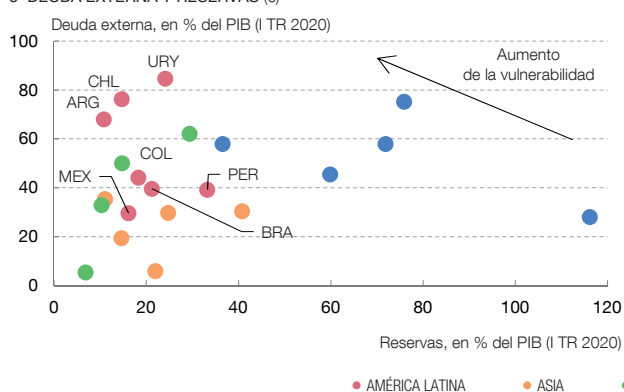
3 DEUDA TOTAL POR SECTORES (b)



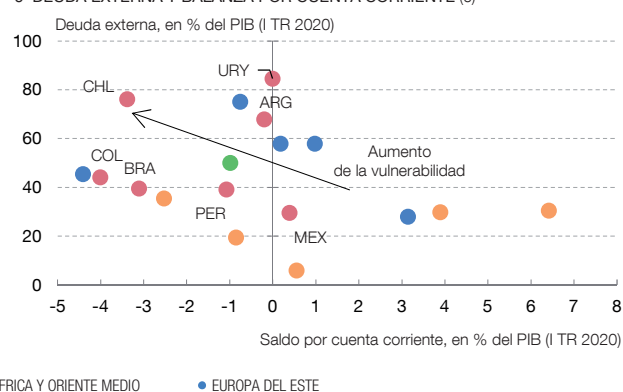
4 VENCIMIENTOS PREVISTOS DE DEUDA EXTERNA (d)



5 DEUDA EXTERNA Y RESERVAS (e)



6 DEUDA EXTERNA Y BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (e)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (Fiscal Monitor Abril 2020), International Labour Organization, Institute of International Finance y Dealogic.

- a PIB por trabajador en términos constantes de 2011, en PPA.
- b Primer trimestre de 2020.
- c Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México.
- d Según datos de Dealogic de emisiones de renta fija en mercados internacionales.
- e Media móvil de los cuatro trimestres anteriores.



del gasto público en educación o la escasa integración regional. Asimismo, en un futuro no muy lejano, otros factores contribuirán en la misma dirección, como el agotamiento del «dividendo demográfico»<sup>18</sup>, un fenómeno que, además, podría verse agudizado por los efectos permanentes de esta crisis sobre el crecimiento a largo plazo.

A pesar de las notables mejoras realizadas en las últimas décadas en los marcos de política monetaria<sup>19</sup> y, en menor medida, fiscales (con la adopción de marcos de reglas fiscales homologables, en muchos casos, a los de las economías avanzadas), persisten numerosos desequilibrios macroeconómicos y sociales que pueden verse amplificadas por la actual crisis sanitaria; en particular, los elevados niveles de deuda pública en algunos países (véase gráfico 8.2), los aumentos en las tasas de pobreza<sup>20</sup> (que suponen un riesgo para la parte más baja de las clases medias, que pueden regresar al estrato social más pobre) y la elevada desigualdad<sup>21</sup>. Desde un punto de vista más positivo, el endeudamiento del sector privado de la región (tanto de empresas como de hogares) —con alguna excepción, como Chile— es inferior al de otras zonas emergentes (véase gráfico 8.3). Por otro lado, los países más dependientes de la financiación exterior (elevada deuda externa y déficit por cuenta corriente) y los que tienen menores reservas internacionales acumuladas (véanse gráficos 8.5 y 8.6) presentan unos vencimientos de deuda en los próximos años que, en principio, deberían resultar asumibles si no se producen tensiones significativas en los mercados financieros (véase gráfico 8.4).

En este contexto, además, la región se viene enfrentando a importantes tensiones políticas y sociales en varios de esos países<sup>22</sup>, como resultado, en parte, del escaso dinamismo económico de los últimos años, que ha llevado a aumentos en la incertidumbre sobre la evolución de las políticas económicas (véase gráfico 9.1). En Perú se ha producido una nueva crisis política y Chile se encuentra en un proceso de elaboración de una nueva Constitución, en medio de fuertes tensiones sociales. En otros países, como Bolivia (debido a la pandemia, aún no se han repetido las elecciones presidenciales de octubre de 2019, tras la polémica que suscitaron los resultados de aquellas), Ecuador (política fiscal más restrictiva, introducida como parte de un acuerdo con el FMI) o Colombia (casos de corrupción política), han proseguido las movilizaciones sociales en los últimos meses, aunque atenuadas por la pandemia. Argentina, por su parte, pese al acuerdo alcanzado con los acreedores privados para la reestructuración de una parte significativa de la deuda pública (véase recuadro 4), presenta importantes desequilibrios macroeconómicos, como la

---

18 Véase Berganza *et al.* (2020).

19 Véase Carrière-Swallow *et al.* (2016).

20 Véase CEPAL (2020).

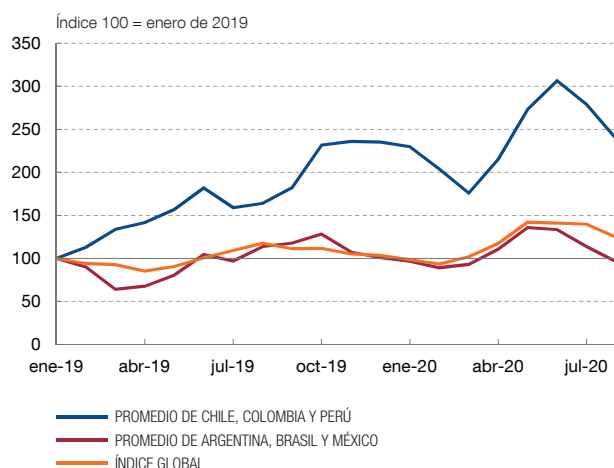
21 Véase el capítulo 3, «La desigualdad en tiempos de crisis: lecciones de la covid-19», en Busso y Mesina (2020).

22 Véase Banco de España (2020b).

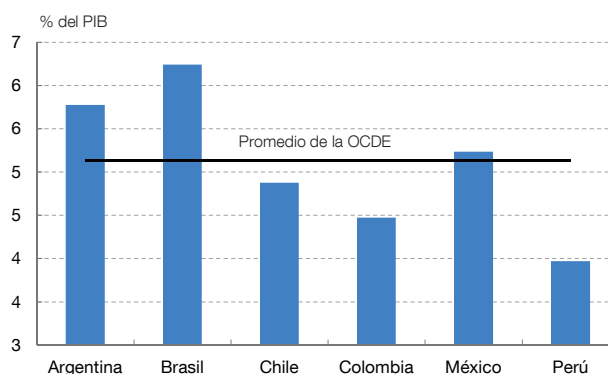
## ÍNDICES DE INCERTIDUMBRE Y GASTO PÚBLICO EN EDUCACIÓN

Los índices de incertidumbre han aumentado en los últimos meses, especialmente en aquellos países con mayores tensiones políticas y sociales (Chile, Colombia y Perú), en el contexto del bajo crecimiento económico de los últimos años. Entre las reformas estructurales para hacer las economías de la región más competitivas y que permitan aumentar el crecimiento potencial de la región, estarían un mayor gasto en infraestructuras, apoyo a emprendedores, reducción de la informalidad y una mejora en la calidad de la enseñanza que permita obtener mayor rendimiento del gasto público en educación.

1 ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA (a)



2 GASTO PÚBLICO EN EDUCACIÓN (2015)



FUENTES: Banco Mundial y Banco de España.

a Medias móviles de tres meses.



elevada inflación, consecuencia, en parte, de la financiación monetaria del déficit público.

Por tanto, la mayor parte de los principales países de la región se beneficiaría de aplicar un programa amplio de reformas estructurales que permitiese alcanzar un mayor crecimiento potencial, lo que exige construir economías más competitivas y productivas, y no revertir las mejoras en la distribución de ingresos experimentadas desde principios del siglo XXI. En este sentido, existe un cierto consenso sobre los problemas que tiene que afrontar la región para alcanzar mayores tasas de crecimiento. Así, es necesario aumentar los esfuerzos en el gasto en infraestructuras para un incremento significativo en ese componente del capital físico<sup>23</sup>. En el terreno educativo, el desafío es de carácter cualitativo más que cuantitativo para países como Argentina, Brasil o México, pues, pese a que el gasto en educación como proporción del PIB no es menor que el que realizan los países de la OCDE (véase gráfico 9.2), todavía se encuentran rezagados en calidad educativa<sup>24</sup>. Los países

23 Véase, por ejemplo, Serebrisky y Suárez Alemán (2019).

24 Véase el capítulo 6, «El gasto en educación, cuando cada centavo cuenta», en Banco Interamericano de Desarrollo (2018).

latinoamericanos, en general, además no facilitan las iniciativas de los emprendedores, en parte por la elevada carga regulatoria. Por el contrario, prolifera el sector informal, lo que no es ajeno a la menor capacidad recaudatoria de los sistemas tributarios. Toda esta agenda reformista necesita un fuerte liderazgo, capaz de construir consensos a largo plazo y de impulsar los cambios que, sin embargo, no se perciben en la mayoría de los países.

Fecha de cierre: 2.10.2020.

Fecha de publicación: 8.10.2020.

