

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

2/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA.
PRIMER SEMESTRE DE 2021.
PERSPECTIVAS, VULNERABILIDADES Y ESPACIO
DE LAS POLÍTICAS

RESUMEN

La recuperación de la actividad económica en América Latina continuó en la primera parte de este año, aunque perdió dinamismo por la evolución desfavorable de la pandemia. En este contexto macrofinanciero, los sistemas bancarios de la región se mantienen saneados, aunque algunos indicadores, como la rentabilidad bancaria, empiezan a acusar la persistencia de la crisis. La fortaleza de la recuperación vendrá determinada principalmente por la evolución de la pandemia, sobre todo por la velocidad del proceso de vacunación y su efectividad. También dependerá del dinamismo de la demanda externa y los precios de las materias primas, de la solución de eventuales procesos de tensión social en la región, de las condiciones financieras globales, del grado de apoyo de las políticas económicas, que han reducido sus márgenes de actuación, y de las redes de seguridad económica regionales y globales. Dada la elevada incertidumbre existente sobre las perspectivas económicas, en el Informe se presentan escenarios alternativos referentes a una serie de variables epidemiológicas, económicas y financieras. Cabe mencionar, no obstante, que las vulnerabilidades estructurales de la región son menores ahora, en general, que en episodios de turbulencia previos. En cualquier caso, la compleja situación económica refuerza la necesidad de que se implementen programas de reformas institucionales y económicas que incidan en los problemas estructurales de la región.

Palabras clave: crisis sanitaria, movilidad, materias primas, condiciones de financiación, flujos de capital, ahorro de los hogares, políticas económicas, sostenibilidad de la deuda pública, red de seguridad global y regional.

Códigos JEL: C11, E52, E58, E62, F01, F30, F47.

Resumen ejecutivo

La recuperación de la actividad económica en América Latina continuó en la primera parte del año, aunque perdió dinamismo por la evolución desfavorable de la pandemia. La recuperación presenta unas características similares a las de otras regiones, aunque está siendo menos dinámica que en otras áreas emergentes. Esto podría deberse a la incidencia de elementos estructurales, como la mayor tasa relativa de informalidad laboral. La mejora de la actividad se está apoyando en la decidida actuación de las políticas económicas, la favorable evolución de la demanda externa y los precios de las materias primas, y en unas condiciones de financiación adecuadas, que, no obstante, se han endurecido algo recientemente.

En este contexto macrofinanciero, los sistemas bancarios de la región se mantienen saneados. Sin embargo, algunos indicadores, como la rentabilidad bancaria, empiezan a acusar la persistencia de la crisis. De cara al futuro, el mantenimiento de esta posición saneada dependerá de la fortaleza de la recuperación económica y de la eventual extensión de los programas públicos de apoyo específicos que vayan venciendo.

La normalización de la pandemia sigue siendo el principal elemento condicionante de la recuperación. El proceso de vacunación está progresando en América Latina, pero a un ritmo inferior al observado en las economías avanzadas. Las simulaciones presentadas en este informe, para las seis principales economías de la región, muestran que tanto un menor ritmo de vacunación con respecto al previsto como, especialmente, una eventual menor efectividad de las vacunas podrían tener costes humanos y económicos significativos.

La intensidad de la recuperación dependerá, asimismo, de la eventual materialización de algunos riesgos macrofinancieros, de distinto signo, incluso asumiendo una superación gradual de la crisis sanitaria. En el Informe se proporcionan estimaciones de los costes económicos asociados a varios escenarios de riesgo para las dos principales economías de la región, Brasil y México: un eventual aumento de las tensiones financieras, la implementación de un nuevo plan de estímulo fiscal en Estados Unidos a partir de finales de 2021, y el posible impacto negativo de la crisis sobre el crecimiento potencial. Asimismo, se resaltan los riesgos asociados a la aparición o intensificación de tensiones sociales.

Las vulnerabilidades estructurales de la región son menores ahora, en general, que en episodios de turbulencia previos. Además, de acuerdo con los indicadores

presentados en este Informe, no se habría producido un empeoramiento sustancial de las vulnerabilidades durante la pandemia, con la excepción de las fiscales en algunos países.

Para hacer frente a posibles escenarios adversos, resulta crucial el papel de las políticas económicas nacionales, que, no obstante, podrían estar viendo reducidos sus márgenes de actuación. En el ámbito monetario, estos márgenes se verían afectados si cambia el ciclo financiero global o si aumentan las presiones inflacionistas, que por ahora se mantienen acotadas. En el caso de la política fiscal, el deterioro generalizado de las finanzas públicas y, en algún caso, las posibles dinámicas futuras de la evolución de la deuda pública apuntan a un estrechamiento del espacio de esta política. En este contexto, adquiere particular importancia, de nuevo, el papel de la red de seguridad global y regional, y en particular el papel del apoyo de los organismos multilaterales. Asimismo, la compleja situación económica de la región refuerza la necesidad de que se implementen programas de reformas institucionales y económicas que incidan en los problemas estructurales de la región.

La recuperación de la actividad económica en América Latina continuó en la primera parte del año, aunque perdió dinamismo por la evolución desfavorable de la pandemia

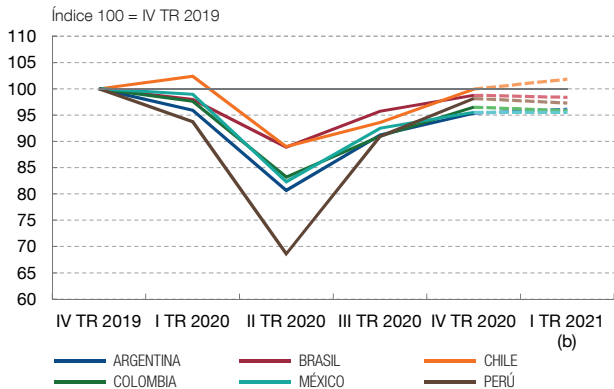
La actividad económica en las principales economías de Latinoamérica se recuperó notablemente en la segunda mitad del año pasado, tras la brusca caída experimentada en el primer semestre (véase gráfico 1.1). Esta evolución se produjo en paralelo a la mayor movilidad de personas observada hasta finales de 2020, que acompañó a la mejora gradual de la incidencia de la crisis sanitaria (véanse gráficos 1.2 a 1.4). La recuperación, sin embargo, ha perdido dinamismo en el primer trimestre de 2021, al reducirse la movilidad de los agentes. Dicha disminución de la movilidad se ha debido a que en distintos países de la región se han reinstaurado algunas de las medidas de restricción para enfrentarse al aumento de los contagios —ocasionados, en parte, por la aparición de nuevas cepas del virus— y también al propio comportamiento preventivo de la población. A pesar de estos desarrollos, el impacto económico ha sido limitado, dado que en los últimos trimestres se aprecia una disminución de la correlación entre movilidad y actividad, que posiblemente refleja la mejor adaptación de los agentes económicos a la emergencia sanitaria (véase gráfico 1.5).

Por su parte, la inflación ha repuntado en la región con carácter general, debido principalmente a la dinámica de los componentes más volátiles —alimentos y energía—, partidas que tienen un importante peso en las cestas de consumo de las economías emergentes, en general, y de las latinoamericanas, en particular (véase gráfico 1.6).

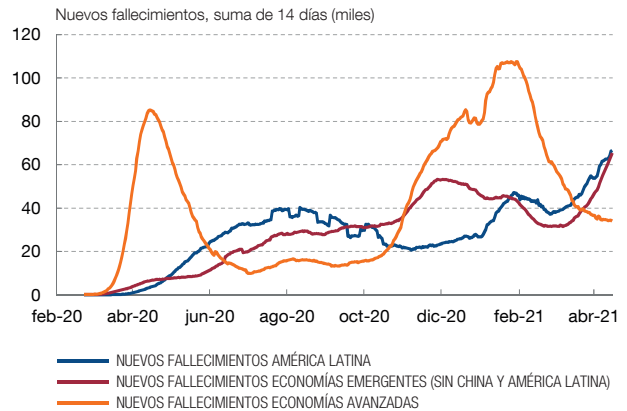
DESARROLLOS RECIENTES

La actividad económica de la región se recuperó notablemente en el segundo semestre de 2020, en línea con la relajación de las restricciones a la movilidad. En el primer trimestre de 2021, la recuperación se ralentizó debido al aumento de los contagios, si bien se observa una mayor adaptación de los agentes económicos a las nuevas restricciones. Tras tocar mínimos históricos en mayo de 2020, la inflación ha repuntado en varios países de la región, especialmente en los componentes más volátiles, como alimentos y energía.

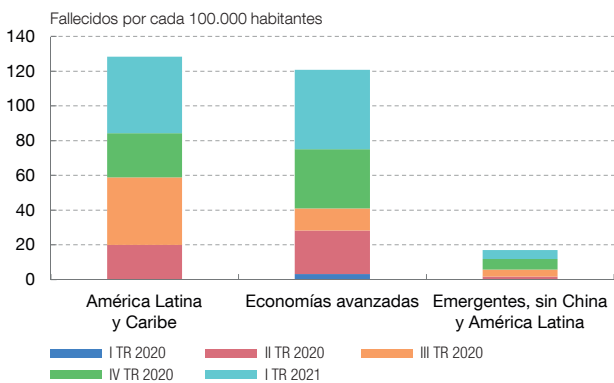
1 AMÉRICA LATINA-6 (a). EVOLUCIÓN DEL PIB REAL



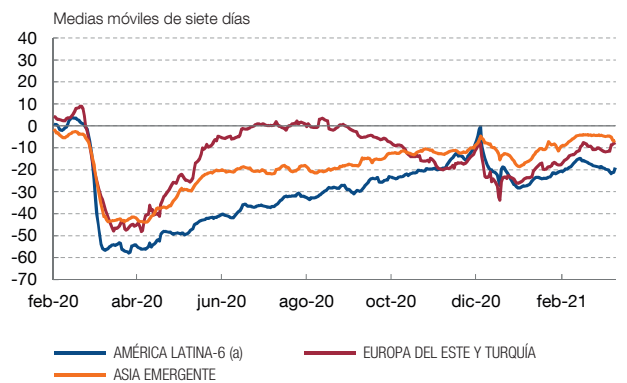
2 FALLECIDOS DESDE EL INICIO DE LA PANDEMIA



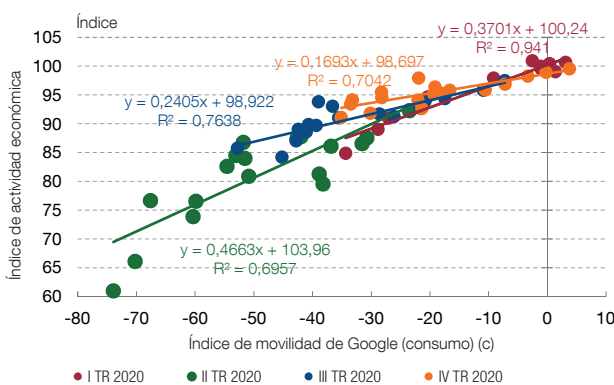
3 FALLECIMIENTOS EN LAS DISTINTAS OLAS



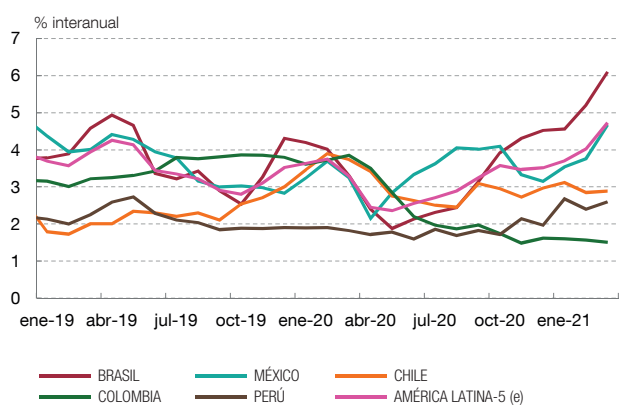
4 DATOS DE MOVILIDAD. CONSUMO (c)



5 ACTIVIDAD ECONÓMICA E ÍNDICE DE MOVILIDAD (d)



6 INFLACIÓN. AMÉRICA LATINA-5 (e)



FUENTES: Johns Hopkins, Google Mobility Report, Refinitiv, Latinfocus y estadísticas nacionales.

- a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- b Previsión de Latinfocus (marzo de 2021).
- c 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». El valor de referencia se calcula durante el período de cinco semanas comprendido entre el 3 de enero y el 6 de febrero de 2020.
- d Los puntos representan los datos mensuales de las seis principales economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), en cada uno de los trimestres indicados.
- e Agregado de los cinco países con objetivos de inflación: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, ponderado por el criterio de paridad del poder adquisitivo.



La recuperación en América Latina está presentando unas características similares a las registradas por otras regiones del mundo, con algunos elementos propios

La recuperación se está asentando en una serie de factores internos y externos. Entre los primeros, destacan la relajación gradual de las medidas de confinamiento y el apoyo generalizado de las políticas económicas, que está resultando crucial para mitigar el impacto económico de la crisis sanitaria y mantener el normal funcionamiento de los mercados financieros. En general, las autoridades adoptaron, de forma rápida y contundente, políticas fiscales, monetarias y prudenciales muy expansivas, sin precedentes por su tamaño, persistencia y novedad. Esta respuesta promovida en la región por medio de políticas se vio facilitada por la ganancia de credibilidad institucional de las últimas décadas, en particular la de los bancos centrales, por coincidir con actuaciones del mismo tipo en las economías desarrolladas (dado el carácter global de la perturbación causante de la crisis) y por el apoyo de las instituciones multilaterales¹.

La contundencia a la hora de promover políticas económicas está permitiendo el mantenimiento de unas condiciones de financiación de las economías emergentes muy favorables, con tipos de interés oficiales en mínimos históricos en la mayor parte de los países de la región. No obstante, se ha producido un notable deterioro de las cuentas públicas (véase cuadro 1), lo que puede limitar el espacio adicional de las políticas de cara al futuro, como se discute más adelante en este Informe.

Entre los factores externos que están apoyando la recuperación en la región, cabe resaltar el crecimiento de los principales socios comerciales, entre los que destacan Estados Unidos y China (véase gráfico 2.1), el aumento del precio de las materias primas (véase gráfico 2.2), que supone una mejora de los términos de intercambio para varias economías, el buen comportamiento de las remesas a la región, muy relevantes para México y las economías de América Central y el Caribe, las favorables condiciones globales de financiación, y el retorno de los flujos de capitales a Latinoamérica, como se comentará más adelante.

En este contexto, además, se produjeron sorpresas positivas, con carácter general, en los datos económicos observados en el segundo semestre del año pasado con respecto a lo anticipado en otoño, lo que refleja el mejor comportamiento de los fundamentales y la mayor adaptación de los agentes a la crisis sanitaria que se ha comentado anteriormente². Así, de acuerdo con las previsiones de abril del Fondo

1 Para una descripción de las principales medidas de política económica de los países de la región, véanse, entre otros, Banco de España (2020a), Banco de España (2020b) (para los programas de compra de títulos de deuda), Banco de España (2020c) (para el papel de las instituciones internacionales), Banco Interamericano de Desarrollo (2021) (en particular, para las medidas micro- y macroprudenciales). Véase también Banco Central de Chile (2020) para una descripción y valoración de las medidas adoptadas en países como Chile o Perú, que autorizaban a los ahorradores de los planes de pensiones privados a retirar una fracción de sus ahorros.

2 Véase recuadro 1 de este Informe para una evaluación cuantitativa de los principales factores explicativos de este mejor comportamiento de las dos mayores economías de la región, Brasil y México, en el segundo semestre de 2020.