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de Chile (2020). «Descripción y efectos de corto plazo del retiro de ahorros previsionales», recuadro II.1, *Informe de Política Monetaria*, septiembre.
- Banco Central Europeo (2020). *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, septiembre.
- Banco de España (2020a). «Evolución de la pandemia de Covid-19 en América Latina y sus efectos económicos», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2020.
- (2020b). «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.
- (2020c). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2020.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2018). *Mejor gasto para mejores vidas. Cómo América Latina y el Caribe puede hacer más con menos*, A. Izquierdo, C. Pessino y G. Vuletin (eds.).
- Banco Mundial (2014). *Micro, Small, and Medium Enterprise Country Indicators (MSME-CI)*, Analysis Note, International Finance Corporation.
- Berganza, J. C., R. Campos, E. Martínez Casillas y J. Pérez (2020). «El agotamiento del dividendo demográfico en Latinoamérica: retos para las políticas económicas y sociales», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2020, Banco de España.
- Busso, M., y J. Mesina (2020). *La crisis de la desigualdad. América Latina y el Caribe en la encrucijada*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Carrière-Swallow, Y., H. Faruquee, L. Jácome y K. Srinivasan (2016). *Challenges for central banking: perspectivas from Latin America*, Fondo Monetario Internacional.
- CEPAL (2020). «El desafío social en tiempos del Covid-19», *Informe Especial Covid-19*, n.º 3.
- Espitia, L., y J. Román (2020). «Debt limits and fiscal space for some Latin American economies», *Latin American Journal of Central Banking*, vol. 1.
- Ghirelli, C., J. J. Pérez y A. Urtasun (2020). *Economic policy uncertainty in Latin America: measurement using Spanish newspapers and economic spillovers*, Documentos de Trabajo, n.º 2024, Banco de España.
- Kataryniuk, I., y J. Martínez-Martín (2019). «TFP growth and commodity prices in emerging economies», *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 55, pp. 2211-2229.
- Ocampo, J. A. (2020). «La cooperación financiera internacional frente a la crisis económica latinoamericana», *Revista de la CEPAL*, n.º 131.
- Serebrisky, T. y A. Suárez Alemán (2019). *La provisión de servicios de infraestructura en América Latina y el Caribe*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Serra, X., J. Timini, J. Estefanía y E. Martínez Casillas (2018). «Argentina: los retos económicos frente a un entorno internacional adverso», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018, Banco de España.

## LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 6 de octubre

Para afrontar las consecuencias negativas de la pandemia de Covid-19 sobre la actividad y el empleo, la mayoría de las economías emergentes adoptaron, principalmente entre marzo y mayo, políticas monetarias y fiscales muy expansivas, en línea con las de las economías avanzadas. Respecto a las políticas monetarias, los bancos centrales redujeron sustancialmente sus tipos de interés oficiales, de modo que en muchos casos se alcanzaron mínimos históricos (véase gráfico 1.1), elevaron la liquidez del sistema (por ejemplo, recortando los coeficientes de reservas) y lanzaron programas de sostenimiento del crédito. Asimismo, las autoridades macroprudenciales adoptaron algunas medidas, como la liberación de colchones de capital, para apoyar el crédito. No obstante, la principal novedad en cuanto a las respuestas de política económica de estas economías fue el anuncio y la puesta en marcha por parte de los respectivos bancos centrales de programas de compra de títulos de deuda, en la mayoría de los casos por primera vez en su historia<sup>1</sup>. En este recuadro se describen los programas de compras anunciados o adoptados por las principales economías emergentes —con un foco especial en América Latina—, se señalan las principales diferencias de estos programas con los llevados a cabo por las economías desarrolladas y se analiza brevemente su efectividad, junto con los principales riesgos de su adopción.

Las principales características de los programas de compra de activos de las economías de interés se recogen en el cuadro 1. En América Latina, el Banco Central de Chile comenzó a realizar recompras de emisiones propias y de bonos bancarios, y el Congreso chileno aprobó una reforma constitucional y un proyecto de ley que facultan al banco central para comprar títulos de deuda pública en el mercado secundario en situaciones excepcionales y transitorias<sup>2</sup>. En marzo, el banco central de Colombia comenzó a comprar, por primera vez, títulos privados de renta fija, así como títulos de deuda pública, en ambos casos en el mercado secundario, intervención esta última renovada en abril y reforzada con la posibilidad de intervenir en los mercados *forward*. Mientras tanto, los bancos centrales de México y Perú anunciaron operaciones *repo* con títulos de deuda pública a plazos mayores de los que regularmente utilizan en operaciones de mercado abierto, y, en el caso de Perú, su banco central

incluyó a las administradoras de fondos de pensiones entre las entidades que pueden realizar este tipo de operaciones. Finalmente, el Congreso brasileño aprobó en mayo una enmienda constitucional que autoriza al banco central a adquirir títulos de deuda pública y privada en el mercado secundario, tanto nacional como internacional.

Estos programas de compra de activos de los bancos centrales de las economías de América Latina, y de las emergentes en general, se diferencian de los de las economías avanzadas en varios aspectos. En primer lugar, en la magnitud de estos, pues son mucho más reducidos en el primer caso (véase gráfico 1.2), si bien en estos países el propio tamaño de los mercados de deuda limita el universo de posibles adquisiciones. En segundo lugar, el activo de los bancos centrales de las economías emergentes está compuesto en una mayor proporción por activos frente al exterior (reservas internacionales) (véase gráfico 1.3). Ello significa que, en los casos en que estos programas se han llevado a cabo al mismo tiempo que se intervenía en los mercados cambiarios —para frenar la depreciación de las monedas vendiendo reservas—, el tamaño del balance del banco central puede no haber aumentado<sup>3</sup>. Otra diferencia relevante es que en algunos casos se anunciaron o pusieron en marcha las compras de activos financieros antes de que se alcanzaran los niveles de tipos de interés oficiales en los que se iniciaron los programas de expansión en las economías avanzadas (véase gráfico 1.4).

No obstante, la diferencia crucial de estos programas de compra de activos entre los dos conjuntos de economías está relacionada con su objetivo. En el caso de las economías desarrolladas, se trata de una herramienta de política monetaria no convencional utilizada regularmente, sobre todo a raíz de la crisis iniciada en 2008, con el objetivo de relajar las condiciones financieras, reduciendo los tipos de interés de más largo plazo, una vez que el tipo de interés oficial ha alcanzado niveles próximos a su cota inferior. Entre las economías emergentes, solamente Croacia y Polonia han explicitado que este sea su objetivo (véase cuadro 1). Y, salvo en los casos de Indonesia, Guatemala y Ghana, que también han hecho público su objetivo de financiación del déficit público, el resto de los bancos centrales de las economías emergentes —y, en concreto, los de América Latina— han adoptado los

1 Véase D. Hofman y G. Kamber (2020), «Unconventional monetary policy in emerging market and developing economies», Special Series on Covid-19, Fondo Monetario Internacional, para una discusión más general sobre las políticas monetarias no convencionales en las economías emergentes.

2 El ejercicio de esta facultad requiere el voto favorable de cuatro de los cinco consejeros del banco central.

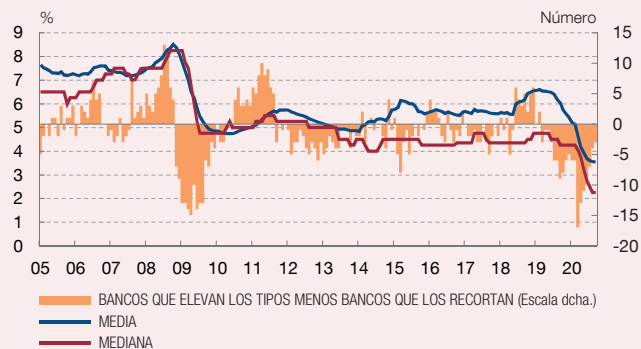
3 En el supuesto de que las ventas de reservas no hayan sido esterilizadas.

## LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA (cont.)

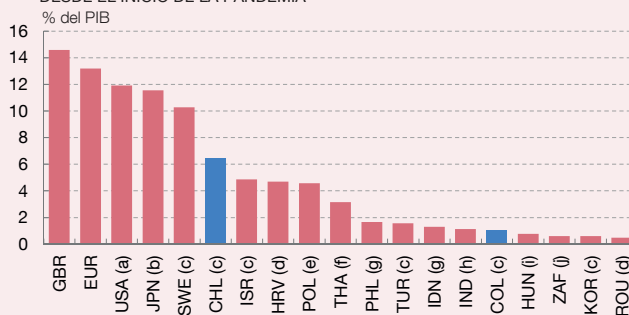
Gráfico 1  
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES, PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS Y REACCIONES DE LOS MERCADOS A LOS ANUNCIOS DE LOS PROGRAMAS

Además de proseguir con las reducciones de tipos oficiales, los bancos centrales de algunas economías emergentes anunciaron programas de compra de activos para afrontar las consecuencias de la pandemia. Estos programas son, por el momento, de tamaño más reducido que los de las economías avanzadas, en un contexto en el que los balances de los bancos centrales tienen una elevada proporción de reservas, y se lanzaron sin agotar el margen de maniobra de la política convencional. La reacción de los mercados financieros fue, en general, favorable.

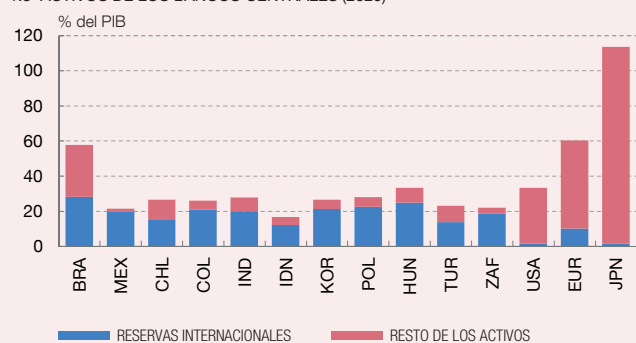
1.1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



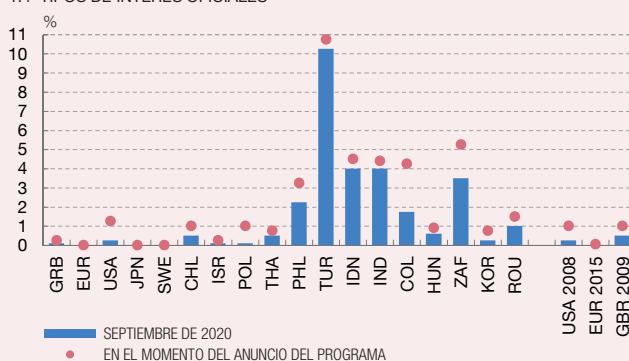
1.2 TAMAÑO DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS FINANCIEROS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA



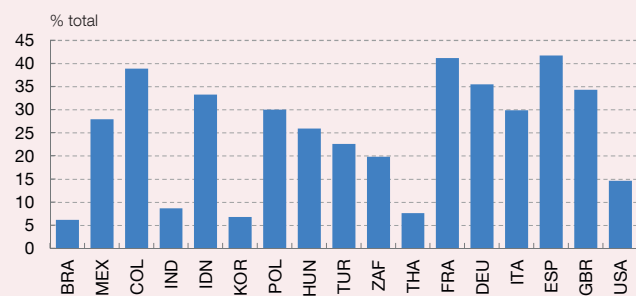
1.3 ACTIVOS DE LOS BANCOS CENTRALES (2020)



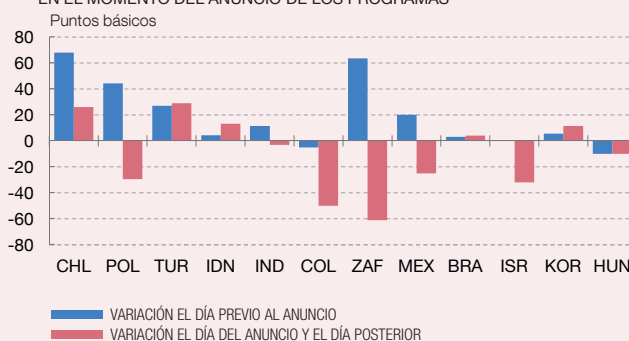
1.4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



1.5 PARTICIPACIÓN DE NO RESIDENTES EN LOS MERCADOS DE DEUDA (k)



1.6 VARIACIÓN DE TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN MONEDA LOCAL EN EL MOMENTO DEL ANUNCIO DE LOS PROGRAMAS



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

- a Compras de bonos de titulización hipotecaria (MBS, por sus siglas en inglés) y bonos del Tesoro desde el 16 de marzo hasta el 20 de agosto de 2020.
- b Suma del incremento de las tenencias de bonos públicos y los 20 billones de yenes anunciados para bonos empresariales.
- c Importes anunciados.
- d Intervenciones hasta el 30 de julio.
- e Compras hasta el 19 de agosto.
- f Aumento de las tenencias de deuda pública en el balance del banco central desde marzo y anuncio del programa de compra de bonos privados.
- g Compras realizadas de deuda pública.
- h Compras de deuda en operaciones de mercado abierto más anuncio de compra de bonos soberanos.
- i Adquisición de deuda pública y MBS hasta el 23 de agosto.
- j Aumento de las tenencias de deuda pública en el balance del banco central.
- k Tenencias de pasivos de deuda por parte de no residentes (*Coordinated Portfolio Investment Survey*, del Fondo Monetario Internacional) entre tamaño de los mercados de deuda (Banco de Pagos Internacionales).



## Recuadro 1

**LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA (cont.)****Cuadro 1**  
PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (a)

País	Anuncio	Objetivo	Tamaño (% del PIB) (b)	Motivación	Activos afectados	Mercado
Croacia	13 de marzo	No especificado	4,7	Mantener la estabilidad en el mercado de deuda pública	Deuda pública	Secundario
Polonia	17 de marzo	No especificado	4,6	Cambiar la estructura de liquidez a largo plazo del sector bancario, asegurar liquidez en el mercado secundario de valores y fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria	Deuda pública	Secundario
Chile	19 de marzo	Cuantificado	6,5	Contener los efectos de eventos generadores de alta volatilidad en el mercado de renta fija	Recompras de sus propias emisiones, deuda bancaria (posteriormente, empresas)	Secundario
Corea	19 de marzo	Cuantificado	0,6	Estabilizar el mercado de bonos y sostener la oferta y la demanda de deuda pública elevando la capacidad de compra de los bancos	Deuda pública (ampliado el 22 de abril a papel comercial y bonos corporativos)	Secundario
Tailandia	19 de marzo	Cuantificado	3,1	Proporcionar liquidez y asegurar el normal funcionamiento de los mercados de deuda	Deuda pública/privada	Secundario
India	20 de marzo	No especificado	1,1	Asegurar que todos los segmentos del mercado tienen suficiente liquidez y permanecen estables, con el volumen de negociación adecuado	Deuda pública	Secundario
Rumanía	20 de marzo	No especificado	0,5	Consolidar la liquidez estructural del sistema bancario para contribuir a la financiación del sector real y del sector público	Deuda pública	Secundario
Colombia	23 de marzo	Cuantificado	1,0	Inyectar liquidez permanente para asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros	Deuda pública, deuda bancaria	Secundario
Israel	23 de marzo	Cuantificado	4,8	Relajar las condiciones de crédito y apoyar la actividad económica	Deuda pública	Secundario
Filipinas	24 de marzo	Cuantificado	1,6	Proporcionar soporte a los participantes del mercado de deuda pública, en caso de que necesiten liquidar sus participaciones, para fomentar la participación en las subastas de estos	Deuda pública	Primario/secundario
Sudáfrica	25 de marzo	No especificado	0,6	Elevar la liquidez de los mercados, promover el funcionamiento de los mercados locales de bonos y mejorar la composición de su balance	Deuda pública	Secundario
Turquía	31 de marzo	Cuantificado	1,6	Reforzar el mecanismo de transmisión de la política monetaria elevando la liquidez del mercado de deuda pública	Deuda pública	Secundario
Indonesia	1 de abril	No especificado	1,3	Ayudar al Gobierno a financiar las acciones contra el impacto del Covid-19 en caso de que el mercado no pueda absorber todas las emisiones de deuda pública	Deuda pública	Primario/secundario
Hungría	7 de abril	No especificado	0,8	Restaurar la estabilidad de la liquidez del mercado de valores gubernamentales y mejorar la oferta de financiación a largo plazo del sector bancario	Deuda pública / MBS bancos	Primario/secundario (deuda pública) Solo primario (MBS)
Guatemala	24 de abril	Cuantificado	Hasta 2,5	El Congreso usó la excepción a la prohibición al Banco de Guatemala de dar crédito al Estado en caso de catástrofe o desastre públicos, prevista en el artículo 133 de la Constitución	Deuda pública	Primario
Ghana	15 de mayo	Cuantificado	1,8	Financiar el aumento del déficit público ante el incremento del coste de financiación en los mercados	Deuda pública	Primario

**FUENTES:** Fondo Monetario Internacional, Instituto de Finanzas Internacionales, bancos centrales nacionales y Banco de Pagos Internacionales.

**a** Además de los países recogidos en el cuadro, el Congreso de Brasil aprobó el 7 de mayo una enmienda constitucional para afrontar un estado de calamidad pública que facultaba al banco central para adquirir deuda pública y privada en los mercados secundarios, nacionales o internacionales. En la República Checa, una enmienda a la ley del banco central amplía los tipos de valores y contrapartes con los que puede participar en los mercados secundarios en caso de condiciones desordenadas del mercado. Por el momento, no han sido utilizadas las nuevas facultades en ninguno de los dos casos. En Malasia, el banco central anunció una ampliación de las operaciones de mercado abierto, incluidas las realizadas con deuda pública. El Banco de México anunció un aumento de la cuantía de las operaciones de mercado abierto que realiza con deuda pública de 100.000 millones de pesos (0,4 % del PIB).

**b** En el caso de los no cuantificados, compras realizadas hasta la fecha (véanse las notas del gráfico 1).

## LOS PROGRAMAS DE COMPRA DE ACTIVOS FINANCIEROS POR PARTE DE LOS BANCOS CENTRALES DE AMÉRICA LATINA (cont.)

programas de compra de activos principalmente para frenar el aumento de la volatilidad de los tipos de interés de más largo plazo, dados los potenciales efectos negativos sobre la estabilidad financiera y el debilitamiento de los canales de transmisión de la política monetaria<sup>4</sup>. Adicionalmente, esta compra se produce mayoritariamente en los mercados secundarios (tan solo los que anunciaron un objetivo explícito de financiación del déficit realizan compras también en el primario). Por otro lado, estas compras de activos pueden tener consecuencias sobre los tipos de cambio. Al realizar compras de títulos de renta fija de plazos más largos, aumenta su precio y se reduce su volatilidad, por lo que disminuyen los incentivos a la salida de no residentes y, por tanto, las presiones depreciatorias sobre la moneda nacional, especialmente en aquellas economías con una significativa participación de no residentes en los mercados de deuda (véase gráfico 1.5).

En cuanto a la efectividad de estos programas en los países emergentes, sus anuncios coincidieron, en general, con una reducción de los rendimientos de los bonos de deuda pública a largo plazo en moneda local (véase gráfico 1.6). Arslan *et al.* (2020)<sup>5</sup> muestran que las compras de bonos por parte de los bancos centrales de las economías emergentes redujeron significativamente, de media, los rendimientos de esos bonos para un conjunto de países y que, sin embargo, el efecto sobre los tipos de cambio fue mucho más limitado. Mientras tanto, Hartley y Rebucci (2020)<sup>6</sup> señalan que el efecto sobre los tipos de interés a largo plazo en moneda local es de mayor magnitud en el caso de los programas anunciados por las economías emergentes que en el de las avanzadas. En todo caso, el grueso de las compras se produjo en los meses de marzo y abril, antes de la recuperación de los mercados financieros a partir de mayo.