Cuadro 1

AMÉRICA LATINA: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	Promedio 2007-2019	Previsiones FMI (WEO de abril de 2021)			2019	2020				2021
		2020	2021	2022	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR (a)
PIB (tasa interanual) (b)										
América Latina y Caribe	2,1	-7,0	4,6	3,1						
Argentina	1,6	-9,9	5,8	2,5	-1,1	-5,2	-19,0	-10,1	-4,3	-0,9
Brasil	1,9	-4,1	3,7	2,6	1,6	-0,3	-10,9	-3,9	-1,1	-0,6
México (c)	1,9	-8,5	5,0	3,0	-0,8	-2,2	-18,7	-8,5	-4,5	-4,0
Chile	3,1	-5,8	6,2	3,8	-2,0	0,2	-14,2	-9,0	0,0	-0,8
Colombia (c)	3,7	-6,8	5,2	3,6	3,3	0,1	-15,6	-8,3	-3,5	-2,5
Perú	4,9	-11,1	8,5	5,2	1,8	-3,7	-30,0	-9,0	-1,7	2,4
IPC (tasa interanual) (b)										
América Latina y Caribe	5,5	6,4	7,2	6,6						
Argentina	17,8	42,0	—	—	52,2	50,4	43,9	39,8	36,4	40,3
Brasil	5,6	3,2	4,6	4,0	3,4	3,8	2,1	2,6	4,3	4,4
México	4,2	3,4	3,5	3,1	2,9	3,4	2,8	3,9	3,5	4,0
Chile	3,3	3,1	3,1	3,0	2,8	3,7	2,9	2,7	2,9	3,0
Colombia	4,2	2,5	2,1	2,6	3,8	3,7	2,9	1,9	1,6	1,6
Perú	3,0	1,8	2,0	2,0	1,9	1,9	1,7	1,8	2,0	2,6
Saldo presupuestario (% del PIB) (b) (d)										
América Latina y Caribe	-3,8	-8,7								
Argentina	-2,0	-8,5			-3,8	-4,4	-7,2	-8,3	-8,5	
Brasil	-4,9	-13,6			-5,8	-6,1	-11,1	-13,5	-13,7	
México	-2,2	-2,6			-2,0	-1,9	-2,7	-2,1	-2,6	
Chile	-0,6	-7,3			-2,9	-2,8	-5,0	-7,5	-7,3	
Colombia	-3,1	—			-2,2	-1,7	-4,5	-6,4	—	
Perú	-0,9	-9,4			-2,1	-2,8	-4,8	-7,3	-9,4	
Deuda pública (% del PIB) (b)										
América Latina y Caribe	52,7	77,2								
Argentina	44,3	104,4			76,8	84,0	97,6	92,9	104,4	
Brasil	61,3	88,8			74,3	76,9	83,6	88,7	88,8	
México	38,4	53,8			46,8	51,4	54,8	55,9	53,8	
Chile	14,6	35,7			28,2	29,1	30,8	32,0	32,5	
Colombia	47,4	—			45,6	50,3	53,3	57,0	—	
Perú	29,7	35,0			26,8	26,3	30,3	32,0	35,0	
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (b) (d)										
América Latina y Caribe	-1,9	0,2	0,0	-0,4						
Argentina	-1,3	0,8	2,3	1,3	-0,9	0,0	1,2	1,8	0,8	0,5
Brasil	-2,3	-0,9	-0,6	-0,8	-2,7	-3,1	-2,8	-1,6	-0,9	-1,1
México	-1,5	2,5	1,8	1,0	-0,3	0,0	-0,4	1,1	2,4	-0,9
Chile	-1,4	1,3	0,3	-0,6	-3,7	-3,3	-1,3	0,2	1,3	0,0
Colombia	-3,6	-3,3	-3,8	-3,9	-4,4	-4,1	-4,0	-3,3	-3,3	-3,6
Perú	-2,5	0,5	-0,4	-0,7	-1,5	-1,1	-0,7	0,1	0,5	—
Deuda externa (% del PIB) (b)										
América Latina y Caribe	35,2	56,3	54,4	52,1						
Argentina	38,4	71,0			62,3	62,9	67,4	69,6	71,0	
Brasil	35,4	44,0			36,0	35,1	37,0	40,1	43,7	
México	21,3	34,2			28,0	28,5	31,8	33,7	34,2	
Chile	68,3	82,3			70,8	72,3	80,8	82,8	82,1	
Colombia	38,9	57,1			42,9	44,3	49,8	52,8	56,9	
Perú	40,1	43,4			34,7	35,2	38,9	41,6	43,5	
PRO MEMORIA: Agregado de economías emergentes excluidas América Latina y China (FMI, WEO de abril de 2021)										
PIB (tasa interanual)	4,5	-3,7	6,1	5,0						
IPC (tasa interanual)	7,0	6,4	6,6	5,4						
Saldo presupuestario (% del PIB)	-2,4	-8,6	-6,6	-5,6						
Deuda pública (% del PIB)	39,6	58,1	58,0	59,2						
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,7	-0,2	0,0	-0,3						
Deuda externa (% del PIB)	27,6	29,2	28,3	28,0						
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	31,4	32,0	31,7	31,7						

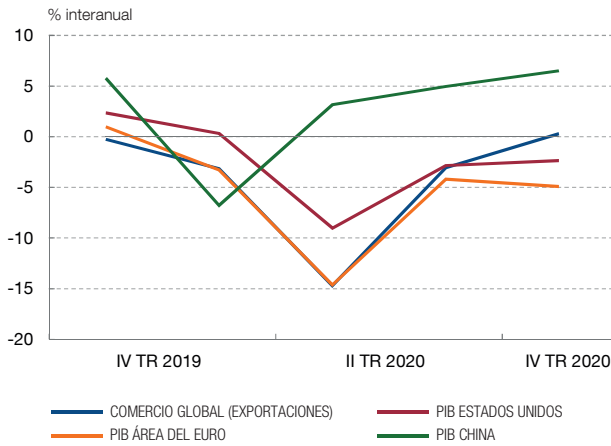
FUENTES: FMI, Thomson Reuters y estadísticas nacionales.

- a Los datos de inflación de Argentina y Brasil y todos los datos del PIB y de la balanza por cuenta corriente corresponden a las previsiones de Latinfocus de marzo de 2021.
- b América Latina y el Caribe representan un 7,3 % del PIB mundial medido en PPP. Las seis economías mostradas representan un 86 % sobre el total de América Latina y el Caribe (FMI).
- c Series ajustadas de estacionalidad.
- d Media móvil de cuatro trimestres.

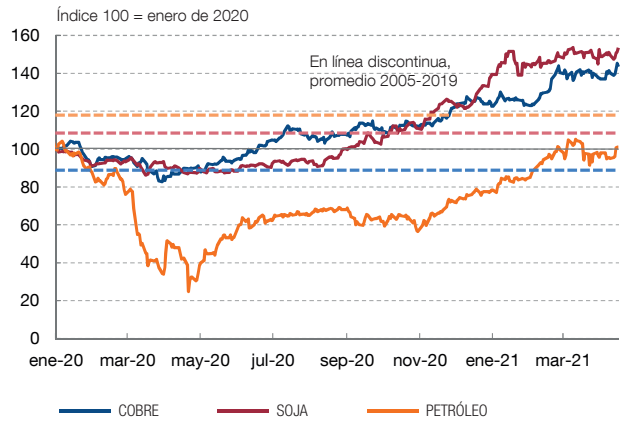
LA RECUPERACIÓN SE ESTÁ APOYANDO EN FACTORES EXTERNOS FAVORABLES Y ESTÁ SIENDO HETEROGÉNEA POR PAÍSES

Entre los factores externos que están contribuyendo a la recuperación de la economía en América Latina, destacan el crecimiento de sus principales socios comerciales, el aumento del precio de las materias primas, la mejora de las condiciones globales de financiación y el retorno de los flujos de capitales a la región. La caída del PIB en 2020 fue más pronunciada en América Latina que en el resto de las economías emergentes y bastante heterogénea entre países, desde el -4,1 % de Brasil al -11,1 % de Perú.

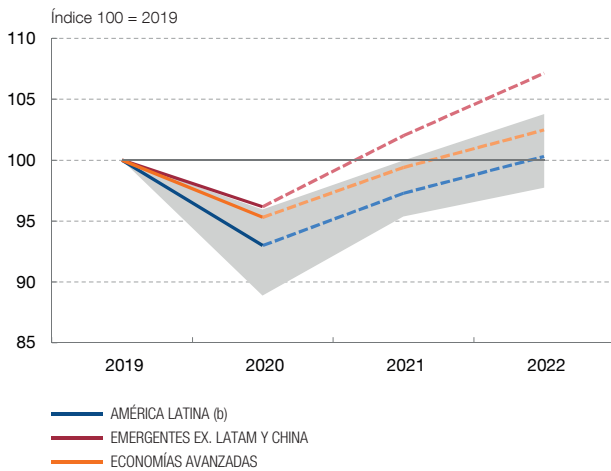
1 DETERMINANTES EXTERNOS



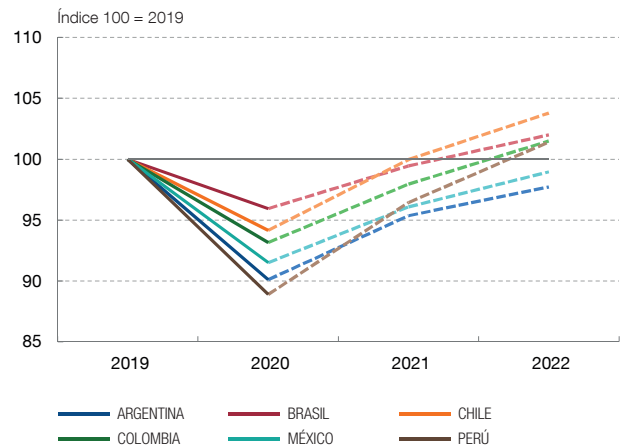
2 PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



3 NIVELES DEL PIB POR ÁREAS (a)



4 NIVELES DEL PIB EN LAS SEIS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA



FUENTES: FMI, Refinitiv y CPB World Trade Monitor.

- a El área sombreada corresponde al rango entre el máximo y el mínimo valor para cada año, entre las seis principales economías de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).
- b Agregado de América Latina y el Caribe (FMI).



Monetario Internacional (FMI)³, el PIB disminuyó un 7 % en el conjunto de América Latina y el Caribe durante 2020, frente a la caída del 8,1 % que proyectó en octubre pasado⁴, una pauta común para el conjunto de los analistas. Aun así, el desplome del PIB en 2020 fue superior al del resto de las economías emergentes (véase gráfico

3 Véase Fondo Monetario Internacional (2021a).

4 Véase Fondo Monetario Internacional (2020a).

2.3), lo que podría venir explicado, al menos en parte, por una serie de características estructurales diferenciales de América Latina, como son unos niveles de pobreza comparativamente más elevados, la menor calidad institucional, la mayor tasa de informalidad del mercado de trabajo, la relativa debilidad de los sistemas sanitarios y la mayor proporción de la población que reside en áreas urbanas⁵.

Asimismo, la recuperación está siendo heterogénea entre los distintos países de la región, en gran medida por el desigual punto de partida previo a la pandemia en cuanto a vulnerabilidades económicas, por el apoyo distinto que reciben de las políticas económicas⁶, por la evolución de la demanda externa, tanto en lo referente a su composición por productos y socios comerciales como por el grado de apertura de las economías, y por las distintas estrategias de contención de la enfermedad, plasmadas en diferencias significativas en los índices de movilidad personal. De esta manera, la caída de la actividad en 2020 para las principales economías de la región se situó en un intervalo que va desde el -4,1 % de Brasil, donde, en particular, los programas públicos de transferencias de renta amortiguaron el colapso de la demanda interna y las medidas sanitarias fueron más laxas, hasta el -11,1 % de Perú, que fue uno de los países del mundo con un confinamiento más estricto en la primera mitad de 2020⁷ (véase gráfico 2.4).

La salida de la crisis, además, está siendo desigual por sectores de actividad, del mismo modo que sucede en otras geografías. El avance sostenido de las manufacturas contrasta con una mayor debilidad, persistente, de los servicios, especialmente de aquellos que requieren de mayor interacción social o donde el trabajo a distancia es menos viable (véase gráfico 3.1). Por el lado de la demanda, en la segunda mitad del año, destaca la fuerte recuperación de la inversión y de las importaciones (véase gráfico 3.2). El consumo privado ha presentado un menor dinamismo por las restricciones de movilidad, por el comportamiento precautorio asociado a la mayor incertidumbre y al rápido deterioro del mercado laboral, y por una cierta intensificación de las restricciones de liquidez de algunas familias. Este menor dinamismo del consumo, junto a las actuaciones públicas de naturaleza fiscal de apoyo a las rentas de los hogares, permitiría explicar el notable aumento del ahorro del sector privado en la región (véanse gráficos 3.3 y 3.4)⁸, que excedió al aumento del desahorro del

5 Véase Banco de España (2020d) y Hernández de Cos (2021).

6 Destacan, en este sentido, los cuantiosos estímulos fiscales que se han implantado en Brasil, Chile y Perú, mientras que en México fueron de mucha menor magnitud. Véase Banco de España (2020a), Banco Interamericano de Desarrollo (2021) y «Database of Country Fiscal Measures in Response to the Covid-19 Pandemic», en Methodological and Statistical Appendix del FMI [Fondo Monetario Internacional (2021b)].

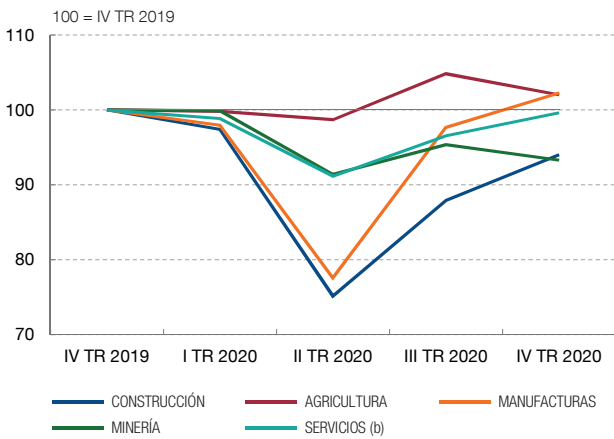
7 Véase la figura 1.3 de Fondo Monetario Internacional (2020b).

8 En los casos de Chile y Perú, además, las medidas excepcionales que han permitido la retirada de los fondos de capitalización para las pensiones futuras han llevado al desplazamiento de ahorros de largo plazo, solo utilizables bajo ciertas condiciones en el momento de la jubilación, hacia productos más líquidos, como los depósitos. Para el caso de Chile, según Banco Central de Chile (2021) (tabla V.2) el retiro de los fondos de pensiones ascendía en enero de 2021 al 12,2% del PIB, y solamente el 15,2% del total se había dedicado en esa fecha al consumo de bienes. Sobre los sistemas de capitalización de las pensiones en América Latina, véanse Banco Interamericano de Desarrollo (2019) y Berganza *et al.* (2020).

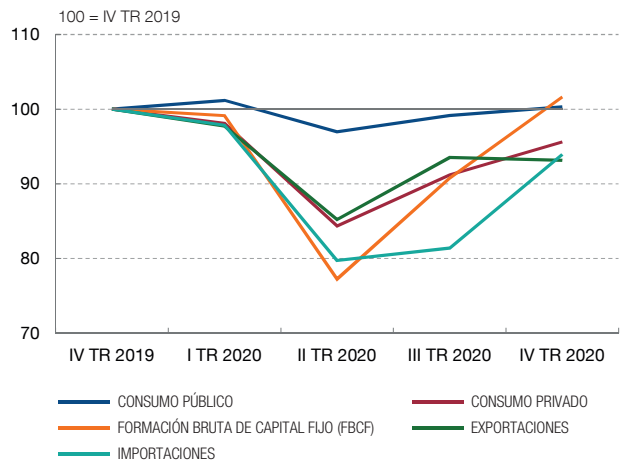
HETEROGENEIDAD POR SECTORES Y COMPONENTES DE DEMANDA, CON FUERTE AUMENTO DEL AHORRO

La salida de la crisis está siendo desigual por sectores de actividad: el avance sostenido de las manufacturas contrasta con una mayor debilidad persistente de los servicios. Por el lado de la demanda, se aprecia una fuerte recuperación de la inversión. El menor dinamismo del consumo privado, junto al apoyo fiscal a las rentas de los hogares, explica el notable aumento del ahorro del sector privado en la región, así como la acumulación de depósitos bancarios.

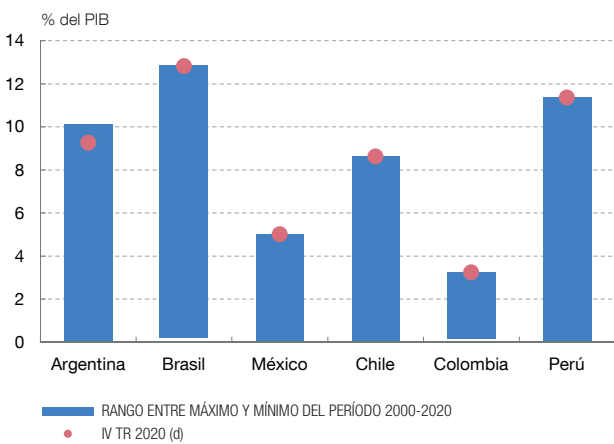
1 EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL PIB POR EL LADO DE LA OFERTA (a)



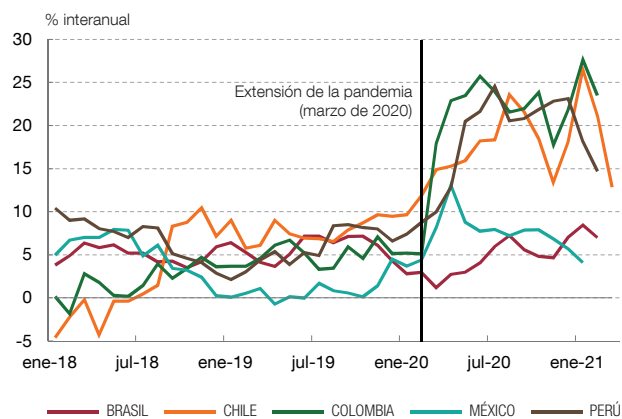
2 EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA (a)



3 AHORRO (c)



4 DEPÓSITOS BANCARIOS (e)



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- b El sector servicios no incluye exactamente los mismos subsectores entre países.
- c Capacidad de financiación del sector privado interno.
- d Tercer trimestre de 2020 para Colombia.
- e En términos reales.



sector público y llevó a una mejora en el saldo de la balanza por cuenta corriente (véase cuadro 1). Por tanto, en esta ocasión, y a diferencia de anteriores episodios acontecidos en la región, la corrección de la balanza por cuenta corriente no ha venido ocasionada por restricciones de financiación externa. En todo caso, se espera que una parte de la corrección de la balanza por cuenta corriente sea transitoria, lo que implica que la acumulación de ahorro de los hogares debería impulsar la recuperación del consumo privado, cuando se normalice la situación y

desaparezcan las restricciones a la movilidad y el comportamiento precautorio asociado a la mayor incertidumbre.

Las favorables condiciones de financiación continúan apoyando la recuperación, aunque se observa un cierto endurecimiento en los últimos meses

La recuperación de las economías latinoamericanas, como se ha mencionado antes, se está beneficiando de unas condiciones de financiación favorables y del retorno de los flujos de capitales, tras la superación de los episodios de significativa tensión que sucedieron de marzo a mayo de 2020. En concreto, los mercados financieros de la región registraron un fuerte impulso a partir de noviembre de 2020, gracias a la dilución de la incertidumbre electoral en Estados Unidos y a las primeras noticias sobre la obtención de vacunas, lo que relajó, con carácter general, las condiciones financieras en toda la región, hasta niveles similares a los previos al inicio de la pandemia (véanse gráficos 4.1 a 4.6). Asimismo, la recuperación de las entradas de flujos de cartera a estas economías llevó a que, para finales del año pasado, ya se hubieran más que compensando las salidas iniciales (véase gráfico 4.7). Una parte importante de estas nuevas entradas de capital se plasmó en compras de deuda, como ejemplifican las emisiones de renta fija en los mercados internacionales, que aumentaron para el conjunto de las economías emergentes (véase gráfico 4.8).

No obstante, en los meses transcurridos de 2021 se ha observado un incremento de los tipos de interés a largo plazo en las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos, y una apreciación del dólar. Ambos factores han repercutido en un incremento similar de las rentabilidades en los mercados de la región, especialmente en Brasil (véase gráfico 4.4), así como en otras economías emergentes relevantes, como Turquía, Rusia o Indonesia, lo que ha generado un cierto endurecimiento de las condiciones financieras y, en algunos casos, un incremento de las tensiones financieras (véanse gráficos 4.5 y 4.6). Asimismo, desde finales de enero de 2021 se están reduciendo las entradas de flujos de cartera, e incluso en algunos países se habrían revertido.

En este contexto macrofinanciero, los sistemas bancarios de la región se mantienen saneados, aunque algunos indicadores empiezan a acusar la persistencia de la crisis

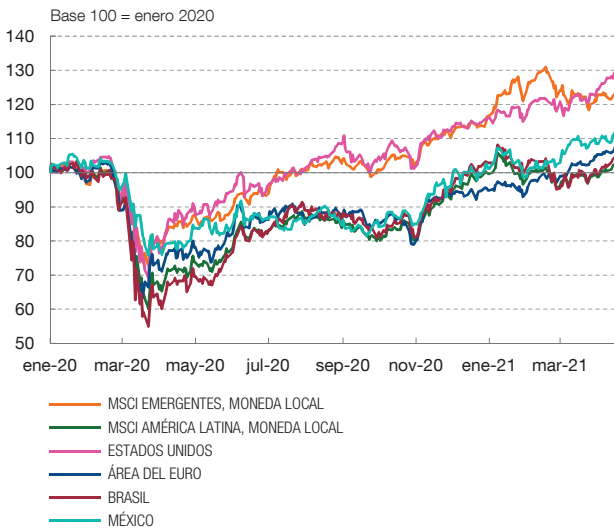
El Banco de España identifica cinco países latinoamericanos (México, Brasil, Chile, Perú y Colombia) entre los países con relevancia «material», es decir, aquellos que pueden representar un mayor riesgo por la proporción de las exposiciones del sistema bancario español⁹. Desde el inicio de la pandemia, y con algunas diferencias, las políticas puestas en marcha para el apoyo del sector bancario fueron similares en todos los países. En

⁹ Véase recuadro 2 en Banco de España (2020c).

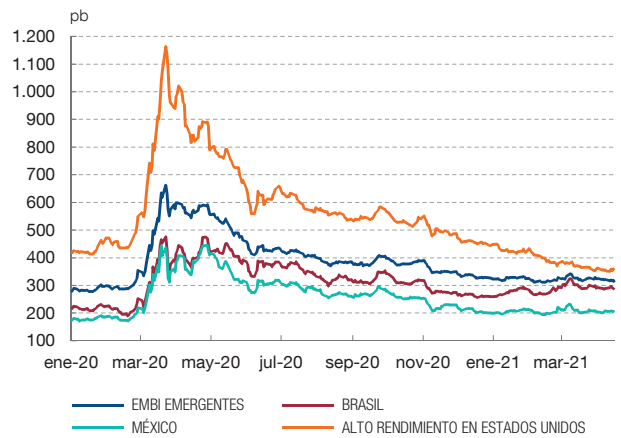
MERCADOS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS

Los mercados financieros latinoamericanos registraron un fuerte impulso a partir de noviembre de 2020, tras el fin de la incertidumbre electoral en Estados Unidos y las noticias positivas sobre la obtención de vacunas. No obstante, a partir de febrero el aumento de los tipos de interés a largo plazo en las economías avanzadas se transmitió a los mercados emergentes. Los flujos de capitales de cartera se recuperaron en el segundo semestre de 2020, y se plasmaron en buena medida en compras de deuda emitida por estas economías emergentes.

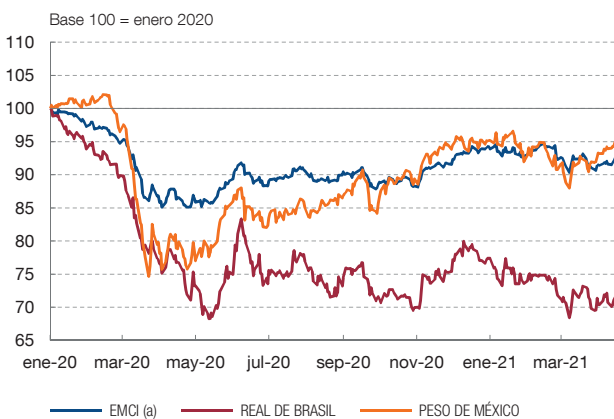
1 ÍNDICES DE BOLSA



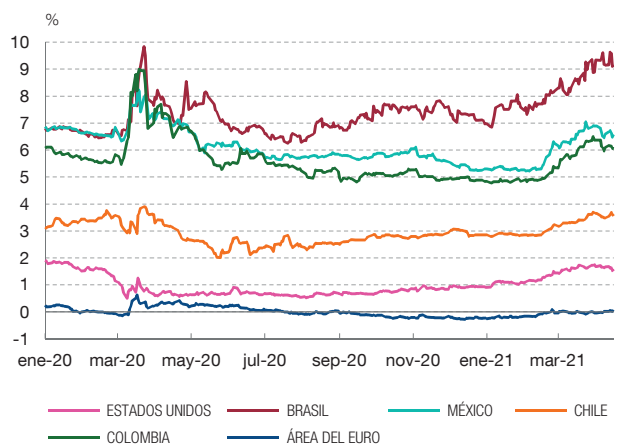
2 DIFERENCIALES (RESPECTO AL TIPO A LARGO PLAZO DE ESTADOS UNIDOS)



3 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



4 TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN MONEDA LOCAL



FUENTES: Refinitiv, Dealogic y Banco de España.

a Tipo de cambio agregado de economías emergentes.



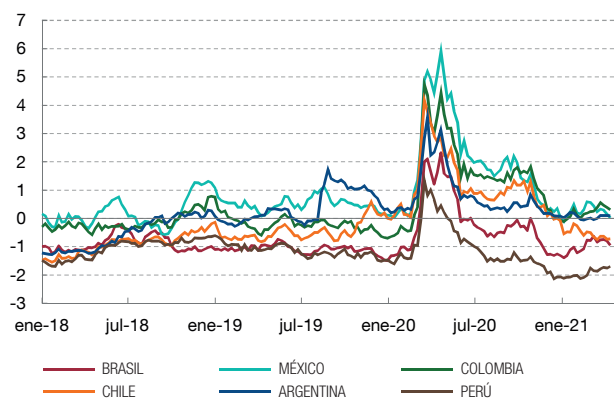
concreto, estas medidas perseguían un triple objetivo: sostener el flujo de crédito a los agentes económicos, proveer de liquidez al sistema y mitigar el posible impacto de la crisis sobre la ratio de capital de las entidades. En algunos casos, estas actuaciones, o bien siguen en vigor, o bien han sido renovadas o sustituidas por medidas similares¹⁰.

10 A fecha de cierre de este Informe, siguen en vigor los programas de inyección de liquidez en todos los países, y las reprogramaciones de créditos y los programas de garantías en algunos países (por ejemplo, en el caso de Perú, el

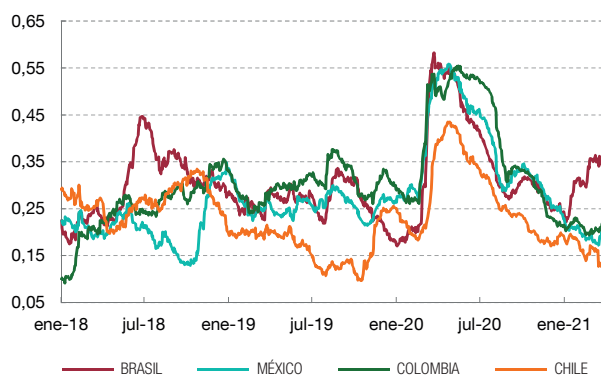
MERCADOS FINANCIEROS LATINOAMERICANOS (cont.)

Los mercados financieros latinoamericanos registraron un fuerte impulso a partir de noviembre de 2020, tras el fin de la incertidumbre electoral en Estados Unidos y las noticias positivas sobre la obtención de vacunas. No obstante, a partir de febrero el aumento de los tipos de interés a largo en las economías avanzadas se transmitió a los mercados emergentes. Los flujos de capitales de cartera se recuperaron en el segundo semestre de 2020, y se plasmaron en buena medida en compras de deuda emitida por estas economías emergentes.

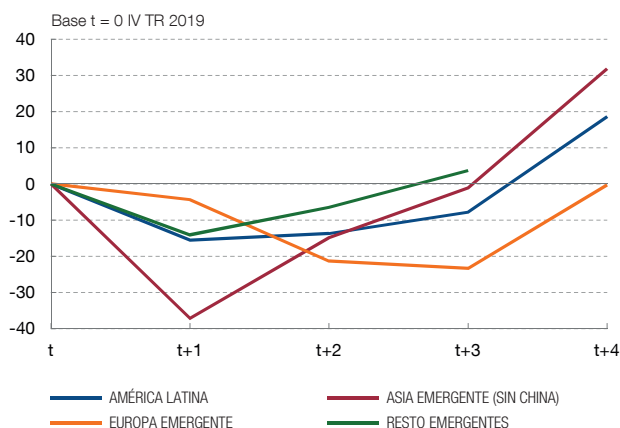
5 ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS (b)



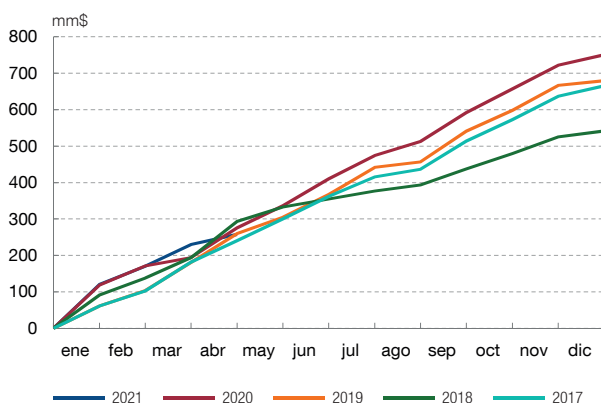
6 ÍNDICES DE TENSIONES FINANCIERAS



7 FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA A ECONOMÍAS EMERGENTES DURANTE LA PANDEMIA (MM DE DÓLARES)



8 EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES DE ECONOMÍAS EMERGENTES (MM DE DÓLARES, ACUMULADOS)



FUENTES: Refinitiv, Dealogic y Banco de España.

b Un aumento indica un endurecimiento de las condiciones financieras.



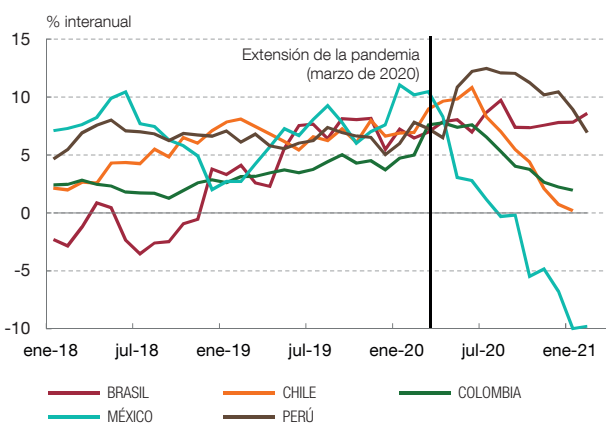
Los datos más recientes muestran que el crédito al sector privado continúa expandiéndose, aunque a tasas más moderadas que en la primera mitad del año pasado. México fue una excepción, ya que fue el único país que no lanzó un programa específico de apoyo a la concesión de préstamos y el único en el que el crédito privado se está contrayendo (véase gráfico 5.1). La desaceleración general se ha observado,

Plan Reactiva Perú de garantías expiró a finales de noviembre, si bien se ha permitido la reprogramación de créditos concedidos bajo este plan). En el caso de Brasil, algún programa de apoyo al crédito ha sido renovado recientemente, y se está discutiendo en el Senado la posibilidad de retomar otro de los programas que vencieron a finales del pasado año. En México se han anunciado nuevas medidas de reprogramación de créditos, sin detallar aún las condiciones para acceder a ellas. Además, el Banco Central de Chile puso en marcha una tercera fase de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC 3) en enero.

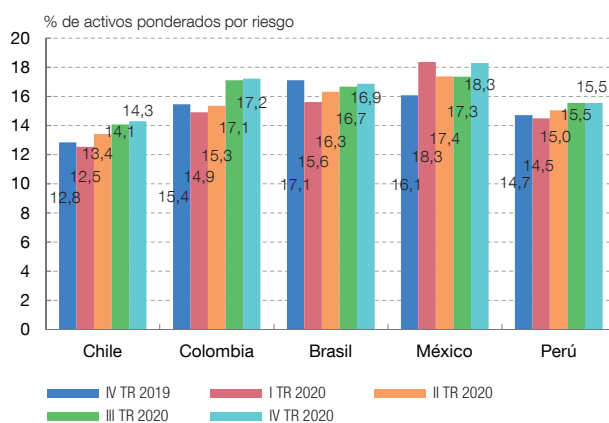
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SISTEMAS BANCARIOS DE AMÉRICA LATINA MÁS RELEVANTES PARA LA BANCA ESPAÑOLA

Salvo en México, las tasas de crecimiento del crédito real permanecen en terreno positivo en todos los países, aunque se observa una desaceleración motivada por una caída de la concesión de créditos a empresas. Repunta la morosidad en la mayor parte de la región, aunque aún se halla en niveles bajos. Los niveles de capital se han mantenido por encima del mínimo regulatorio e incluso han aumentado en el cuarto trimestre, mientras que la rentabilidad sigue en descenso por una caída en el margen de intermediación y por la dotación de mayores provisiones.

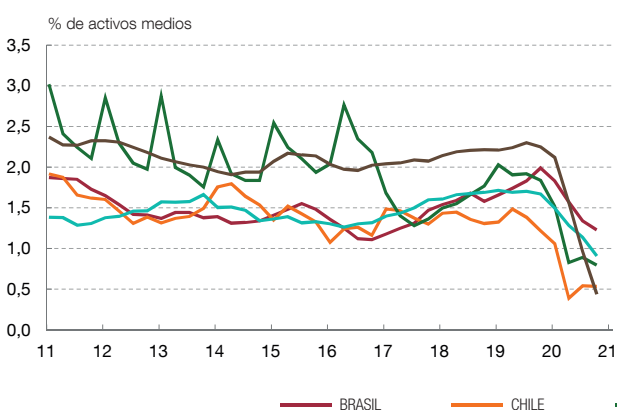
1 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (a)



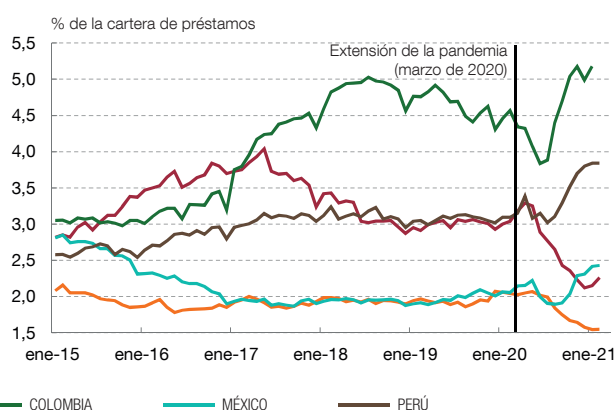
2 CAPITAL REGULATORIO



3 RENTABILIDAD (b)



4 PRÉSTAMOS DE DUDOSO COBRO



FUENTES: Estadísticas nacionales, Refinitiv, IHS Markit y FMI.

a En términos reales.

b Rendimiento sobre los activos medios (ROA).



especialmente, en los créditos a empresas. Por países, el crédito muestra un mayor dinamismo en Brasil, donde la banca pública ha pasado a contribuir de forma positiva al crecimiento del crédito, y Perú, con uno de los programas de créditos con garantías estatales de mayor tamaño dentro de la región. Cabe resaltar, además, que en toda la región se viene registrando un proceso de desdolarización de los préstamos otorgados¹¹. El aumento del crédito se financió en buena medida con depósitos, que

11 El crédito bancario al sector privado otorgado en moneda extranjera registró tasas de crecimiento negativas en Chile y México, mientras que en Perú la tasa de dolarización de este crédito se situó en el 22% al final de 2020 [una disminución de 4 puntos porcentuales (pp) respecto al cierre de 2019].

mostraron un elevado dinamismo, como se ha comentado anteriormente (véase, de nuevo, el gráfico 3.4), y con emisiones de renta fija por parte de las entidades bancarias en mercados internacionales, que aumentaron en todos los países respecto a 2019.