El principal riesgo de llevar a cabo programas de compra de activos en economías emergentes es la posibilidad de que se produzca un aumento de la inflación y de las expectativas de inflación, que resultaría especialmente preocupante en América Latina, dados los episodios pasados de elevada inflación e hiperinflación derivados de la financiación monetaria del déficit público<sup>7</sup>. Por ahora, no obstante, el Covid-19 ha tenido efectos netos desinflacionarios, principalmente por la apertura de amplias brechas de producción negativas. En México y en Brasil, las expectativas de inflación a medio plazo se mantuvieron en torno a los niveles previos al anuncio en todos los plazos (caídas de 0,1 puntos porcentuales para 2023 y 2024 en el caso de Brasil); en Colombia disminuyeron en cerca de medio punto porcentual, y en Chile se mantuvieron ancladas en el 3 %, que es el objetivo de inflación de su banco central.

Otro riesgo potencialmente relevante de estos programas podría aparecer si los agentes perciben que el banco central ha pasado a ser un actor principal en estos mercados, lo que podría limitar el desarrollo adecuado de estos y de los mercados de derivados y producir una asignación subóptima de los recursos financieros. Para evitar la materialización de este riesgo, podrían ser adecuadas actuaciones de comunicación que incidieran en el carácter temporal de los programas de compra de activos, limitando su contingencia a las actuales circunstancias excepcionales, en línea con la práctica de algunos bancos centrales de las economías avanzadas. En este sentido se manifiesta el proyecto de ley aprobado en agosto en el Congreso chileno, que faculta al banco central de ese país para comprar títulos de deuda en el mercado secundario<sup>8</sup>.

4 En el informe de la Junta Directiva del Banco de la República de Colombia al Congreso de la República de julio de 2020 se señala lo siguiente: «[...] Compras de títulos públicos y privados. Con esto se buscó estabilizar mercados claves para la transmisión de la política monetaria y proveer liquidez amplia y estable que contribuyese a preservar el sistema de pagos y la oferta de crédito.» Las actas de la reunión de política monetaria del Banco Central de Chile celebrada en junio de 2020 comenta: «[...] El programa de activos financieros permitiría, en principio, reducir ciertas primas por riesgo en los mercados de capitales, facilitar el rebalanceo de portafolio hacia activos más riesgosos, y proveer directamente liquidez a instituciones no bancarias, que eran importantes movilizados de ahorro privado [...]»

5 Y. Arslan, M. Drehmann y B. Hofmann (2020), «Central bank bond purchases in emerging market economies», *BIS Bulletin*, n.º 20 (junio).

6 J. S. Hartley y A. Rebucci (2020), *An Event Study of COVID-19 Central Bank Quantitative Easing in advanced and emerging economies*, NBER Working Paper, n.º 27339 (junio).

7 Igualmente, la continuidad de estos programas en el tiempo podría llegar a limitar la independencia de los bancos centrales en estos países.

8 De acuerdo con ese proyecto de ley, una vez superadas esas circunstancias extraordinarias, los títulos serán vendidos por el banco central en el mercado secundario en la oportunidad, los términos y las condiciones que determine su Consejo.

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

A partir de comienzos de los años noventa, la internacionalización de la banca española se orientó tanto hacia economías avanzadas —principalmente, el Reino Unido y Estados Unidos— como hacia países emergentes, entre los que destacan los de Latinoamérica inicialmente y Turquía con posterioridad. Con ello, en 2019 las exposiciones de los bancos españoles a Latinoamérica —definidas como crédito y otros activos sobre hogares y empresas no financieras del respectivo país, excluidas entidades públicas e instituciones financieras— representaban casi una quinta parte de las exposiciones totales del sistema, cerca del 30 % de las exposiciones fuera de España, hasta un tercio del total si se ponderan por riesgo y aproximadamente el 40 % si se consideran las que están en situación de dudoso cobro (véase gráfico 1). Atendiendo a estas exposiciones, y siguiendo las recomendaciones de la Junta Europea de

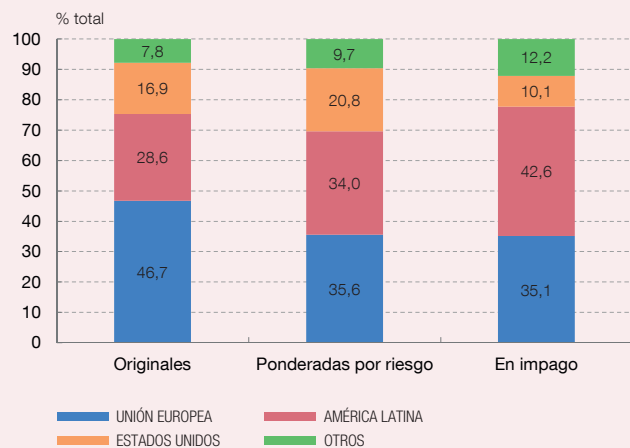
Riesgo Sistémico (JERS), en 2020 el Banco de España identificó cinco países latinoamericanos (Brasil, México, Chile, Perú y Colombia) como «materiales»<sup>1</sup>, esto es, aquellos que pueden representar un mayor riesgo por la proporción de las exposiciones internacionales del sistema bancario español<sup>2</sup>. En este recuadro se analiza brevemente la evolución reciente de los principales indicadores de los sistemas financieros de los mencionados países.

Los cinco países latinoamericanos más relevantes para el sistema bancario español se sitúan entre los más afectados por la pandemia de Covid-19 en el mundo, los que han registrado una mayor contracción de la actividad y aquellos en los que las perspectivas de crecimiento para 2021 son, en general, relativamente poco favorables. Todo ello incide sobre los indicadores del sector bancario.

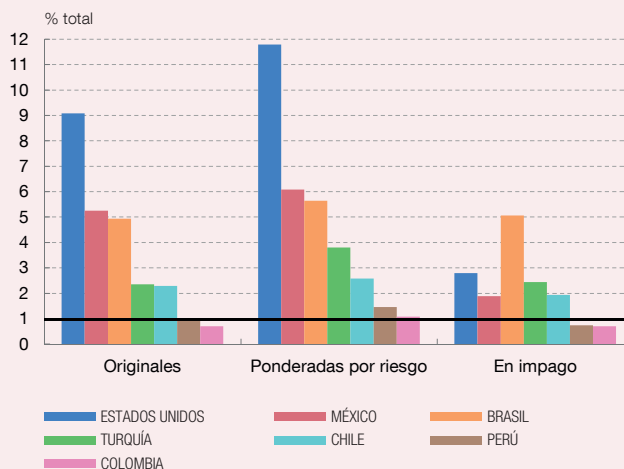
Gráfico 1  
EXPOSICIONES DE LA BANCA ESPAÑOLA AL EXTERIOR Y A LOS PAÍSES MATERIALES

América Latina abarca cerca de un 30 % de la exposición de la banca española al exterior, especialmente México y Brasil, porcentajes que aumentan cuando se ponderan los activos por riesgo o se consideran las exposiciones en situación de impago.

1 EXPOSICIONES DE LA BANCA ESPAÑOLA AL EXTERIOR (2019) (a)



2 EXPOSICIONES DE LA BANCA ESPAÑOLA A LOS PAÍSES MATERIALES (2019) (b)



FUENTE: Banco de España.

a Crédito y activos de empresas y hogares de cada país o región en manos de la banca española, excluidas empresas financieras y entidades públicas.  
b La línea continua es el umbral para definir materialidad (1 % de las exposiciones de cualquiera de los tipos).

1 En su Decisión JERS/2015/3, la JERS estipula que un país de fuera de la Unión Europea (UE) es identificado como material si las exposiciones del sistema bancario de un país miembro superan el 1 % del total de las exposiciones en al menos una de las siguientes tres categorías: i) exposiciones originales; ii) exposiciones ponderadas por riesgo, y iii) exposiciones en impago. En particular, se requiere que este umbral se supere en cada uno de los dos últimos trimestres del año anterior y en el promedio de los últimos ocho trimestres de la fecha de referencia definida como diciembre del año inmediatamente anterior al ejercicio de identificación.

2 El resto de los países materiales son Estados Unidos y Turquía, más el Reino Unido cuando deje de pertenecer a la UE.

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SISTEMAS BANCARIOS DE AMÉRICA LATINA MÁS RELEVANTES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)

Al igual que en el resto de las principales economías, todos estos países han puesto en marcha medidas de política económica de amplio espectro para hacer frente a las consecuencias de la pandemia<sup>3</sup>. Las actuaciones en materia de política fiscal y monetaria buscan apoyar la actividad y el empleo, lo que tendría efectos beneficiosos sobre el sector bancario; como también las intervenciones en los mercados cambiarios y los programas de política monetaria de compra de activos, que, al reducir la volatilidad de los tipos de interés y los tipos de cambio, afectan a la rentabilidad del sistema financiero. Asimismo, un conjunto de medidas se han orientado más directamente a apoyar al sistema bancario, como es el caso de los programas de sostenimiento del crédito, las moratorias en los pagos de los acreedores más vulnerables, las garantías y avales del Estado, así como las medidas de política macroprudencial y supervisora (véase cuadro 1)<sup>4</sup>. Aunque con algunas diferencias, en el ámbito bancario las políticas han sido similares en todos los países y persiguen un triple objetivo: promover el mantenimiento del flujo de crédito; proveer de liquidez al sistema y mitigar el impacto adverso de la crisis en el capital de las entidades financieras.