En cuanto a la liquidez del sistema, esta aumentó, impulsada por las compras de activos y otros programas puestos en marcha por los bancos centrales. Asimismo, se registraron mejoras de las ratios de capital en el tercer y cuarto trimestre del año pasado, a pesar del aumento de los activos ponderados por riesgo, también gracias a las diversas medidas macroprudenciales adoptadas (véase gráfico 5.2). Por su parte, la rentabilidad de las entidades financieras se redujo, sobre todo por un descenso del margen de intermediación, por los tipos de interés, que se situaron en niveles históricamente reducidos, y por la dotación de mayores provisiones, en anticipación del deterioro de la cartera de préstamos (véase gráfico 5.3). Así, tal y como se anticipaba dado que los vencimientos de los aplazamientos por mora se concentraban, en general, a lo largo del segundo semestre de 2020, los préstamos de dudoso cobro comenzaron a elevarse en la mayoría de los países de la región, aunque en Colombia aún se mantienen en niveles bajos (véase gráfico 5.4). La notable excepción es Brasil, con descensos de la tasa de morosidad en todos los tramos, especialmente en el de aquellos créditos predeterminados por las autoridades, tanto de bancos públicos como de bancos privados. Finalmente, los pasivos netos frente al exterior se redujeron adicionalmente en el segundo semestre, lo que modera los riesgos sobre el balance de una depreciación del tipo de cambio.

En definitiva, aunque el sector bancario de la región parece haber resistido el impacto inicial de la pandemia, y su vulnerabilidad no se ha deteriorado en exceso, el futuro no está exento de riesgos, a medida que vayan venciendo los programas de apoyo y en caso de que se reviertan las condiciones laxas de financiación tanto internas como externas.

Hacia delante, la robustez de la recuperación dependerá de la normalización de la pandemia y su impacto doméstico, la demanda externa, el grado de apoyo de las políticas económicas y el mantenimiento de unas condiciones financieras globales holgadas

Como se ha mencionado anteriormente, las economías latinoamericanas se han visto favorecidas por unos condicionantes externos que han evolucionado, en general, mejor de lo previsto. En ese sentido, las perspectivas económicas para dos de los países con mayores vínculos comerciales con la región (Estados Unidos y China) se han ido revisando al alza para la segunda mitad de 2021 y para 2022. También los mercados cotizan precios futuros de las materias primas más elevados que los descontados hace unos meses, apoyados principalmente por esas mejores perspectivas económicas mundiales. Por su parte, el mantenimiento de unas condiciones financieras holgadas descansa en que se confirme la transitoriedad del

aumento reciente de los tipos de interés de los tramos más largos de la curva y la apreciación del dólar, y se mantengan los flujos de capitales de cartera.

En cuanto a los condicionantes internos, la evolución de la pandemia sigue siendo el principal factor determinante. La superación de la crisis sanitaria llevaría a la normalización de la actividad económica, además de al eventual uso de los colchones de liquidez que han acumulado los hogares, como se ha comentado previamente. Por ello, el avance en los procesos de vacunación tiene una relevancia crucial. En la fecha de cierre de este Informe, se había inoculado al menos una dosis de alguna vacuna contra el COVID-19 a casi un 40 % de la población de Chile, a algo más del 8 % de la población de Brasil y Argentina, a alrededor del 6 % de la de México, y a un número inferior al 5 % de la de Colombia y Perú. El promedio de las economías avanzadas se situó en torno al 22 % de la población, si bien, en agregado, en las economías emergentes fue del 6 % (véase gráfico 6.1). Las vacunas adquiridas hasta el momento por los países serían suficientes para vacunar a entre un 50 % (México) y un 250 % (Chile) de la población a final del año (véase, de nuevo, el gráfico 6.1), lo que, unido a cierta inmunidad natural de las personas que han superado la enfermedad, podría conducir a un avance importante en el control de la crisis sanitaria este año si las vacunas no pierden efectividad. No obstante, para conseguir avances más decisivos, debería producirse un aumento importante en prácticamente toda la región, tanto en los ritmos de vacunación como en la disponibilidad de vacunas, en particular en aquellos países que, en la actualidad, no tienen contratadas suficientes dosis para vacunar a toda la población.

Asimismo, en lo referente a las políticas económicas —como se discutirá más en detalle posteriormente—, la posibilidad de que se adopten estímulos adicionales se encuentra más limitada que hace un año. La política monetaria se enfrenta a un cierto endurecimiento de las condiciones financieras globales, y a un aumento de la inflación y de las expectativas de inflación en algunos países. De hecho, el Banco Central de Brasil ha elevado sus tipos de interés de referencia recientemente, y otros, como el de México, han detenido su ciclo de relajación monetaria. Asimismo, en general, los bancos centrales con objetivos de inflación han visto como se ha adelantado ligeramente en el tiempo la primera subida de los tipos de interés oficiales descontada por los mercados financieros y proyectada por las encuestas disponibles. También el espacio fiscal se ha reducido notablemente, de forma acusada en algunos países, como Brasil, con aumentos significativos de los niveles de endeudamiento público.

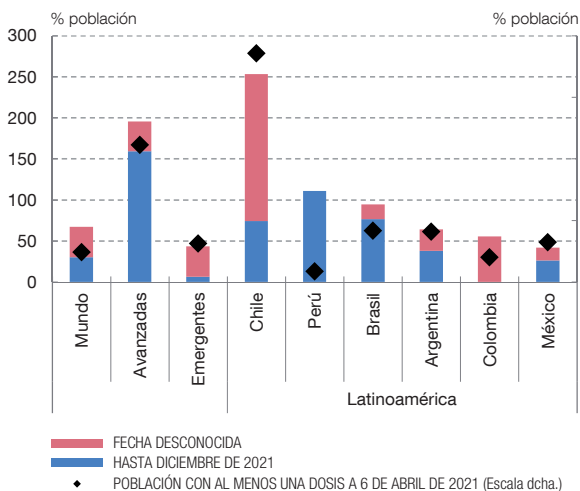
Teniendo en cuenta todos estos factores, las previsiones más recientes del FMI¹² consideran que América Latina registraría un crecimiento del 4,6 % en 2021 y del 3,1 % en 2022 (véase, de nuevo, el gráfico 2.3). La destacable dispersión en los aumentos proyectados para las distintas economías de la región en 2021 (véase gráfico 2.4), que van desde el 3,7 % previsto para Brasil hasta el 8,5 % previsto

12 Véase Fondo Monetario Internacional (2021a).

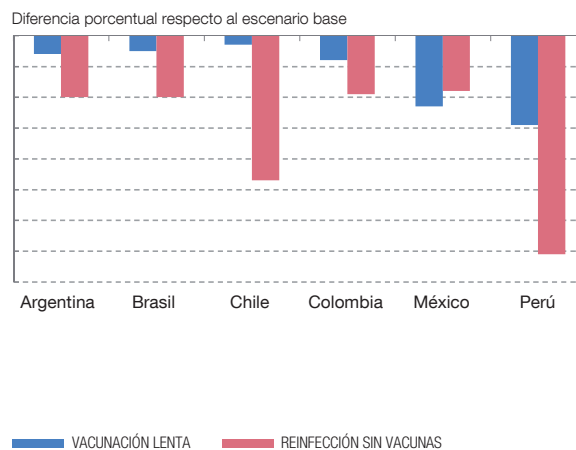
EVOLUCIÓN EPIDEMIOLÓGICA

Las principales incertidumbres para los próximos meses en relación con la pandemia están en la velocidad del ritmo de vacunación, que hasta el momento ha sido dispar entre las principales economías de la región, y la efectividad de las vacunas ante posibles rebrotes de cepas más agresivas, que puedan incluso causar la pérdida de la inmunidad. Los impactos económicos en escenarios de vacunación más lenta o, especialmente, de pérdida de inmunidad podrían ser sustanciales para algunas economías de la región.

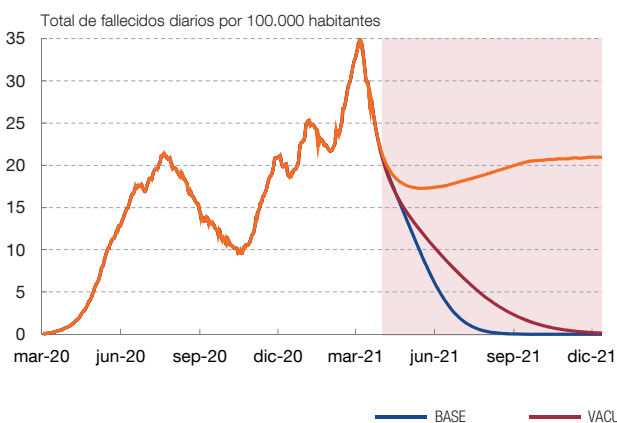
1 VACUNAS ACORDADAS CON LAS EMPRESAS FARMACÉUTICAS Y VACUNAS ADMINISTRADAS



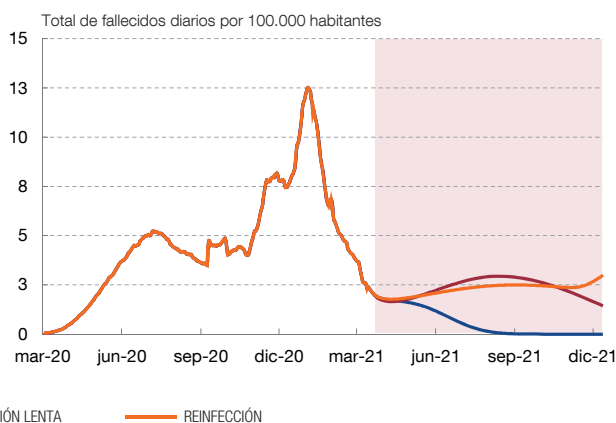
2 IMPACTO DE DIFERENTES ESCENARIOS EPIDEMIOLÓGICOS SOBRE EL PIB EN 2021 (a)



3 ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA EN BRASIL (b)



4 ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA EN MÉXICO (b)



FUENTES: Bloomberg, Duke Global Health Innovation Center, Our World in Data, COVID-19 INED y Rungcharoenkitkul (2021).

- a Desviaciones con respecto a un escenario central de superación gradual de la pandemia.
- b Escenarios considerados por Rungcharoenkitkul (2021). El escenario «base» supone un progreso lineal del ritmo de vacunación hasta agotar todas las dosis contratadas a finales de 2021. El escenario «vacunación lenta» considera que la vacunación avanza a un tercio del ritmo del escenario «base». El escenario «reinfección» supone la pérdida de la inmunidad de los individuos después de que pasen 60 días de la infección o vacunación.



para Perú, viene determinada por la diferente intensidad con la que operan en los distintos países los factores comentados en los párrafos anteriores. En concreto, la diferente estructura sectorial (por ejemplo, la elevada relevancia del turismo para México), la diferente dependencia de los precios de las materias primas (por ejemplo, la dependencia de Chile y Perú del precio del cobre; de Colombia, del

precio del petróleo, o de Argentina y Brasil, del precio de algunos productos agrícolas), el diverso espacio de las políticas monetarias y fiscales disponible (menor en el caso de Brasil), o el distinto grado de apertura comercial. Respecto a este último factor, los países menos abiertos comercialmente y menos integrados en las cadenas globales de valor (en particular, Argentina y Brasil) se beneficiarán de la recuperación mundial en menor medida que otras economías más abiertas de la región, como Chile y Perú, de la procedente principalmente de China, o México, de la procedente de Estados Unidos. El vigor de la recuperación esperada también está relacionado con la diferente intensidad de la caída registrada en 2020, que —como se ha comentado anteriormente— ha sido muy heterogénea por países.

Con estas previsiones, el PIB de América Latina recobraría el nivel previo a la crisis sanitaria en 2022, aunque no lo habrían hecho varias de sus principales economías, como Argentina y México. Así pues, la región mostraría una pérdida relativa de PIB respecto al resto de las economías emergentes (excluyendo a China), que se espera que alcancen en 2022 un PIB más de un 7 % superior al anterior a la pandemia. Este peor comportamiento relativo vendría a acumularse al ya registrado en el quinquenio previo: entre 2014 y 2019, el PIB de América Latina registró un crecimiento acumulado de algo menos del 4 %, mientras que el del resto de las economías emergentes, excluyendo a China, lo hizo en más de un 27 %. De hecho, economías como la de Argentina o Brasil presentaban un nivel de PIB en 2019 inferior al de 2013. Esta situación reafirma la necesidad de poner en marcha un programa amplio de reformas estructurales que permita a la región alcanzar un mayor crecimiento potencial, especialmente mediante un aumento sostenido de la productividad¹³.

En cualquier caso, la incertidumbre sobre estas perspectivas de evolución económica es muy elevada. Por ello, a continuación se presentan un conjunto de escenarios de riesgo, que se agrupan en dos bloques. Por una parte, se proporcionan impactos hipotéticos sobre la actividad de la materialización de diferentes escenarios epidemiológicos. Por otra parte, tomando como base un escenario de superación gradual de la enfermedad, se plantean un conjunto de riesgos de naturaleza macrofinanciera.

Las principales fuentes de incertidumbre relacionadas con la pandemia se refieren a la velocidad del proceso de vacunación y a su efectividad

El escenario más probable en la actualidad, en el que se vislumbra el control de la enfermedad del COVID-19 este año 2021, es también incierto, dado que la solución médica a escala global podría retrasarse. Así, en particular, no es descartable que

13 Véase Banco de España (2020e).

los planes no puedan llevarse a cabo dentro de los plazos previstos. Además, preocupa en especial la eventual pérdida de la inmunidad por la aparición de nuevas variantes del virus, algunas potencialmente más contagiosas y letales, que podrían restar efectividad a las vacunas actuales y a la inmunidad adquirida hasta el momento de forma natural. Esto podría llevar asociada la necesidad de introducir nuevas medidas de contención.

Para evaluar el hipotético impacto económico de algunos de estos riesgos epidemiológicos, en los gráficos 6.2 a 6.4 se presentan escenarios alternativos, elaborados con un modelo epidemiológico¹⁴. En concreto, en el gráfico 6.2 se muestran las pérdidas de PIB asociadas a dos escenarios desfavorables con respecto a un escenario que se toma como base, en el que se asume que la pandemia se supera de manera gradual¹⁵, para las seis economías de mayor tamaño de América Latina. En concreto, siguiendo a Rungcharoenkitkul (2021), en un escenario de «vacunación lenta», se considera que la vacunación avanza a un tercio del ritmo del escenario base, mientras que, en un escenario de «reinfeción», se supone la pérdida de la inmunidad de las personas pasados 60 días de la infección o la vacunación. En el primer caso, las pérdidas de producto en 2021 oscilarían entre el 3% en Perú hasta algo menos del 0,5% en Chile, y se encuentran inversamente relacionadas con la intensidad observada hasta la fecha en el avance de los procesos de vacunación y con la parte de la población que ha adquirido inmunidad natural al haber superado la enfermedad. En el segundo caso, los impactos son sustancialmente superiores, desde 2 pp hasta 7 pp de PIB, con unas dinámicas adversas muy marcadas por los porcentajes de población susceptible de infectarse; aquí, las ventajas de los procesos de vacunación se reducen.

Entre los riesgos macrofinancieros, destacan un eventual aumento de las tensiones financieras, un nuevo plan de estímulo fiscal en Estados Unidos, la materialización de efectos adversos sobre el crecimiento potencial y el aumento de las tensiones sociales

A partir de un escenario de referencia similar al contemplado por el consenso de analistas, se plantean varios escenarios de riesgo macrofinanciero (véase recuadro 1). Primero, se simula un aumento transitorio de las tensiones en los mercados financieros de referencia y de la incertidumbre sobre las políticas económicas.