En este contexto, el crédito mantuvo la tendencia alcista que se venía observando antes de la pandemia, e incluso se ha incrementado el ritmo de crecimiento en la mayoría de los países en los primeros meses del año (véase gráfico 2.1). Esta expansión crediticia se produjo

fundamentalmente por el crédito a empresas debido, en un primer momento, a la disposición de las líneas de crédito ya concedidas y, posteriormente, a los programas de apoyo público establecidos. Por otro lado, el crédito a los hogares se ralentizó por la disminución del consumo privado, en especial el de plazos más cortos y el de mayor riesgo, como las tarjetas de crédito en Brasil. En México, donde no se han aprobado programas de sostenimiento del crédito, el ritmo de variación del crédito se desaceleró, sobre todo por la contracción del crédito a hogares, y aumentó la proporción del concedido en dólares. En Chile, Perú y Colombia se observaron las mismas tendencias, esto es, un aumento del crédito derivado de los préstamos a empresas, incluidas las pequeñas y medianas empresas (pymes), apoyado por los programas de garantías estatales. Finalmente, también cobró relevancia la actuación de la banca pública en Brasil —con una cuota de mercado superior al 45 %—, con una notable aceleración de la financiación otorgada durante el primer semestre de 2020, que quebró la tendencia a la contracción registrada a lo largo de 2019. En paralelo, se registró un fuerte incremento de los depósitos en el sector bancario, con lo cual las ratios préstamos/depósitos se mantuvieron estables o disminuyeron, salvo en el caso de Brasil, donde los depósitos crecieron a menor ritmo que el crédito (véase gráfico 2.2).

A pesar de la desfavorable situación económica, la ratio de activos dudosos no experimentó incrementos

Cuadro 1  
MEDIDAS ADOPTADAS PARA AFRONTAR LAS CONSECUENCIAS DE LA PANDEMIA SOBRE EL SECTOR BANCARIO

País	Aplazamiento de pagos	Reestructuración de préstamos	Garantías estatales	Programas de concesión de créditos	Reducción de los requisitos de liquidez o reservas	Cambio de las normas de reclasificación de préstamos	Medidas macroprudenciales	Medidas supervisoras
México	X	X			X		X	X
Brasil	X	X	X	X	X	X	X	X
Chile	X	X	X	X	X		X	X
Colombia		X	X		X		X	X
Perú		X	X		X	X	X	X

**FUENTES:** Center for Global Development y Banco Interamericano de Desarrollo (2020), *Sound Banks for Healthy Economies*, y Fondo Monetario Internacional (2020), *Policy responses to COVID-19*, <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>.

3 El detalle de las principales medidas adoptadas por los Gobiernos y bancos centrales de estos países puede consultarse en Banco de España (2020), «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, en el texto principal del presente Informe y en el sitio web del Fondo Monetario Internacional (<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>).

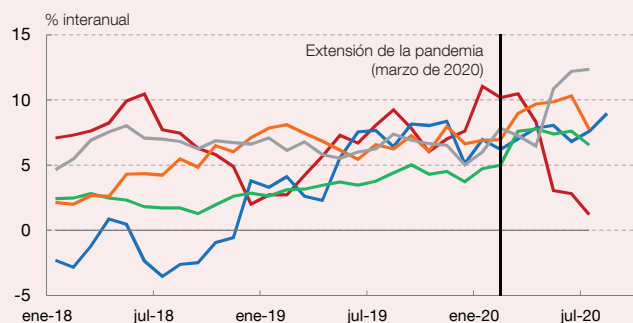
4 Para mayor detalle sobre las medidas, véase el Informe del Grupo de Trabajo del CGD-BID (2020), *Sound Banks for Healthy Economies*.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SISTEMAS BANCARIOS DE AMÉRICA LATINA MÁS RELEVANTES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)**

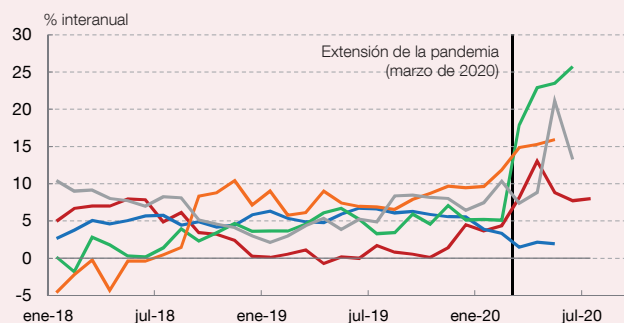
**Gráfico 2**  
PRINCIPALES INDICADORES DEL SECTOR BANCARIO

El crecimiento del crédito mantuvo el ritmo de avance previo a la pandemia o se aceleró, apoyado en los programas públicos puestos en marcha para garantizar el acceso al crédito, sobre todo a las empresas. Igualmente, los programas de moratoria han evitado, por el momento, un repunte de las tasas de morosidad. Los niveles de capital se han mantenido por encima del mínimo regulatorio. La rentabilidad disminuyó significativamente. Como riesgos de cara al futuro se plantean los recortes de las calificaciones crediticias de las empresas de estos países y la fragilidad financiera que los caracteriza.

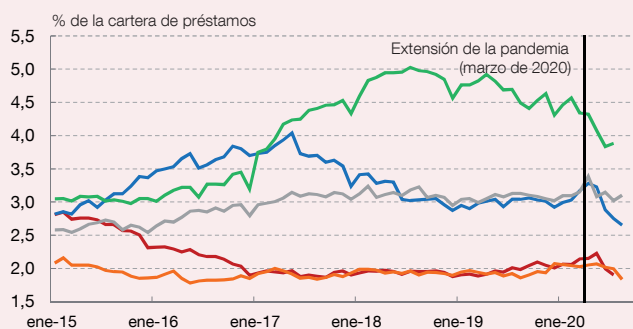
**1 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (a)**



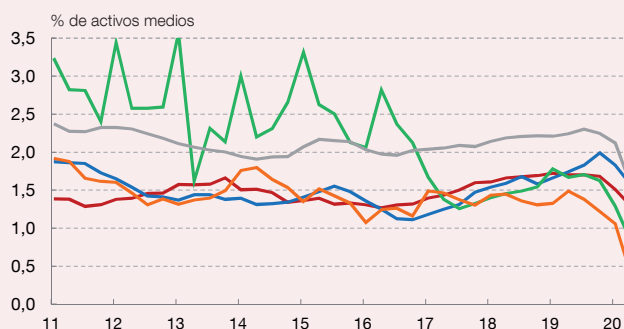
**2 DEPÓSITOS (a)**



**3 PRÉSTAMOS DE DUDOSO COBRO**

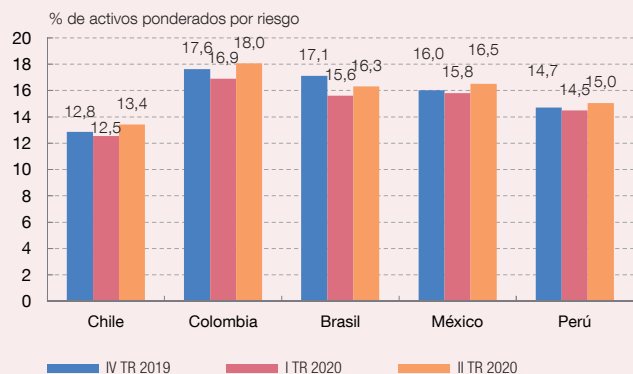


**4 RENTABILIDAD (b)**

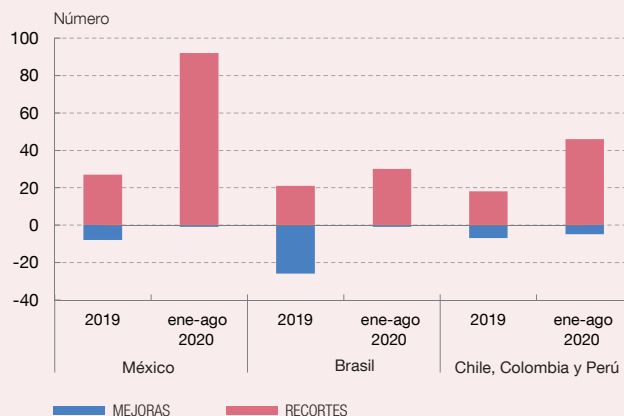


MÉXICO BRASIL COLOMBIA CHILE PERÚ

**5 CAPITAL REGULATORIO**



**6 CALIFICACIONES DE EMPRESAS: EMERGENTES**



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

a En términos reales.  
b Rendimiento sobre los activos medios (ROA).

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SISTEMAS BANCARIOS DE AMÉRICA LATINA MÁS RELEVANTES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)**

reseñables (véase gráfico 2.3), e incluso se observan ligeras caídas en la mayoría de los países<sup>5</sup>, gracias en parte al aumento de la actividad crediticia y también porque, para parte de los préstamos concedidos en el período de la crisis sanitaria, aún no habría transcurrido el período de 90 días desde que se produce el primer impago hasta que un crédito es reconocido como dudoso. Adicionalmente, con carácter general, como se puede ver en el cuadro 1, todos los países examinados pusieron en marcha programas públicos de moratorias para los acreedores, con la excepción de Brasil, donde cada entidad aplica medidas discrecionales amparadas en la flexibilidad otorgada temporalmente por el banco central para clasificar los préstamos como dudosos. Los vencimientos de dichos aplazamientos se concentran, en general, a lo largo del segundo semestre de 2020, por lo que, a partir del último trimestre de este año y el comienzo de 2021, se observaría, eventualmente, el deterioro de la calidad crediticia, lo que conllevaría un aumento de las provisiones por mora y reestructuraciones, que podría verse moderado por el uso de los programas de garantías estatales. En Colombia, la morosidad es más elevada que en el resto de la región, pero ha disminuido hasta cerca del 3,8 % de la cartera tras superar el 4 % a comienzos de año (véase gráfico 2.3).

La rentabilidad de los distintos sistemas bancarios comenzó a verse afectada en el primer semestre de 2020 (véase gráfico 2.4). Con carácter general, la cuenta de resultados de las entidades reflejó los primeros impactos de la pandemia, fundamentalmente a través de unos menores ingresos por la reducción de los tipos de interés oficiales llevada a cabo por la mayoría de los bancos centrales, que han alcanzado mínimos históricos en la mayoría de los casos, por unas menores comisiones derivadas de la reducción de la actividad comercial y, sobre todo, por unas mayores dotaciones de provisiones realizadas por las entidades para hacer frente al nuevo escenario macroeconómico. En Chile, Colombia y Perú, la rentabilidad, medida como el rendimiento medio de los activos, ha caído hasta niveles mínimos históricos, mientras que en Brasil y México la caída de la rentabilidad ha sido menor y se ha mantenido durante el primer semestre del año en niveles relativamente elevados.

Con respecto a la liquidez, en la mayoría de los países el sistema bancario mantiene una situación holgada, con

ratios por encima de los mínimos regulatorios (e incluso superiores a los del inicio de la crisis y a los registrados en 2008), gracias a los programas de inyección de liquidez de los bancos centrales, que permitieron que las entidades hicieran acopio de fondos en previsión de posibles necesidades futuras, que, por el momento, no se han materializado. Como excepción, hay que destacar que en México algunos bancos pequeños focalizados en el negocio minorista experimentaron ciertas tensiones de liquidez durante marzo y abril, pero ya han sido superadas.

Por último, en cuanto a la solvencia de las entidades bancarias, no se aprecian impactos relevantes en los ratios de capital, que continúan relativamente estables y por encima de los mínimos regulatorios en todos los países (véase gráfico 2.5). Esto se debe a la aplicación de varias disposiciones adoptadas por las autoridades; destaca, en particular, la recomendación generalizada de no repartir dividendos (véase cuadro 1). Adicionalmente, al igual que en la UE, también se han tomado otra serie de medidas enfocadas a minimizar los impactos provenientes de los mercados financieros y reducir los requerimientos de capital de forma transitoria, y a liberar parte de este para la concesión de crédito.

En definitiva, a pesar de los efectos adversos de la pandemia de Covid-19 sobre la actividad, superiores a los del resto de las economías emergentes, los principales indicadores de los sistemas bancarios latinoamericanos más relevantes para la banca española no se han deteriorado significativamente por el momento, en gran parte por la rápida adopción de medidas de apoyo por parte de las autoridades de dichos países. No obstante, las perspectivas no están exentas de riesgos, por la posible evolución aún más desfavorable de la pandemia, su incidencia macroeconómica, una de las más acusadas del mundo, y el probable deterioro crediticio asociado, como anticiparían los importantes recortes de las calificaciones de riesgo en el sector corporativo de estos países (véase gráfico 2.6). Estos elementos se ven acentuados, además, por la mayor vulnerabilidad macrofinanciera de estas economías, reflejada, entre otras, en una posición neta frente al exterior desfavorable —salvo en el caso de México—, lo que, dependiendo de la composición del activo por divisas, podría dar lugar a pérdidas en el caso de turbulencias cambiarias. Por último, algunas de las

5 La única excepción serían los aumentos de los impagos en tarjetas de crédito en Brasil.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SISTEMAS BANCARIOS DE AMÉRICA LATINA MÁS RELEVANTES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)**

actuaciones de las autoridades conllevarían también ciertos riesgos que deben ser tenidos en cuenta, como la posible segmentación de los mercados por la actuación de la banca

pública<sup>6</sup>, o la asunción de importantes costes fiscales por parte del sector público en caso de que se ejecuten las garantías de los programas de apoyo al crédito.

---

6 En el caso de que esta copara una parte relevante del mercado y otorgara créditos a tipos de interés por debajo de los de mercado, como ocurriría en Brasil.

**SUPUESTOS TÉCNICOS PARA LA ELABORACIÓN DEL ESCENARIO BASE Y LOS ESCENARIOS DE RIESGO SOBRE LA EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE BRASIL Y MÉXICO EN 2020-2021**

Las perspectivas económicas de América Latina a corto y a medio plazo, al igual que en la mayoría de los países y las regiones, se encuentran muy condicionadas por la evolución epidemiológica futura. La elevada incertidumbre sobre esta aconseja tratar las proyecciones disponibles con especial cautela y formular escenarios alternativos, hipotéticos, que permitan ilustrar el eventual impacto de los principales factores de riesgo identificados sobre el perfil de la recuperación, que espera el consenso de los analistas. En este recuadro se describe, en primer lugar, un escenario de referencia para la evolución de la economía en el tramo final de 2020 y en 2021. A partir de este, en segundo lugar, se construyen tres escenarios alternativos, que inciden en la incertidumbre en torno a la duración de la pandemia, la eventual materialización de un episodio de tensiones en los mercados financieros, así como la aparición de posibles efectos permanentes a la baja sobre el crecimiento a largo plazo. Los ejercicios se realizan para las economías de Brasil y México, las dos de mayor tamaño y donde el sistema bancario español tiene las mayores exposiciones en la región.

El escenario de referencia parte de la información coyuntural disponible a corto plazo, referida, fundamentalmente, a los indicadores financieros y la actividad económica hasta el mes de agosto. Se asume, asimismo, que la mejoría observada en los indicadores de movilidad entre el pico de la pandemia y el mes de septiembre se prolongará en el tiempo, en consonancia con el progresivo levantamiento de las restricciones a la movilidad y de las limitaciones al normal desempeño de la actividad económica, de manera que se contempla que la dinámica de la enfermedad, incluida la aparición de nuevos brotes, requerirá solamente de medidas de contención de ámbito acotado, que causarían alteraciones adicionales relativamente limitadas de la economía. Las proyecciones se condicionan a una serie de supuestos técnicos, detallados en el cuadro 1<sup>1</sup>, en particular los relativos a la evolución futura de la demanda externa de las economías de Brasil y México, así como a las sendas de los precios del petróleo, de la volatilidad de

los mercados financieros, de los tipos de interés, de los tipos de cambio o de los diferenciales soberanos de deuda pública<sup>2</sup>.

El resultado de este ejercicio, para el crecimiento del PIB real de Brasil y México, se muestra en el gráfico 1. En el escenario de referencia se proyecta para Brasil una caída del producto del 6 % en 2020, similar a lo esperado por el consenso de los analistas, seguida de una recuperación del 4,5 % en 2021. En el caso de México, la economía se contraería algo más del 10,3 % en 2020, para remontar un 3,6 % en 2021. La pérdida de PIB acumulada en 2020-2021 por causa de la crisis y la lenta recuperación posterior sería del 1,8 % y el 7,1 %, respectivamente, en Brasil y México. En el año corriente, la mayor caída de la economía mexicana se encuentra vinculada a las medidas de cuarentena más restrictivas impuestas en este país en la primera mitad del año, frente a la aproximación más laxa de Brasil. Además, en este año y en el próximo la recuperación algo más vigorosa de este último país se explica, en parte, por sus mejores perspectivas de demanda externa, dados sus mayores vínculos comerciales con China, país que se espera que se recupere con más vigor que el resto de las principales economías, frente a México, más conectado con Estados Unidos. A medio plazo, en este escenario Brasil recuperaría a finales de 2022 el nivel del PIB anterior a la pandemia, mientras que en esa fecha México todavía se encontraría por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2019.

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

En un primer escenario alternativo, se supone que se produce un nuevo brote de Covid-19 en el cuarto trimestre de 2020, de intensidad similar al registrado en el segundo trimestre de 2020, que induce la adopción de medidas de contención como las aprobadas en primavera, con efectos similares sobre la movilidad de los agentes

1 Se utilizan principalmente los supuestos técnicos del ejercicio de proyecciones macroeconómicas de septiembre del Banco Central Europeo (*ECB staff macroeconomic projections for the euro area*).

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



**SUPUESTOS TÉCNICOS PARA LA ELABORACIÓN DEL ESCENARIO BASE Y LOS ESCENARIOS DE RIESGO SOBRE LA EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE BRASIL Y MÉXICO EN 2020-2021 (cont.)**

económicos. Tras esta situación, al igual que en el escenario base, se asume una recuperación sanitaria gradual, que, no obstante, en este caso se produce a partir del primer trimestre de 2021. Se consideran dos situaciones: una en la que el nuevo brote ocurre solo en Brasil y México, y otra en la que se asume que este presenta un carácter global, esto es, que se produce en estos países y, además, en el resto de las áreas económicas, con la excepción de China, dada la situación epidemiológica positiva de partida de este país en la actualidad. En el caso de que la segunda ola mantenga un carácter netamente nacional, en 2020-2021 se registraría una pérdida de PIB acumulada con respecto al escenario base de 2,2 puntos porcentuales (pp) en Brasil

y de 1,7 pp en México, mientras que un nuevo brote global y sincronizado aumentaría estas cifras hasta 5 pp y 5,9 pp, respectivamente. Al igual que en el escenario central, la menor pérdida relativa de producto de Brasil se encuentra relacionada con sus mayores vínculos comerciales con China, país que, como se ha indicado anteriormente, se asume que no se encuentra expuesto a una segunda ola de la pandemia y que, por tanto, no sufriría los costes económicos de esta y las medidas de contención asociadas.

En un segundo escenario alternativo se simula un episodio de aumento transitorio de las tensiones financieras, derivado de un repunte de la incertidumbre económica,

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

El escenario central descansa sobre una serie de supuestos técnicos a partir de la información coyuntural disponible a corto plazo. Asimismo, las previsiones se condicionan a los supuestos técnicos aquí detallados. Los escenarios alternativos se basan en la modificación de uno o varios de los supuestos que se han asumido en el escenario base.