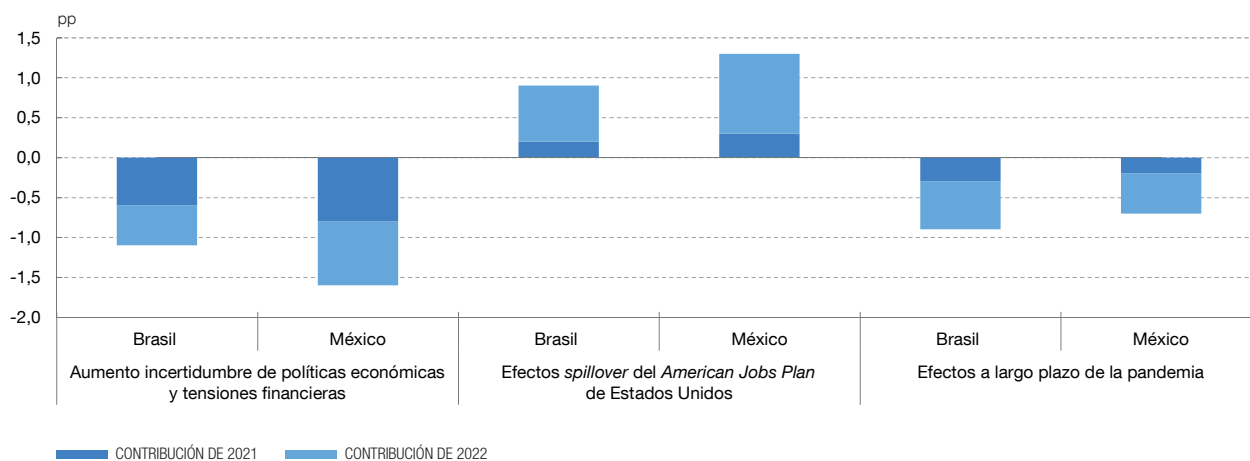
14 Se usa el modelo de Rungcharoenkitkul (2021). Se trata de un modelo epidemiológico tipo SEIR (*Susceptible-Exposed-Infectious-Recovered*), que describe la evolución de la pandemia condicionada a la elección de movilidad de la sociedad. La reducción de la movilidad se traduce en pérdidas en términos de PIB, utilizando factores de conversión específicos de cada país, y asumiendo una relación lineal entre movilidad y PIB. Los factores son los ratios de las revisiones acumuladas de las previsiones de crecimiento de 2020 (la diferencia entre las previsiones de crecimiento del PIB de consenso para 2020 realizadas a finales de 2020 y las efectuadas a principios de año) y la caída de la movilidad media durante 2020.

15 En concreto, en línea con Rungcharoenkitkul (2021), se asume un progreso lineal del ritmo de vacunación hasta agotar todas las dosis contratadas a finales de 2021.

ESCENARIOS DE RIESGO SOBRE LA EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE BRASIL Y MÉXICO

Bajo el supuesto de que habrá una superación gradual de la pandemia, se consideran tres escenarios de riesgos macrofinancieros de distinto signo (aumento transitorio de las tensiones financieras y de la incertidumbre sobre las políticas económicas, un nuevo plan de estímulo fiscal en Estados Unidos y la materialización de permanentes efectos adversos de la pandemia sobre el crecimiento potencial) para la evolución de las economías de Brasil y México en 2021 y en 2022.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PIB EN 2021-2022 EN CADA ESCENARIO Y PAÍS (a)



FUENTE: Banco de España.

a Desviaciones con respecto a las proyecciones del escenario de referencia.



Además, se considera un escenario en el que en Estados Unidos se aprobaría el nuevo paquete fiscal de inversión pública anunciado el 31 de marzo. Finalmente, se plantea un escenario en el que se asume que la pandemia tiene efectos permanentes a la baja sobre los factores que determinan el nivel de producción a largo plazo (trabajo y capital) y sobre el grado de eficiencia de su combinación (lo que determina la productividad total de estos factores) y, por tanto, sobre la capacidad de crecimiento. Todos los ejercicios se restringen a las dos economías de mayor tamaño, Brasil y México, en las que el sistema bancario español tiene las mayores exposiciones de la región.

Los principales resultados de estos ejercicios se muestran en el gráfico 7. Un incremento transitorio de la incertidumbre financiera y sobre las políticas económicas llevaría a un menor crecimiento del PIB tanto en 2021 como en 2022 y tendría un mayor impacto sobre México, pues esta economía presenta una mayor sensibilidad a dicha variable. La pérdida acumulada de producto se situaría en algo más del 1,5 % y del 1 % en México y Brasil, respectivamente. En el caso de que se lanzara un nuevo plan fiscal en Estados Unidos a partir de finales de año, y bajo el supuesto de que no se produce un endurecimiento de la política monetaria en ese país, se produciría un mayor crecimiento del PIB, especialmente en el año 2022. Además, el efecto positivo sobre el crecimiento sería mayor para la economía mexicana, pues

más del 80 % de las exportaciones de ese país tienen como destino Estados Unidos y se trata de una economía mucho más abierta que la brasileña. En concreto, el PIB se expandiría en términos acumulados en 2021-2022 casi 1,5 pp y 1 pp en México y Brasil, respectivamente. Por último, en el escenario en el que se asume que la pandemia induce efectos permanentes a la baja sobre el crecimiento a largo plazo, se observaría una pérdida de producto en 2021-2022 cercana a 1 pp en Brasil y algo menor en México.

Un elemento de incertidumbre adicional para la región no considerado en los ejercicios anteriores es el relacionado con el denso calendario de elecciones legislativas y presidenciales programadas para este año y el próximo. Estas citas electorales tendrán lugar en un contexto de amplio malestar social —como ya mostraron las manifestaciones y movilizaciones de la segunda mitad de 2019—, que podría haber quedado enmascarado temporalmente por la actual situación de crisis sanitaria. Estas tensiones sociales pueden aumentar de grado por el notable deterioro experimentado en los mercados de trabajo y el agravamiento de ciertas tendencias que se percibían antes de la pandemia, como la mayor desigualdad en la distribución de la renta y la riqueza y el aumento de la pobreza. En este sentido, en 2020 la pobreza aumentó 3,2 pp —hasta el 33,7 % de la población— y la pobreza extrema, 0,8 pp —hasta el 12,5 % de la población— (véase gráfico 8.1). Esto ha ocasionado retrocesos en el proceso de reducción de la pobreza que se había desarrollado en las dos últimas décadas¹⁶. Esta situación puede dañar el apoyo a las instituciones en la región (véase gráfico 8.2), en un contexto de elevada polarización política y menor estabilidad (véanse gráficos 8.3 y 8.4).

Más allá de los costes económicos que puedan tener en el corto plazo eventuales episodios de tensiones sociales y políticas, se mantiene elevada la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas (véase gráfico 8.5), lo que podría incidir negativamente en la posibilidad de que se implementen programas de reformas institucionales y económicas que permitan dar una solución a los problemas estructurales de la región, además de impactar negativamente sobre la actividad económica (véase gráfico 8.6).

No obstante, en este contexto de elevada incertidumbre, las vulnerabilidades estructurales de la región son menores que en episodios de turbulencia previos

Por una parte, como se aprecia en el gráfico 9, de acuerdo con un conjunto amplio de indicadores, la vulnerabilidad de las economías de la región es menor en ciertos aspectos que la que había en otros episodios pasados de turbulencias financieras. Así, por ejemplo, a finales de 2020, estas economías presentaban un saldo por cuenta corriente más ajustado —aunque, como se ha señalado, esto podría tener un

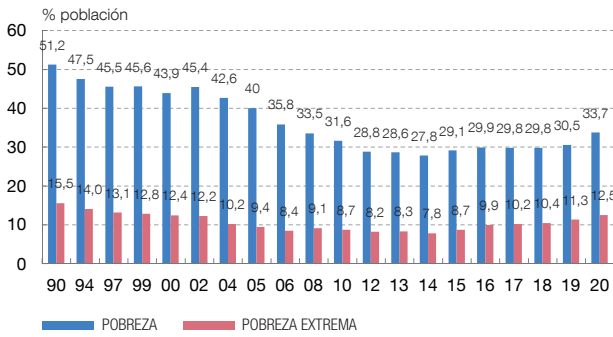
16 Véase Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2021).

Gráfico 8

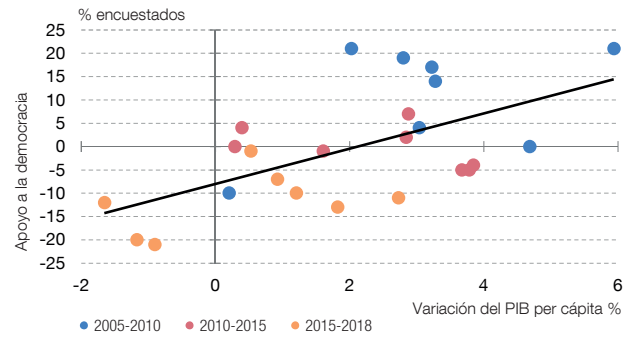
TENSIONES SOCIALES

En 2020, la región sufrió un fuerte retroceso en materia de pobreza. Esta situación, junto a la caída del PIB per cápita, puede dañar el apoyo a las instituciones democráticas de la región, en un contexto de elevada polarización política y menor estabilidad política. Se mantiene elevada la incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas de la región, sobre todo en Chile, Perú y Colombia, lo que impacta negativamente en la actividad económica de la zona.

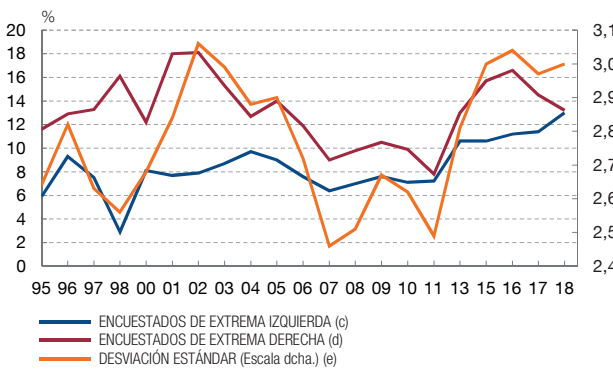
1 AMÉRICA LATINA. PERSONAS EN SITUACIÓN DE POBREZA Y POBREZA EXTREMA (1990-2020)



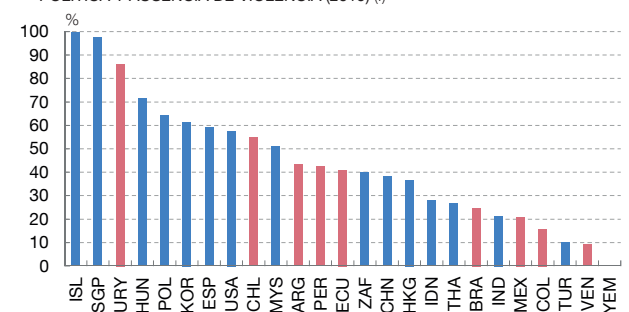
2 CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA (a) Y APOYO A LA DEMOCRACIA (b)



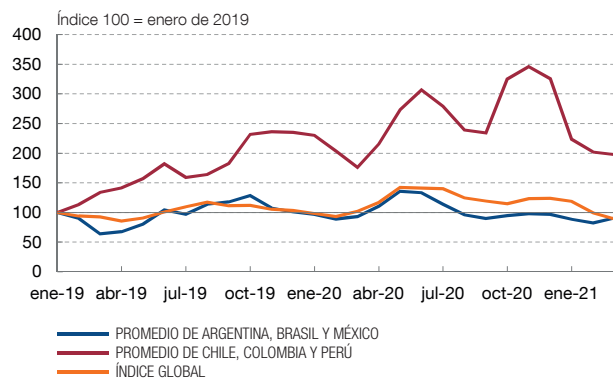
3 GRADO DE POLARIZACIÓN DE LA POLÍTICA



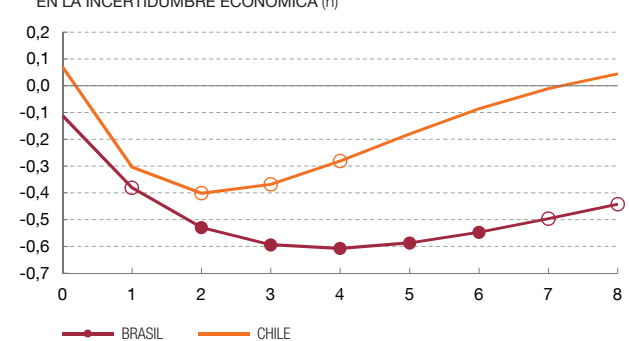
4 PERCENTIL EN EL RANKING DEL BANCO MUNDIAL SOBRE ESTABILIDAD POLÍTICA Y AUSENCIA DE VIOLENCIA (2019) (f)



5 ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE LA POLÍTICA ECONÓMICA (g)



6 FUNCIONES DE IMPULSO-RESPUESTA DEL PIB A CAMBIOS EN LA INCERTIDUMBRE ECONÓMICA (h)



FUENTES: CEPAL, Banco Mundial, Latinobarómetro de 2018 y Banco de España [a partir de Ghirelli, Pérez y Urtasun (2020)].

- a Variación media en el quinquenio del PIB per cápita en dólares constantes. Ocho mayores economías, excluida Venezuela.
- b Variación entre las fechas indicadas del porcentaje de encuestados que afirman que «la democracia es preferible a cualquier otra forma de gobierno». El dato corresponde a 2018, dado que la encuesta para 2019 no se pudo realizar por la crisis del COVID-19.
- c Encuestados que se sitúan en las escalas 0 y 1 de la pregunta: «En política se habla normalmente de izquierda y derecha. En una escala donde 0 es la izquierda y 10 la derecha, ¿dónde se ubicaría usted?».
- d Encuestados que se sitúan en las escalas 9 y 10 en la pregunta: «En política se habla normalmente de izquierda y derecha. En una escala donde 0 es la izquierda y 10 la derecha, ¿dónde se ubicaría usted?».
- e Desviación estándar de todas las respuestas obtenidas en la pregunta sobre la escala política.
- f Un percentil más elevado indica una mejor posición en el ranking.
- g Media móvil trimestral del indicador que se construye a partir del número de artículos publicados en la prensa española que contienen un conjunto de palabras relacionadas con el concepto de incertidumbre acerca de las políticas económicas (EPU).
- h Respuesta del PIB ante un incremento de una desviación estándar de la incertidumbre económica, medida por el EPU descrito en la nota al pie «g». Los círculos con relleno indican significatividad al 5 %; los círculos sin relleno, significatividad al 10 %, y las líneas sin marcadores, ausencia de significatividad estadística a niveles convencionales.

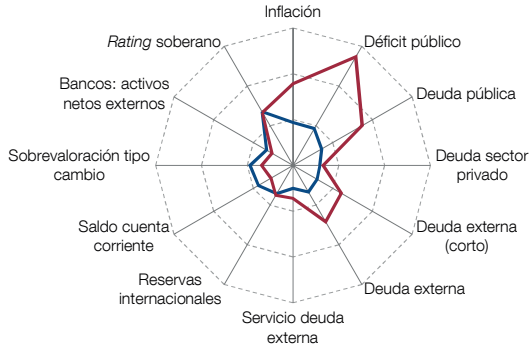


Gráfico 9

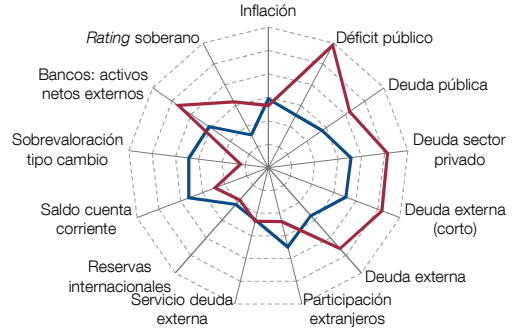
INDICADORES DE VULNERABILIDAD (a)

En general, las mayores economías latinoamericanas muestran una situación fiscal más deteriorada que en períodos previos de turbulencias, al igual que unos mayores niveles de deuda externa, privada y pública. No obstante, el desequilibrio exterior, medido por el saldo de la balanza corriente y la sobrevaloración del tipo de cambio, es menor; las reservas, mayores, y la inflación, más reducida.

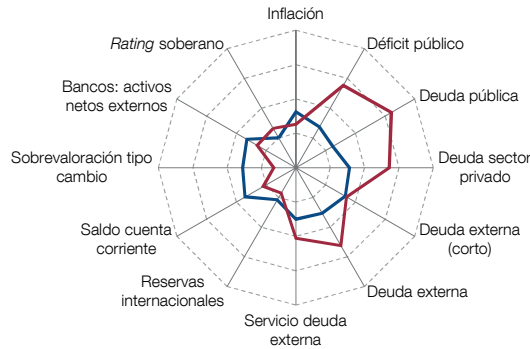
1 ARGENTINA



2 BRASIL



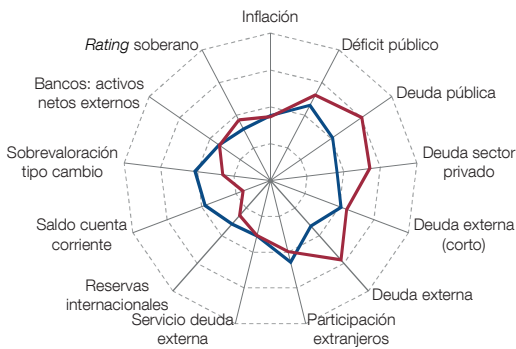
3 CHILE



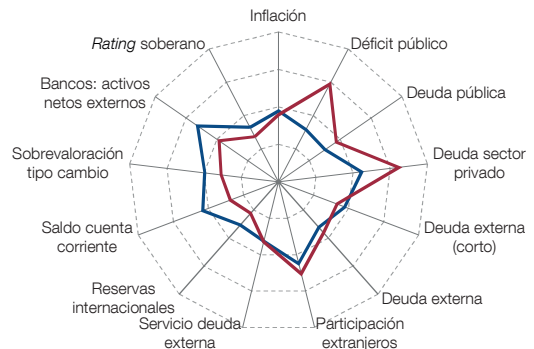
4 COLOMBIA



5 MÉXICO



6 PERÚ



— MEDIA TURBULENCIAS PREVIAS (b) — 2020

FUENTE: Banco de España.

a Series estandarizadas. Una línea más cercana al origen representa una menor vulnerabilidad.

b Media de los datos del tercer trimestre de 2008 (crisis financiera global), primer trimestre de 2013 (*taper tantrum*) y segundo trimestre de 2015 (desplome de las bolsas chinas).



componente transitorio por el efecto de la pandemia sobre el ahorro—, mayores reservas internacionales, una inflación más reducida y unos tipos de cambio más acordes con su media histórica. Sin embargo, el volumen de deuda, tanto externa como interna, ya sea pública o privada, es significativamente mayor ahora. En general, la participación de los inversores internacionales en los mercados locales es inferior, lo que disminuiría el riesgo de salida de flujos de capitales de cartera en caso de turbulencias, pero podría dificultar la colocación de nuevos pasivos.

En sentido más amplio, la situación de vulnerabilidad de la región durante la crisis sanitaria no habría empeorado sustancialmente (véase cuadro 2)¹⁷, salvo en el plano fiscal. Esto es así sobre todo en Brasil, que aparece en el rango alto de riesgos en la comparación con otros emergentes. El deterioro de las variables macroeconómicas ha sido, igualmente, significativo —por el hundimiento de las tasas de crecimiento—, y se mantienen niveles altos de incertidumbre institucional, como reflejan los valores de los indicadores de riesgo político y calidad institucional de la mayor parte de la región. Por el contrario, tanto el sector externo como el bancario mantienen niveles de vulnerabilidad moderados, apoyados en los programas públicos de apoyo y las medidas regulatorias y macroprudenciales.

Para hacer frente a eventuales escenarios adversos, resulta crucial el papel de las políticas económicas nacionales, que, no obstante, podrían estar viendo reducidos sus márgenes de actuación, tanto en el ámbito monetario como en el fiscal

En cuanto a la política monetaria, en el transcurso del último año, y en un contexto en el que la inflación se ha mantenido contenida (véase gráfico 10.1) y las expectativas de inflación ancladas (véase gráfico 10.2), los bancos centrales de la región han implementado políticas muy expansivas¹⁸, como se ha mencionado anteriormente. Esto ha llevado a los tipos de interés oficiales hasta niveles de mínimos históricos en casi todos los casos (véanse gráficos 10.3 y 10.4), situándolos, en términos reales, en negativo, así como a un aumento considerable del tamaño de los balances de los bancos centrales (véase gráfico 10.5).

Por tanto, el espacio para poder proporcionar estímulos monetarios en el futuro, si fueran necesarios, se va reduciendo. Una de las variables que influirá de manera decisiva en el espacio disponible será la evolución de la inflación. Las presiones inflacionistas derivadas de las condiciones internas son reducidas, dadas las

17 Estos mapas de calor están contruidos a partir de los percentiles en los que se sitúa cada dato en cada momento del tiempo en una distribución de frecuencias temporal (para cada país desde 1993 a 2020) y transversal (comparando con otras 16 economías emergentes en el mismo momento del tiempo), a lo que se asigna un determinado color según representen mayores o menores riesgos, con una gradación del rojo al verde. Para mayor detalle sobre la metodología y la utilidad de los mapas, véase Alonso y Molina (2021).

18 Véase, por ejemplo, Banco de España (2020b), Fondo Monetario Internacional (2021a), Banco Mundial (2021a) y Banco Interamericano de Desarrollo (2021).

Cuadro 2

AMÉRICA LATINA: SITUACIÓN DE VULNERABILIDAD (a)



FUENTE: Alonso y Molina (2021).

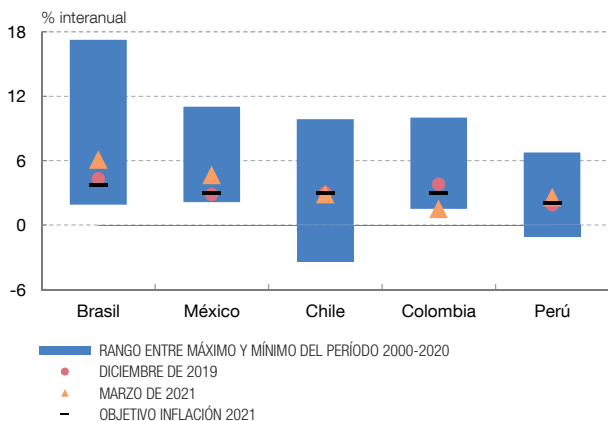
- a El nivel de riesgo se señala con colores más similares al verde (asociados a niveles menores de vulnerabilidad), al amarillo (vulnerabilidad media) o al rojo (variables situadas en los percentiles de riesgo más elevados)
- b Diferencial soberano (nivel y variación trimestral), variación trimestral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

brechas de producto negativas existentes en las economías, lo que previsiblemente limitará los incrementos salariales y los beneficios empresariales. No obstante, en algunos de los países de la región con objetivo de inflación, recientemente se viene observando un aumento de la inflación de algunas partidas, especialmente en las partidas más volátiles —alimentos y bienes y servicios energéticos—, que tienen una ponderación muy importante en las economías de referencia. Esto ha llevado a un cierto aumento de las expectativas de inflación en algunos países (véase gráfico 10.2), lo que podría llegar a trasladarse a sus componentes no subyacentes, especialmente cuando se esperan aumentos adicionales de la tasa de inflación

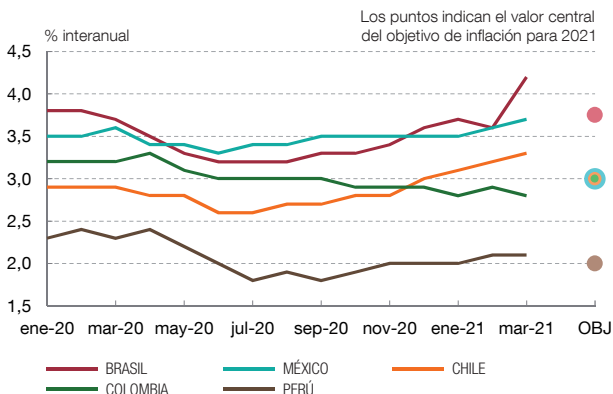
Gráfico 10
POLÍTICA MONETARIA

En un contexto de inflación contenida y expectativas ancladas, los bancos centrales de la región implementaron una política monetaria muy expansiva, con tipos de interés oficiales en muchos casos en mínimos históricos y tipos de interés reales negativos, y otras medidas innovadoras para la región (compra de activos). Todo ello condujo a un aumento del balance de los bancos centrales. El incremento reciente de la inflación y el deterioro de las expectativas han llevado a algunos países a revertir (Brasil) o pausar (México) estas políticas expansivas.

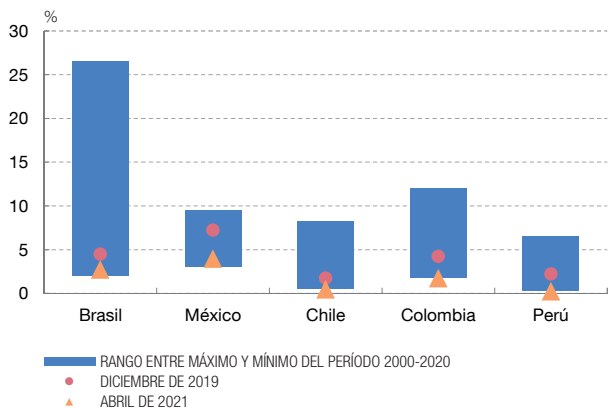
1 INFLACIÓN (a)



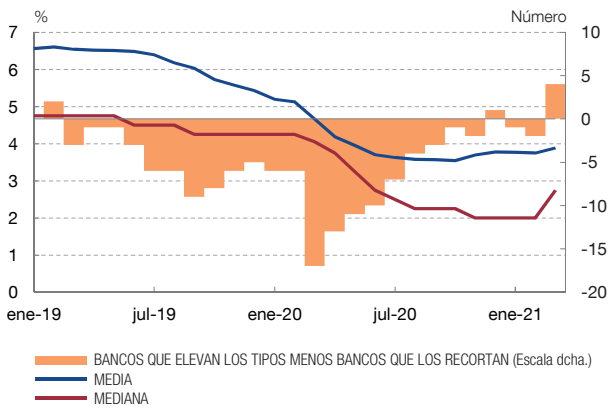
2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PARA DICIEMBRE DE 2021



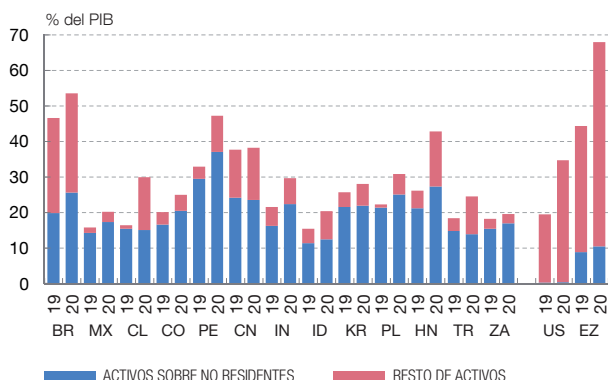
3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (a)



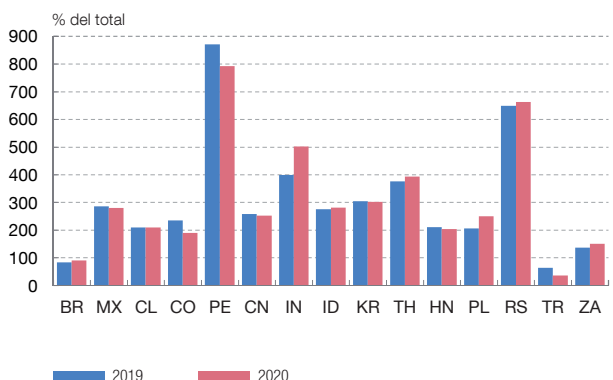
4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



5 BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES (% PIB) (b)



6 RESERVAS (% DEUDA EXTERNA A CORTO PLAZO) (b)



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecast y estadísticas nacionales.

- a Las columnas representan el rango entre el mayor y el menor valor en el período comprendido entre el año 2000 y el último dato disponible.
- b Datos a final de cada año.



interanual en los próximos meses. De hecho, esta fue la principal razón esgrimida por el Banco Central de Brasil para iniciar un ciclo de subidas de tipos de interés oficiales el 17 de marzo de este año. Por su parte, el Banco Central de México detuvo su ciclo de relajación monetaria el pasado 11 de febrero, debido a que considera que se debe propiciar un ajuste de precios relativos sin afectar la formación de precios y las expectativas de inflación. En este contexto, los mercados financieros descuentan un cierto endurecimiento de la política monetaria en los meses finales de 2021 o los primeros de 2022¹⁹.

Por su parte, las condiciones de financiación externas se han endurecido en los últimos meses —como se ha mostrado anteriormente—, a pesar de que los bancos centrales de las economías desarrolladas han mantenido su mensaje de que las políticas monetarias seguirán siendo acomodaticias. Este factor también podría limitar la posibilidad de adoptar más estímulos monetarios en América Latina, si fueran necesarios para enfrentar la materialización de eventuales escenarios adversos, en particular, en un contexto de desincronización de la situación económica entre la región y las principales áreas avanzadas. Asimismo, en el caso de que la recuperación fuera más dinámica o más adelantada de lo esperado en otras regiones del mundo, los inversores podrían perder confianza en la resistencia de las economías latinoamericanas y dificultar la adopción de políticas monetarias más acomodaticias. En escenarios de este tipo, de hecho, las autoridades podrían tener que adoptar políticas monetarias más restrictivas por motivos de cumplimiento de su objetivo de inflación y estabilidad financiera. No obstante, para enfrentar un eventual endurecimiento de las condiciones financieras externas, también podrían recurrir a otras herramientas, como las intervenciones cambiarias (véase gráfico 10.6), o a mayores compras de activos financieros, un instrumento novedoso en la región que ha demostrado su efectividad²⁰.

En cuanto a la política fiscal, la significativa respuesta a la pandemia²¹ y el desplome de la actividad resultaron en un notable incremento en 2020 del déficit público (de 4,8 pp, hasta el 8,7 % del PIB) (véase cuadro 1) y de la deuda pública (de 9,2 pp, hasta el 77,2 % del PIB) en el conjunto de la región. La expansión de la política fiscal se vio facilitada, además, por la relajación de los marcos de reglas presupuestarias, a través de su suspensión temporal o a través de la aplicación de las cláusulas de salvaguarda. En este sentido, Brasil invocó una cláusula de escape para excluir el gasto público relacionado con el COVID-19 del gasto público considerado en el

19 A fecha de cierre del Informe, los mercados financieros descuentan que el tipo de interés oficial en Brasil se sitúe unos 250 puntos básicos (pb) por encima de su nivel actual dentro de un año. En Chile, Colombia y México, la magnitud de las subidas de los tipos de interés oficiales descontadas para ese mismo período ascenderían a unos 100 pb, 125 pb y 75 pb, respectivamente.

20 Arslan, Drehmann y Hofmann (2020) muestran que las compras de bonos por parte de los bancos centrales de las economías emergentes redujeron significativamente los rendimientos de los bonos de deuda pública a largo plazo para un conjunto de países emergentes.

21 Véase «Database of Country Fiscal Measures in Response to the Covid-19 Pandemic», en Methodological and Statistical Appendix del FMI [Fondo Monetario Internacional (2021b)].

techo de gasto fijado en su Constitución y eliminó la obligación de cumplir un objetivo de saldo público primario, mientras que Colombia y Perú suspendieron temporalmente las reglas fiscales (en el segundo caso, a pesar de tener cláusulas de escape), y Chile y México modificaron los objetivos fiscales²². El deterioro de las cuentas públicas está siendo generalizado, aunque mostró una notable heterogeneidad (véanse gráficos 11.1 y 11.2), como se aprecia al comparar los casos de Brasil (aumento de 7,5 pp de PIB del déficit público) y México (de 3,5 pp), como consecuencia principalmente de la diferencia en la cuantía de los estímulos fiscales implementados en ambos casos.

Para algunos países, como Chile y Perú, que presentan un bajo endeudamiento público en relación con otros países emergentes y cuentan con fondos soberanos acumulados²³ y con la disponibilidad de líneas de crédito del FMI, el espacio para adoptar nuevos estímulos fiscales en el futuro sería más holgado. De hecho, Chile aprobó en marzo de 2021 un nuevo paquete fiscal por una cuantía del 2 % del PIB. No obstante, el deterioro de las principales magnitudes fiscales, que ha conducido los niveles de deuda pública a magnitudes inéditas en las últimas décadas, junto con la persistencia de la crisis y algunos problemas estructurales previos (como la situación de la petrolera estatal PEMEX, en México), está llevando, en algunos casos, a un aumento de la percepción del riesgo por parte de los inversores y de las agencias de calificación crediticia sobre la deuda de algunos países, como Colombia, Brasil o México. Por ejemplo, en Colombia, recientemente el Gobierno ha presentado al Congreso un proyecto de ley de aumento de los ingresos públicos.

Para ilustrar las eventuales restricciones al espacio fiscal disponible en las dos principales economías de la región —Brasil y México—, en los gráficos 11.5 y 11.6 se muestran las probabilidades simuladas de que la deuda pública de estos países se sitúe por encima de unos ciertos valores de referencia a finales de 2030, que se establecen en el rango del 90 % al 120 % del PIB en el caso de Brasil, y en el del 30 % al 70 % en el caso de México, de acuerdo con un modelo estocástico de análisis de sostenibilidad de la deuda²⁴. Las probabilidades se calculan para cinco escenarios. En el primero, se toma como origen para las simulaciones el cuarto trimestre de 2019, para definir un contrafactual que refleje el análisis que se habría realizado justo antes de la pandemia. Para el resto, se toma como origen el cuarto trimestre de 2021, de acuerdo con los escenarios macroeconómicos descritos en el recuadro 1 (escenario de referencia y tres escenarios de riesgo).

22 Véase recuadro 1.3 en Fondo Monetario Internacional (2021b).

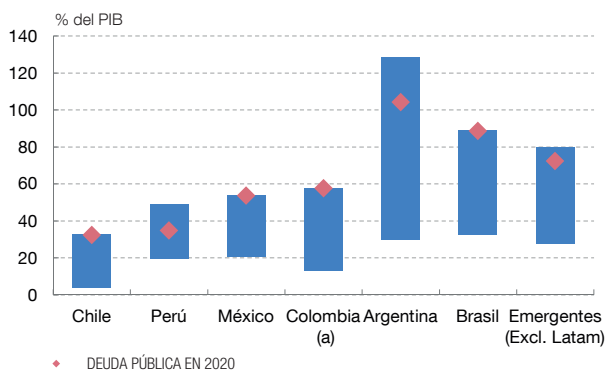
23 Véase Brunet, Cuadro y Pérez (2021).