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2019	Proyecciones de septiembre de 2020 (b)	
		2020	2021
<b>Entorno internacional</b>			
Demanda externa de Brasil (c)	0,6	-11,7	5,2
Demanda externa de México (c)	1,1	-14,7	5,6
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel) (d)	4,2	3,8	3,9
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>			
Volatilidad de los mercados financieros globales (VIX) (nivel) (d)	2,7	3,3	3,1
Tipo de interés oficial de EEUU (nivel) (e)	2,3	0,5	0,2
Tipo de interés oficial de Brasil (nivel) (e)	6,0	2,7	2,2
Tipo de interés oficial de México (nivel) (e)	8,0	5,3	4,2
Tipo de cambio real brasileño / dólar	8,0	30,2	4,2
Tipo de cambio peso mexicano / dólar	0,1	14,3	1,6
Diferencial soberano de deuda pública en dólares entre Brasil y EEUU (EMBI) (nivel) (f)	235,5	324,2	319,0
Diferencial soberano de deuda pública en dólares entre México y EEUU (EMBI) (nivel) (f)	318,3	479,4	470,0

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

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 18 de agosto de 2020. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b** Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, tomados de las previsiones de septiembre del Banco Central Europeo o, en su defecto, elaborados siguiendo la metodología utilizada para los ejercicios de previsión conjunta del Eurosistema. Los supuestos de variables de materias primas o de carácter financiero se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.
- c** La demanda externa está aproximada a partir de una medida sintética que incluye los principales socios comerciales de cada país.
- d** Estas variables están expresadas en términos logarítmicos.
- e** Estas variables están expresadas en términos porcentuales.
- f** Estas variables están expresadas en términos de puntos básicos.

**SUPUESTOS TÉCNICOS PARA LA ELABORACIÓN DEL ESCENARIO BASE Y LOS ESCENARIOS DE RIESGO SOBRE LA EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE BRASIL Y MÉXICO EN 2020-2021 (cont.)**

en el que se asume que la volatilidad en los mercados y el diferencial de rentabilidad soberana del último trimestre del año se elevan a los niveles registrados en el segundo trimestre de 2020. Adicionalmente, se les suma una desviación estándar a estos niveles para poder representar el mayor endurecimiento de las tensiones financieras. Se supone que a partir del primer trimestre de 2021 la tendencia de estas variables financieras revierte gradualmente a la senda de los supuestos técnicos que definen el escenario base, que se describen en el cuadro 1.

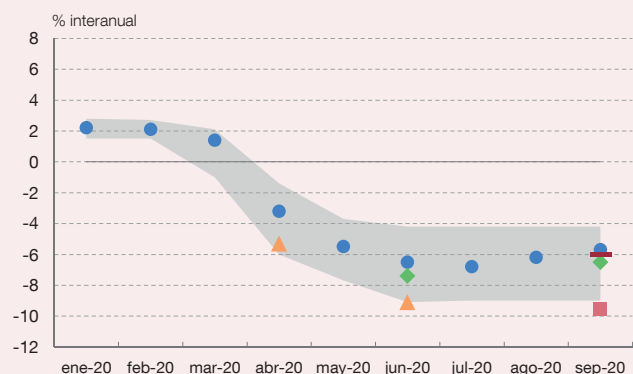
En este caso, en los años 2020-2021 se registraría una pérdida de PIB acumulada con respecto al escenario base de 1,7 pp y 1,4 pp, respectivamente, en Brasil y México. La menor pérdida relativa de producto de México con respecto a Brasil se debe a la menor sensibilidad histórica de su economía a las variaciones en las condiciones financieras.

Finalmente, en el tercer escenario alternativo se asume que la pandemia induce efectos permanentes a la baja

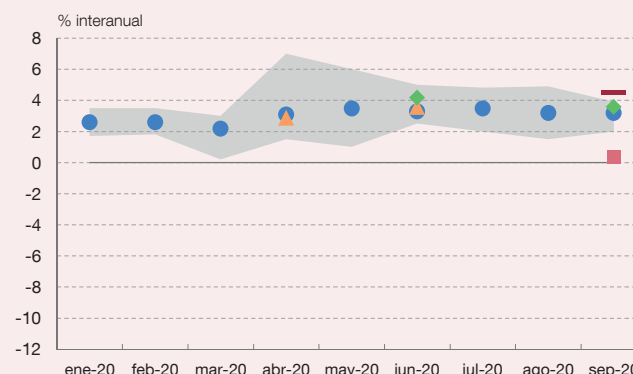
Gráfico 1  
PREVISIONES DE CRECIMIENTO

Nuestro escenario central proyecta para Brasil una caída del PIB del 6 % en 2020, seguida de una recuperación del 4,5 % en 2021, y, para México, una caída del 10,3 %, seguida de una recuperación del 3,6 %. Estas proyecciones son cercanas a las previsiones más recientes de organismos internacionales y de analistas privados. El efecto combinado de los tres escenarios negativos considerados en este recuadro llevará a tasas de crecimiento significativamente menores que las esperadas en 2020 y 2021.

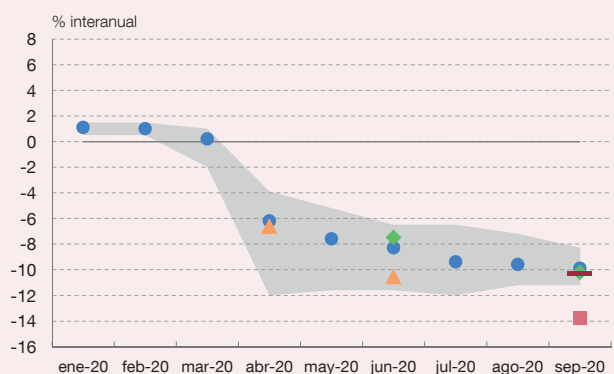
1 BRASIL. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2020 (a)



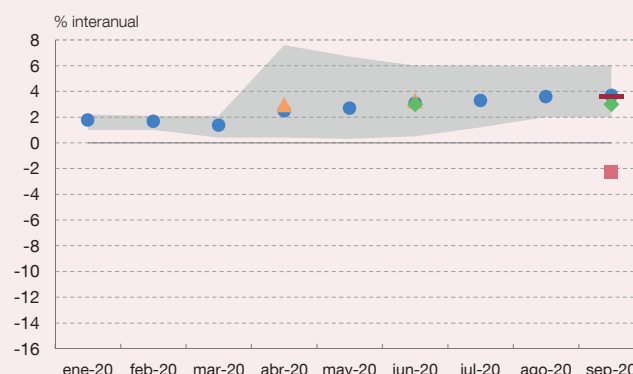
2 BRASIL. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2021 (a)



3 MÉXICO. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2020 (a)



4 MÉXICO. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2021 (a)



● CONSENSUS FORECAST    ▲ FMI    ◆ OCDE    - BANCO DE ESPAÑA (ESCENARIO CENTRAL)    ■ BANCO DE ESPAÑA (TODOS LOS ESCENARIOS COMBINADOS)

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

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

**SUPUESTOS TÉCNICOS PARA LA ELABORACIÓN DEL ESCENARIO BASE Y LOS ESCENARIOS DE RIESGO SOBRE LA EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE BRASIL Y MÉXICO EN 2020-2021 (cont.)**

sobre el crecimiento a largo plazo<sup>3</sup>, derivados, entre otros factores, de la destrucción del tejido económico, las menores tasas de inversión o la desaparición de sectores con tasas de crecimiento de la productividad mayores que la media. Para aproximar los órdenes de magnitud que podría tener esta situación, se ha utilizado evidencia del Banco Mundial sobre el impacto a largo plazo que se estima que han tenido las recesiones pasadas sobre el producto potencial en dichos episodios históricos en los países emergentes<sup>4</sup>. En esta situación, el crecimiento medio de Brasil sería inferior al del escenario central en 0,7 pp y 1,2 pp, respectivamente, en 2021 y 2022, mientras que el de México se situaría 1,4 pp y 1,2 pp, respectivamente, por debajo de la proyección de referencia en dichos años.

Las simulaciones presentadas ilustran que el impacto derivado de la eventual materialización de estos escenarios de riesgo sería significativo en las dos economías consideradas. En este contexto, no obstante, no pueden descartarse escenarios más adversos, en los

que, por ejemplo, varias de las perturbaciones descritas se produjeran a la vez. En concreto, de plasmarse los tres escenarios alternativos simultáneamente, el producto de Brasil y México podría llegar a contraerse en 2020 un 9,5 % y un 13,7 %, respectivamente, frente a las caídas del 6 % y el 10,3 % del escenario base (véase gráfico 1). En términos acumulados, las pérdidas de producto adicionales causadas por esta circunstancia en 2020-2021 ascenderían a 7,4 pp y 8,5 pp, respectivamente, para Brasil y México, en relación con el escenario base.

En cualquier caso, no se pueden descartar eventos en la dirección opuesta a la considerada en los anteriores escenarios. Por ejemplo, si llegara a producirse un avance efectivo en una solución médica de la pandemia, con capacidad de contención de esta a escala global, podrían llegar a materializarse escenarios de recuperación más vigorosos. Asimismo, los escenarios contemplados en este recuadro no asumen una eventual respuesta de la política económica, que, de producirse, podría mitigar los impactos de las perturbaciones consideradas en este análisis.

3 Véase recuadro 3 del ejercicio de proyecciones macroeconómicas de septiembre del Banco Central Europeo (*ECB staff macroeconomic projections for the euro area*), donde se considera un escenario severo en el que la pandemia tiene efectos negativos sobre la actividad económica durante todo el horizonte de proyección.