24 Véase Alloza *et al.* (2020). Las simulaciones se realizan con un modelo de análisis estocástico de la sostenibilidad de las finanzas públicas, que permite proyectar las sendas futuras de las variables presupuestarias (déficit público y pagos de intereses de la deuda) y macroeconómicas (PIB, inflación y tipo de interés) relevantes para calcular sendas futuras de la deuda pública coherentes con el cumplimiento de la restricción presupuestaria del sector público. A su vez, las sendas futuras proyectadas (simulaciones de Montecarlo) permiten cuantificar el rango de las trayectorias de deuda a distintos horizontes, tomando como punto de partida los supuestos de cada escenario.

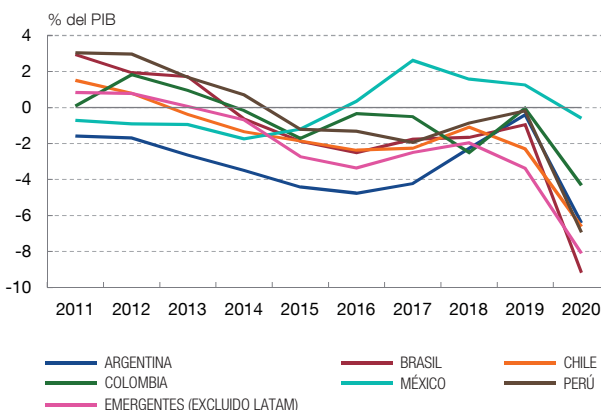
POLÍTICA FISCAL

El desplome de la actividad y la respuesta a la pandemia motivaron un deterioro generalizado, aunque heterogéneo, de las cuentas públicas de la región. La deuda pública se situó en muchos casos en máximos históricos, y las necesidades de financiación en 2021 serán elevadas para Brasil. Para ilustrar las dinámicas futuras de la deuda pública en Brasil y México, se muestran las probabilidades simuladas de que la deuda se sitúe por encima de unos ciertos valores de referencia a finales de 2030, para una serie de escenarios.

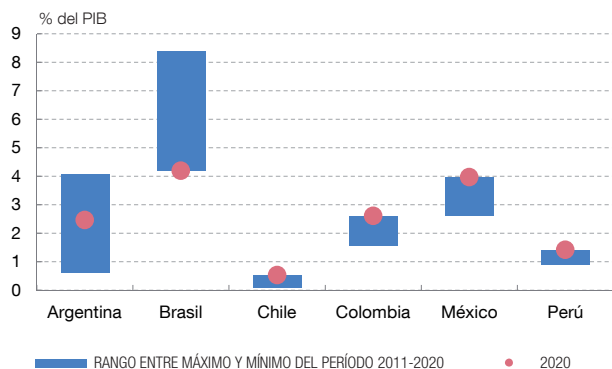
1 DEUDA PÚBLICA BRUTA



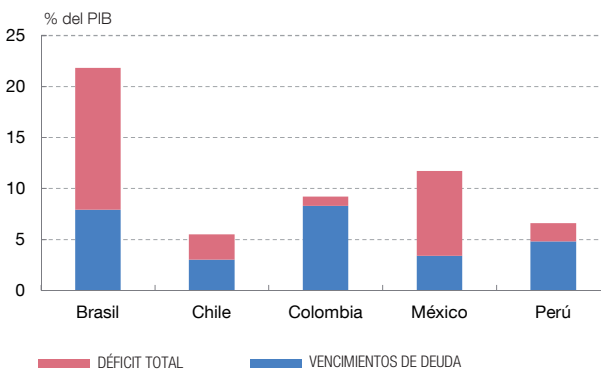
2 SALDO PÚBLICO PRIMARIO (b)



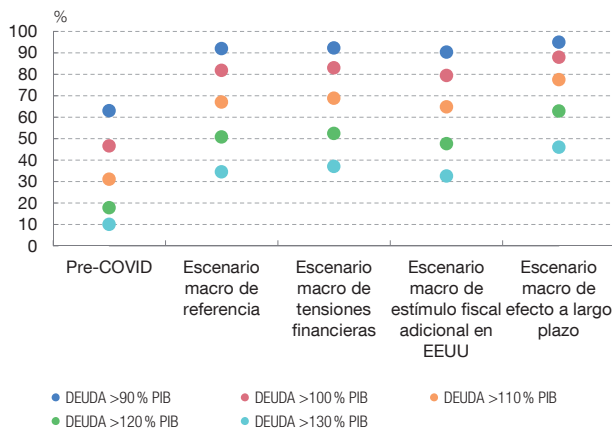
3 INTERESES DE LA DEUDA PÚBLICA (b)



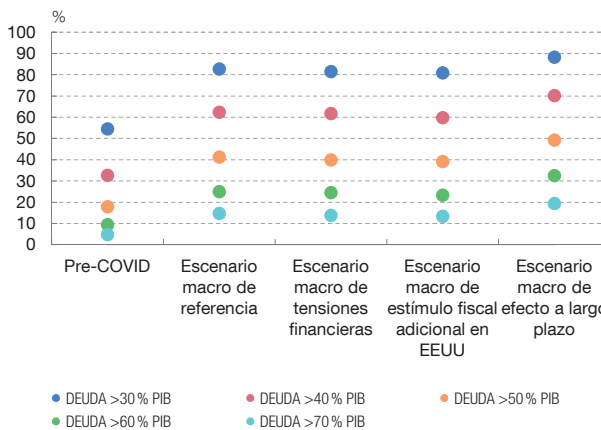
4 NECESIDADES DE FINANCIACIÓN PÚBLICA 2021 (b)



5 BRASIL: PROBABILIDAD DE QUE LA DEUDA PÚBLICA EXCEDA UN UMBRAL EN 2030 (c)



6 MÉXICO: PROBABILIDAD DE QUE LA DEUDA PÚBLICA EXCEDA UN UMBRAL EN 2030 (c)



FUENTES: FMI, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a Colombia: tercer trimestre de 2020.
- b Datos del FMI (WEO de abril de 2021).
- c Cada uno de los escenarios está asociado a una ratio de deuda sobre el PIB inicial diferente en el cuarto trimestre de 2021 (resultante de las simulaciones realizadas para esa variable en cada escenario durante 2021). Los puntos denotan las probabilidades de que la deuda supere en 2030 distintos umbrales estimados según la metodología de Alloza *et al.* (2020), partiendo de cada uno de los escenarios.



En el caso de Brasil (véase gráfico 11.5), si se toma como punto de partida el escenario macrofinanciero de referencia, la deuda pública se situaría en 2030 por encima del 90 % del PIB (un valor similar al 89,2 % observado en 2020), en nueve de cada diez simulaciones (probabilidad algo superior al 90 %). Esto señala la existencia de considerables riesgos de persistencia de los actuales niveles de deuda pública, situados en máximos históricos. En general, los escenarios alternativos considerados no cambian esta valoración. Las tensiones en el ámbito fiscal para este país ya eran visibles con datos anteriores a la pandemia. Así, tomando como base los datos disponibles hasta el cuarto trimestre de 2019, la probabilidad contrafactual estimada de que la deuda pública sea superior en 2030 al 90 % del PIB se situaba en torno al 60 %, partiendo de un valor observado en aquel momento del 74,2 % del PIB.

En cuanto a México (véase gráfico 11.6), partiendo del escenario macrofinanciero de referencia, la deuda pública se situaría por encima de los 50 pp del PIB en 2030 con una probabilidad del 40 %, lo que indica una trayectoria subyacente esperada en la que la deuda se estabilizaría o disminuiría en el medio plazo, dado que en este escenario se estima que el endeudamiento público se sitúa en torno a ese nivel a finales de 2021. En general, los escenarios alternativos considerados no cambian esta valoración. No obstante, la probabilidad de que la deuda se sitúe en el medio plazo por encima del nivel anterior a la pandemia (43,8 % del PIB en 2019) ha aumentado sustancialmente con respecto a las tendencias subyacentes en ese momento. Así, la probabilidad de que se observe una deuda superior a los 40 pp del PIB en 2030 ha pasado del 30 % —si se toma el cuarto trimestre de 2019 como origen para las simulaciones— al 60 %-70 % en el resto de los escenarios.

En todo caso, los escenarios anteriores no recogen diversas fuentes de incertidumbre que afectarían a los resultados. Así, las fluctuaciones del tipo de cambio podrían generar efectos de valoración relevantes; en particular, para México²⁵. De la misma forma, la materialización de pasivos contingentes (tales como eventuales rescates a empresas públicas) podría aumentar la deuda pública por encima de lo considerado en este ejercicio.

Si el espacio de las políticas nacionales se viera comprometido, adquiriría particular importancia, de nuevo, el papel de la red de seguridad global y regional

Entre el apoyo disponible se encuentran, en primer lugar, las líneas *swap* con los bancos centrales de Brasil y México y las operaciones *repo* a un día (*Temporary Foreign and International Monetary Authorities*, FIMA) ofrecidas por la Reserva Federal para aumentar la oferta de dólares en las economías de la región, que han sido de particular importancia en el último año. Asimismo, desempeñan un papel

25 En torno a un 25 % de la deuda pública mexicana está denominada en moneda extranjera.

fundamental las líneas de crédito flexible concedidas por el FMI (*Flexible Credit Line*, FCL) a Chile, Colombia, México y Perú. Excluyendo el préstamo a Argentina²⁶, la asistencia financiera a América Latina y el Caribe supone el 62 % del total de las líneas de crédito. En diciembre de 2020, el FMI desembolsó al Gobierno colombiano 5.400 millones de dólares, lo que supone algo más del 30 % de la línea FCL concedida al país por el FMI. Otras instituciones multilaterales también están teniendo un papel importante en la mitigación de la crisis sanitaria en América Latina —el Banco Mundial, el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) o el Banco Interamericano de Desarrollo (BID)—, incluso con una reciente iniciativa para apoyar a la región para que mejore su capacidad de negociación en el acceso a las vacunas²⁷.

Finalmente, a partir del análisis presentado en este Informe, se considera que la compleja situación económica y los retos identificados refuerzan la necesidad de que se implementen programas de reformas institucionales y económicas en América Latina, que incidan en los problemas estructurales de la región.

Fecha de cierre: 19.4.2021.

Fecha de publicación: 28.4.2021.

26 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)].

27 <https://www.iadb.org/es/noticias/bid-apoyara-america-latina-y-el-caribe-para-negociar-rapido-acceso-las-vacunas>.

BIBLIOGRAFÍA

- Alloza, M., J. Andrés, J. J. Pérez y J. Rojas (2021). «Implicit public debt thresholds: an operational proposal», *Journal of Policy Modelling*, 42, pp. 1408-1424.
- Alonso, I., y L. Molina (2021). *A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard*, Documentos Ocasionales, n.º 2111, Banco de España.
- Arslan, Y., M. Drehmann y B. Hofmann (2020). «Central bank bond purchases in emerging market economies», *BIS Bulletin*, n.º 20 (junio).
- Banco Central de Chile (2020). «Descripción y efectos de corto plazo de retiro de ahorros previsionales», recuadro II.1, *Informe de Política Monetaria*, septiembre.
- Banco Central de Chile (2021). *Informe de Política Monetaria*, marzo.
- Banco Central Europeo (2020). «The scarring effects of past crises on the global economy», recuadro 1, *Economic Bulletin*, 8/2020.
- Banco de España (2020a). «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020.
- Banco de España (2020b). «Los programas de compra de activos financieros por parte de los bancos centrales de América Latina», recuadro 1, «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020.
- Banco de España (2020c). *Informe Anual 2019*, epígrafe 3 y recuadro 3.1, junio.
- Banco de España (2020d). «Evolución de la pandemia de Covid-19 en América Latina y sus efectos económicos», recuadro 3, *Boletín Económico*, 3/2020.
- Banco de España (2020e). «Informe de Economía Latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2019). *Presente y futuro de las pensiones en América Latina y el Caribe*, monografía.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2021). «Oportunidades para un mayor crecimiento sostenible tras la pandemia», *Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2021*.
- Banco Mundial (2021a). *Global Economic Prospects*, enero 2021.
- Banco Mundial (2021b). «Renewing with growth», 2021 Semiannual Report of the Latin America and the Caribbean Region, marzo.
- 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.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2021). *Panorama social de América Latina, 2020*.
- Brunet, J., L. Cuadro y J. J. Pérez (2021). *Fondos públicos de contingencia para situaciones de emergencia: lecciones de la experiencia internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 2032, Banco de España.
- Fondo Monetario Internacional (2020a). *World Economic Outlook. A long and difficult ascent*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2020b). *Regional Economic Outlook. Western Hemisphere. Pandemic Persistence Clouds the Recovery*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2021a). *World Economic Outlook. Managing diverging recoveries*, abril.
- Fondo Monetario Internacional (2021b). *Fiscal Monitor. A fair shot*, 2021.
- 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.
- Hernández de Cos, Pablo (2021). «Situación económica y retos de las economías de América Latina», Consejo Empresarial Alianza por Iberoamérica (CEAPI).
- Rungcharoenkitkul, P. (2021). «Macroeconomic consequences of pandexit», *mimeo*, BIS.
- 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.

SUPUESTOS TÉCNICOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO

Las perspectivas económicas de América Latina a corto y a medio plazo, al igual que en la mayoría de los países y de las regiones, se encuentran muy condicionadas por la evolución epidemiológica. La elevada incertidumbre sobre esta aconseja tratar las proyecciones disponibles con especial cautela y formular escenarios alternativos, hipotéticos, sobre la evolución futura de la pandemia, como se hace en el texto principal de este Informe. Algunos elementos de incertidumbre pueden resolverse con un impacto económico que podría ser positivo (por ejemplo, por mejoras en el proceso de vacunación), pero también negativo en otros casos (derivado de un aumento de los contagios). No obstante, incluso bajo una situación de superación gradual de la pandemia, existen otros factores de riesgo macrofinanciero que podrían incidir sobre el perfil de la recuperación económica de América Latina que esperan los analistas privados y públicos. Para tratar de reflejar, de manera aproximada, el eventual impacto de algunos de estos elementos de riesgo en las principales economías de la región —Brasil y México—, en este recuadro se describe, en primer lugar, un escenario de referencia para la evolución de estas dos economías en 2021 y en 2022, bajo el supuesto de que se llega al control de la enfermedad de manera gradual. A partir de este escenario, en segundo lugar, se construyen tres escenarios alternativos, que inciden en la eventual materialización de un episodio de tensiones en los mercados financieros, los *spillovers* positivos derivados de la aprobación de un nuevo plan fiscal en Estados Unidos, así como en la aparición de posibles efectos permanentes a la baja sobre el crecimiento a largo plazo derivados del impacto de la pandemia.

El escenario de referencia parte de la información coyuntural disponible a corto plazo, referida, fundamentalmente, a los indicadores financieros y de actividad económica hasta mediados de marzo de 2021. Con respecto a la actividad del primer trimestre del año, en Brasil se espera una ralentización significativa de la actividad (una caída del 0,4 % intertrimestral, tras el avance del 3,2 % del trimestre anterior), dadas la evolución

desfavorable de la epidemia y las señales de los indicadores de corto plazo (en particular, producción industrial, confianza de los consumidores y ventas al por menor). En México, por su parte, se espera una variación intertrimestral nula del producto (3,3 % en el cuarto trimestre de 2020), debido a que el efecto positivo de la demanda externa se habría visto contrarrestado por la debilidad de la demanda interna, en parte relacionada con un endurecimiento de las restricciones en algunas entidades federativas a causa de la pandemia.

Más allá del corto plazo, y de manera crucial, el escenario de referencia se basa en el supuesto de una recuperación gradual de la situación epidemiológica a medio plazo. La previsión asume, en el horizonte de tres años, una convergencia continuada hacia un nivel de movilidad normal y la eliminación completa de las restricciones al desempeño de la actividad económica. A finales de marzo, la movilidad en Brasil se situaba un 16 % por debajo de su nivel previo a la pandemia, y en México, un 9 %, por lo que la magnitud del impacto en la actividad económica de la recuperación completa de la movilidad a medio plazo es relativamente reducida, en un contexto, además, en el que se viene observando una reducción en la correlación entre ambas variables —actividad económica y movilidad— en los últimos trimestres.

El escenario de referencia se construye sobre una serie de supuestos técnicos¹, detallados en el cuadro 1, sobre las sendas de los precios del petróleo, de la volatilidad de los mercados financieros, de los tipos de interés oficiales, de los tipos de cambio, de los diferenciales de la deuda soberana y de los índices de incertidumbre de política económica². Los precios futuros del petróleo se han incrementado notablemente con respecto a los de seis meses atrás, pasando de valores inferiores a 50 dólares por barril a precios que superan el umbral de 60 dólares por barril, tanto en 2021 como en 2022. La volatilidad de los mercados financieros ha experimentado un incremento en 2020, y los nuevos supuestos asumen que una parte de esta mayor volatilidad persistirá en 2021 y 2022. Entre las variables financieras nacionales, una elevación del

1 El escenario de referencia se realiza con el apoyo de modelos econométricos (BVAR). 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 subyacente, el tipo de cambio del real brasileño y del peso mexicano respecto al dólar, el diferencial soberano de la deuda emitida en dólares de cada país respecto a la deuda pública estadounidense, el índice de incertidumbre de política económica y los tipos de interés oficiales.