4 Véase Banco Mundial (2020), *Global Economic Prospects*, junio, capítulo 3.

## LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA

En el mes de septiembre, Argentina concluyó con éxito la reestructuración de una parte de su deuda pública en moneda extranjera. Los bonos que fueron reestructurados suman 108.000 millones de dólares y representan aproximadamente un tercio de la deuda pública total de Argentina. De la deuda reestructurada, casi dos tercios corresponden a bonos emitidos en dólares, euros y francos suizos en los mercados internacionales (20,6 % del total de la deuda pública y 15,8 % del PIB), y el tercio restante, a bonos emitidos en dólares en el mercado local (12,4 % de la deuda pública y 9,5 % del PIB) (véase la estructura de la deuda en los gráficos 1 y 3).

El principal objetivo de la reestructuración a corto plazo fue retrasar los vencimientos de capital e intereses de la deuda en moneda extranjera. La reestructuración de la deuda modificó el perfil de los vencimientos: redujo significativamente los pagos en el período 2020-2024 y los concentró en el período 2025-2035 (véase el perfil de los vencimientos en el gráfico 2). Esta postergación de los pagos lleva a un cálculo de reducción (*hair-cut*) de la deuda del 45 % en valor presente<sup>1</sup>.

A pesar de posponer los pagos, la reestructuración de la deuda no genera en la práctica espacio fiscal adicional a corto plazo. De hecho, el Gobierno argentino no está atendiendo regularmente los pagos de su deuda desde que en abril de este año lanzara formalmente el proceso de reestructuración de su deuda externa, aduciendo su incapacidad de atender los pagos a corto plazo, y hasta 2023, según su propuesta inicial. La alternativa más probable frente a una reestructuración exitosa era un impago de la deuda, lo que también hubiera implicado la eliminación de los pagos de deuda a corto plazo. A medio plazo, la reestructuración podría facilitar el acceso a los mercados internacionales, al evitar litigios en los tribunales

internacionales. Por el momento, sin embargo, Argentina sigue teniendo un alto riesgo soberano, lo que puede limitar su acceso a los mercados internacionales a corto plazo. Además, el déficit público tiene un alto componente primario (se estima en el 6,5 % del PIB para este año). Y la propuesta de presupuesto nacional para 2021 presentada por el Poder Ejecutivo, pero que todavía no cuenta con sanción parlamentaria, contempla para el año próximo un déficit primario del 4,5 % del PIB, del cual dos terceras partes serían financiadas con emisión monetaria.

Las autoridades argentinas y el Fondo Monetario Internacional (FMI) tienen planeado negociar un nuevo acuerdo. Debido a las altas cantidades ya desembolsadas por el FMI en el acuerdo anterior<sup>2</sup>, existe una elevada incertidumbre sobre si se producirán nuevos desembolsos por parte del FMI, por lo que es difícil anticipar si el nuevo acuerdo podrá ayudar a financiar necesidades de endeudamiento. Sin embargo, cabe esperar que, en el marco del nuevo acuerdo, el Gobierno argentino presente un plan económico que modifique la forma en que está abordando el problema del déficit fiscal y la elevada inflación (véase gráfico 4). Hasta ahora ha intentado contener la inflación con herramientas heterodoxas, como la congelación de determinados precios y un tipo de cambio oficial sobrevalorado. La pérdida continua de reservas internacionales (véase gráfico 6)<sup>3</sup> ha llevado a la imposición y a un reciente endurecimiento de restricciones cambiarias, así como a una creciente brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo (véase gráfico 5). Un acuerdo con el FMI podría introducir un tono más ortodoxo a la política económica y llevar a un intento de reducir la inflación por medio de la reducción del déficit fiscal, con la consiguiente disminución de la emisión monetaria requerida para su financiación.

1 El valor presente neto de la oferta final de Argentina fue valorado en 55 % del valor nominal (*hair-cut* del 45 %) utilizando una tasa de descuento del 10 % anual. Esta reducción del valor presente se debe casi en su totalidad al retraso en los pagos de intereses, dado que el valor nominal de la deuda se redujo en menos del 2 %.

2 La deuda actual de Argentina con el FMI asciende a cerca de 32.000 millones de derechos especiales de giro (aproximadamente, 38.000 millones de euros y 10,5 % del PIB). Sobre el acuerdo con el FMI de 2018 y los montos desembolsados e inicialmente comprometidos, véase X. Serra, J. Timini, J. Estefanía y E. Martínez Casillas (2018), «Argentina: los retos económicos frente a un entorno internacional adverso», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2018.

3 De hecho, las reservas internacionales netas, en las que se restan de las reservas oficiales ciertos componentes que tienen como contrapartida un pasivo en el balance del banco central, como el *swap* del banco central con el banco central de China y los encajes en dólares de los bancos, han atravesado recientemente la cota de 10.000 millones de dólares.

**LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ARGENTINA (cont.)**

Gráfico 1  
ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA

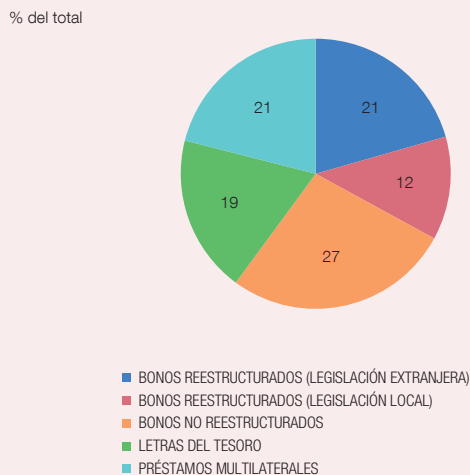


Gráfico 2  
PERFIL DE VENCIMIENTOS

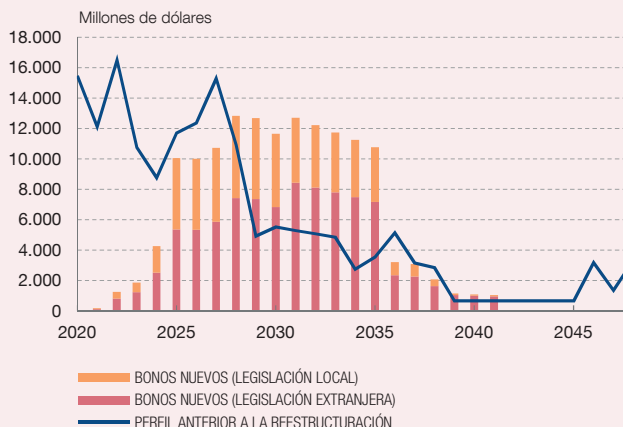


Gráfico 3  
DEUDA PÚBLICA Y DÉFICIT PÚBLICO

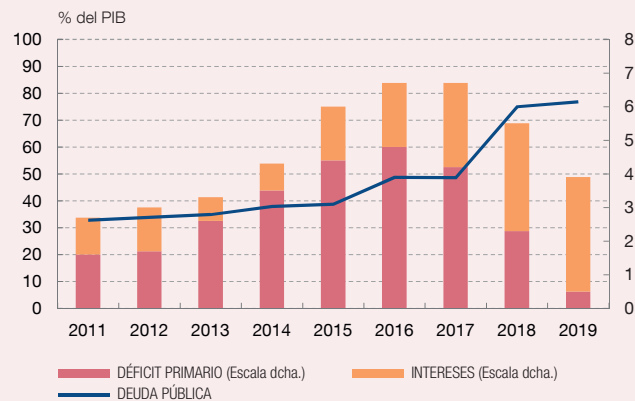


Gráfico 4  
INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Gráfico 5  
TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y PARALELO

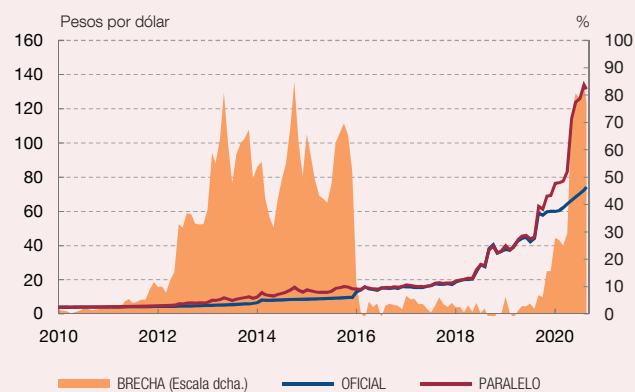
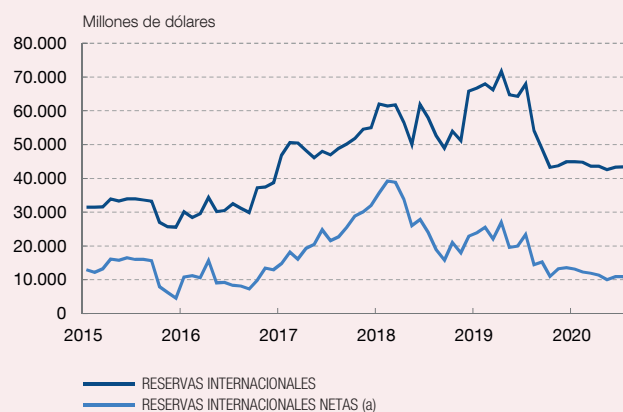


Gráfico 6  
RESERVAS INTERNACIONALES



**FUENTES:** Banco Central de la República Argentina, Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística y Censos, Ministerio de Economía, Refinitiv y elaboración propia.

a Las reservas internacionales netas se han calculado como las reservas internacionales totales menos los encajes en dólares de los bancos privados, el swap con el banco central de China, las obligaciones con organismos internacionales (Banco de Pagos Internacionales y otros) y los «depósitos para el fortalecimiento de reservas internacionales del BCRA» del acuerdo con el FMI.