2 Los supuestos técnicos se calculan siguiendo la metodología de los ejercicios de proyecciones macroeconómicas del Eurosistema. La fecha de cierre para la cual están calculadas las sendas de estas variables es el 18 de marzo de 2021.

SUPUESTOS TÉCNICOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO (cont.)

tipo de interés oficial de Brasil mayor de lo esperado en marzo llevó también a un incremento de la senda futura del tipo de interés oficial en ese país. En México, en cambio, las perspectivas sobre la política monetaria se mantuvieron estables, y las previsiones actuales contemplan una leve apreciación de la moneda.

En el cuadro 1 también se muestran los supuestos sobre la demanda externa. Con respecto a lo esperado en

octubre del pasado año, esta creció más de lo previsto en el segundo semestre de 2020, tanto en México como en Brasil, lo que se refleja también en una mayor tasa de crecimiento de la demanda externa en el año corriente. Este mayor dinamismo de la demanda externa se debe al mejor comportamiento de la demanda proveniente de Estados Unidos, en parte por el impacto estimado del paquete de estímulo fiscal de Estados Unidos aprobado el 11 de marzo³ (*American Rescue Plan*), sobre todo para

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

El escenario de referencia 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 de varios de los supuestos que se han asumido en el escenario de referencia.

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario	2020	Proyecciones de abril de 2021 (b) (c)		Diferencias entre los supuestos actuales y los supuestos del ejercicio de octubre de 2020 (d)		
		2021	2022	2020	2021	2022
Entorno internacional						
Demanda externa de Brasil (e)	-5,3	13,3	6,0	6,4	8,1	1,2
Demanda externa de México (e)	-9,3	17,1	3,3	5,4	11,5	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	42,3	65,1	61,5	-1,2	17,6	12,4
Condiciones monetarias y financieras						
Volatilidad de los mercados financieros globales (VIX) (nivel)	29,3	22,0	22,0	2,3	0,5	0,5
Tipo de interés oficial de Estados Unidos (nivel) (f)	0,6	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1
Tipo de interés oficial de Brasil (nivel) (f)	2,8	3,2	5,4	0,1	1,0	2,1
Tipo de interés oficial de México (nivel) (f)	5,3	4,1	4,8	0,0	-0,1	0,4
Tipo de cambio real brasileño / dólar (nivel)	5,2	5,6	5,7	0,0	0,3	0,3
Tipo de cambio peso mexicano / dólar (nivel)	21,5	20,7	20,8	-0,5	-1,7	-1,6

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

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 18 de marzo de 2021. 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 marzo del BCE 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 En relación con el ejercicio anterior, se ha actualizado la especificación del modelo en los siguientes aspectos: se ha cambiado la medida del diferencial soberano de la deuda pública en dólares entre Brasil/México y Estados Unidos de EMBI a EMBI+, y se ha añadido el índice de incertidumbre de política económica para Brasil y México (EPU). Para más detalles, véase C. Ghirelli, J. J. Pérez y A. Urtasun, *Economic policy uncertainty in Latin America: measurement using Spanish newspapers and economic spillovers*, Documentos de Trabajo, n.º 2024, Banco de España.
- d Las diferencias están expresadas en puntos porcentuales para las demandas externas y los tipos de interés, y en niveles para el resto de las variables.
- e La demanda externa está aproximada a partir de una medida sintética que incluye a los principales socios comerciales de cada país. Esta aproximación está basada en los datos del ejercicio de previsiones del BCE del mes de marzo; se ha añadido el impacto de la mayor demanda externa inducida por el *American Rescue Plan* de Estados Unidos utilizando un modelo de equilibrio general (NiGEM). Véase el recuadro 3 del *Boletín Económico*, 1/2021, para más detalles sobre la simulación del paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos.
- f Estas variables están expresadas en términos porcentuales.

3 La demanda externa está tomada del ejercicio de previsiones del Banco Central Europeo (BCE) del mes de marzo, a la que se ha añadido el impacto de la mayor demanda externa inducida por el estímulo fiscal de Estados Unidos utilizando un modelo de equilibrio general (NiGEM). Véase el recuadro 3 del *Boletín Económico*, 1/2021, para más detalles sobre la simulación del paquete de estímulo fiscal en Estados Unidos.

SUPUESTOS TÉCNICOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO (cont.)

el caso de México, así como a las mejores perspectivas de otros mercados, en particular el chino.

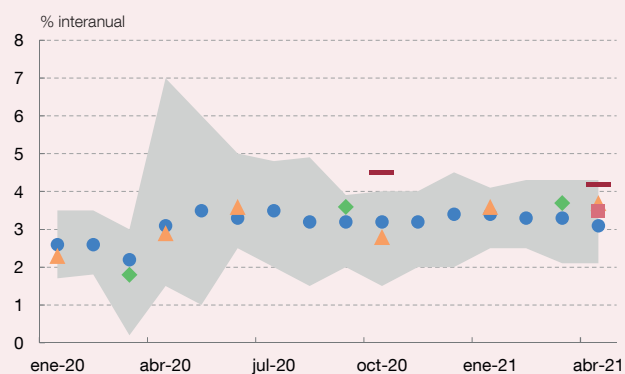
Los escenarios de referencia obtenidos bajo estos supuestos se muestran en el gráfico 1. Para Brasil se proyecta un avance del producto del 4,2 % en 2021 (tras la caída del 4,1 % de 2020), valor que se sitúa en el rango superior de las previsiones de los analistas, y del 2,2 % en

2022. En el caso de México, la economía crecería un 4,4 % en 2021 (-8,5 % en 2020), en línea con el consenso de los analistas, y un 2,5 % en 2022. A pesar del avance previsto en los dos años, de acuerdo con este escenario, solo Brasil habría recuperado el nivel de producto anterior a la pandemia (lo alcanzaría a fines de 2021), mientras que en México aún se situaría, a finales de 2022, casi un 2 % por debajo. Con respecto al informe semestral

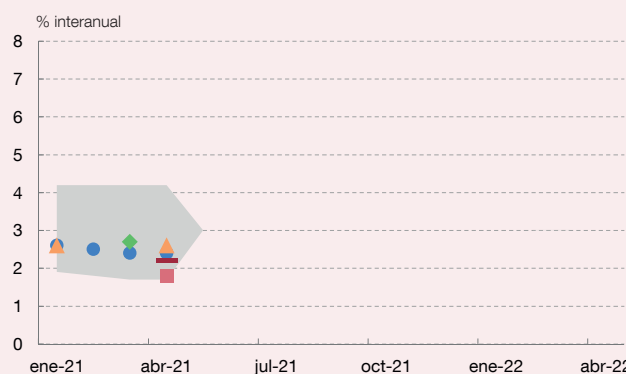
Gráfico 1
PREVISIONES DE CRECIMIENTO

Nuestro escenario de referencia proyecta un crecimiento del PIB para Brasil del 4,2 % en 2021, seguido de una estabilización del crecimiento del 2,2 % en 2022, y el crecimiento para México en los mismos años es del 4,4 % y del 2,5 %. Estas proyecciones son cercanas a las previsiones más recientes de organismos internacionales y de analistas privados, con excepción de la proyección para Brasil en 2021, que es algo superior, aunque sigue estando dentro del rango del consenso. En el caso de que se materializasen todos los escenarios considerados en este recuadro, el efecto combinado acumulado en 2021-2022 llevaría a tasas de crecimiento en torno a 1,1 pp y 1 pp menores que las esperadas en Brasil y México, respectivamente.

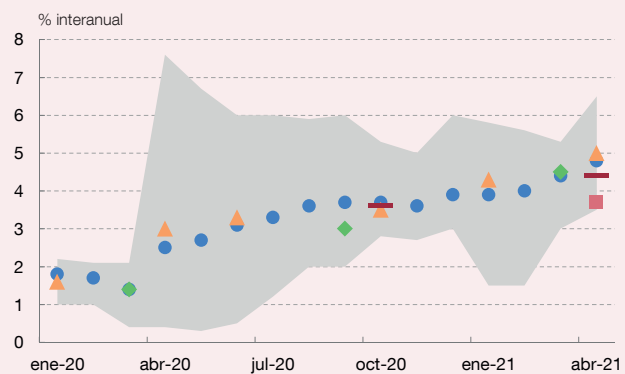
1 BRASIL. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2021 (a)



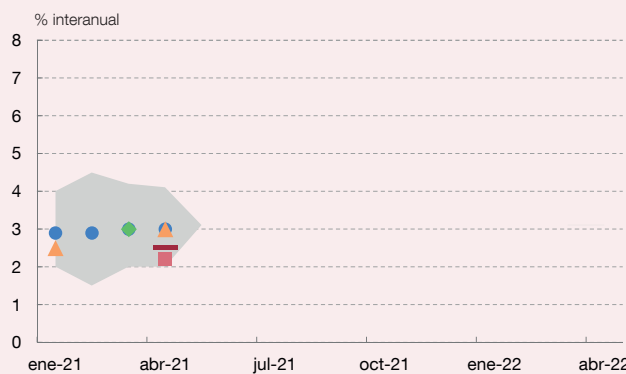
2 BRASIL. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2022 (a)



3 MÉXICO. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2021 (a)



4 MÉXICO. PREVISIONES DE CRECIMIENTO EN 2022 (a)



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

FUENTES: Consensus Forecasts, FMI, OCDE 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 DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO (cont.)

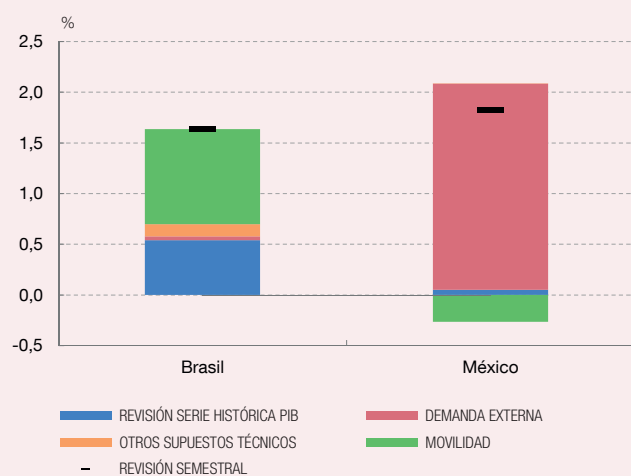
anterior⁴, la previsión de crecimiento anual se revisa ligeramente a la baja para Brasil y al alza para México (véase gráfico 2 para una descomposición de los factores explicativos de estas revisiones).

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 de varios de los supuestos que se han asumido en el primer

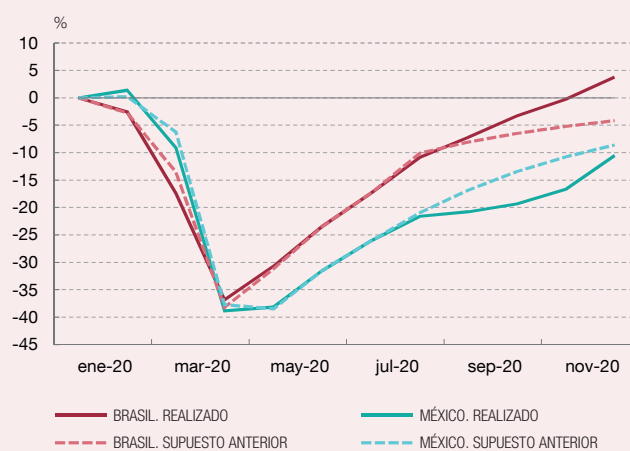
Gráfico 2
DESVIOS Y REVISIONES DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO

Los desvíos de la previsión del crecimiento del pasado año se debieron, principalmente, a una revisión de la serie histórica del PIB y a una mayor movilidad que la prevista en Brasil, y a un mayor dinamismo de la demanda externa en México. En Brasil, las revisión a la baja de la previsión de crecimiento de 2021 se explica, en gran medida, por la ralentización de la economía en el primer trimestre del año. En México, la revisión es al alza y se sostiene en una mayor demanda externa proveniente del *American Rescue Plan* de Estados Unidos.

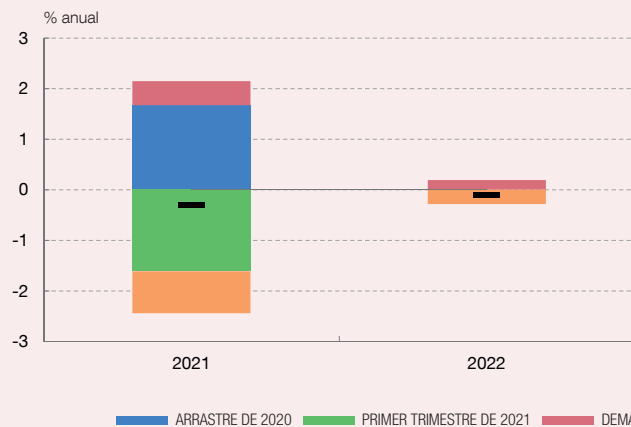
1 DESVÍO DE PREVISIÓN (2020)



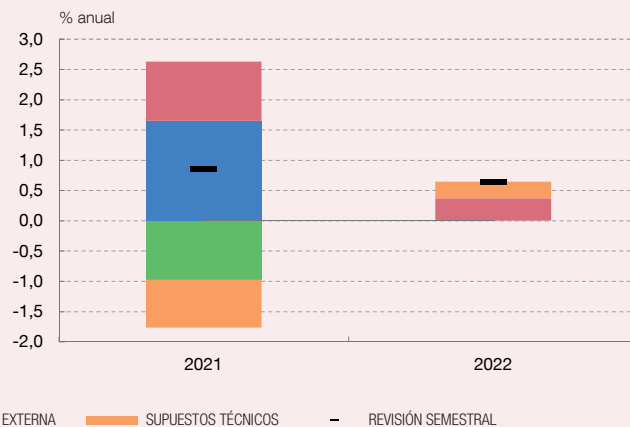
2 MOVILIDAD



3 BRASIL. REVISIÓN DE LA PREVISIÓN (2021 Y 2022)



4 MÉXICO. REVISIÓN DE LA PREVISIÓN (2021 Y 2022)



FUENTES: Banco Central Europeo, Google, Refinitiv y Banco de España.

4 Véase «Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

SUPUESTOS TÉCNICOS DEL ESCENARIO DE REFERENCIA Y DESCRIPCIÓN DE LOS ESCENARIOS DE RIESGO MACROFINANCIERO PARA BRASIL Y MÉXICO (cont.)

caso. En un primer escenario alternativo, se supone que se produce un episodio de aumento transitorio tanto de la incertidumbre sobre las políticas económicas como de las tensiones financieras. En concreto, se asume que la volatilidad generada en los mercados financieros en el segundo trimestre de 2021 empeora las variables de incertidumbre sobre las políticas económicas y de carácter financiero, y las incrementa de forma transitoria en una desviación estándar, para luego revertir gradualmente a la senda de los supuestos técnicos que definen el escenario de referencia. Tanto por el tamaño asumido como por su carácter temporal, se trataría, por tanto, de una perturbación financiera muy acotada. A finales de 2022, en este escenario se registraría una pérdida de PIB acumulada con respecto al escenario de referencia de -1,1 pp y de -1,6 pp, respectivamente, en Brasil y México.

En un segundo escenario alternativo se considera el efecto de que se produjera un estímulo fiscal adicional en Estados Unidos a partir de finales de 2021, en línea con el anuncio realizado el 31 de marzo (*American Jobs Plan*)⁵. En este escenario, la mayor demanda externa repercute positivamente sobre el crecimiento del PIB de Brasil y de México, con un efecto acumulado al final del período de los dos años considerados (2021-2022) de +0,9 pp y de +1,3 pp, respectivamente.

Finalmente, en el tercer escenario alternativo se asume que la pandemia induce efectos permanentes a la baja sobre el crecimiento a largo plazo. Para ello se usan las estimaciones agregadas publicadas recientemente por el BCE acerca del impacto que tienen las recesiones sobre la evolución a largo plazo de los factores de producción y de la productividad total de los factores⁶, para calcular el posible efecto sobre el producto potencial de las dos

economías latinoamericanas. En este escenario, el crecimiento acumulado de Brasil en 2021-2022 sería inferior al del escenario de referencia en 0,9 pp, mientras que el de México se situaría 0,7 pp por debajo en dicho período. Cabe resaltar que en este escenario los efectos adversos de la crisis se extenderían más allá del horizonte de simulación considerado, incidiendo en un menor crecimiento económico a largo plazo.

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 en los que, por ejemplo, varias de las perturbaciones descritas se produjeran a la vez. En concreto, de plasmarse los tres escenarios alternativos simultáneamente (dos a la baja y uno al alza), el producto de Brasil y de México avanzaría en 2021 un 3,5% y un 3,7%, respectivamente, frente a los crecimientos del 4,2% y del 4,4% del escenario base (véase gráfico 1). En términos acumulados, las pérdidas de producto adicionales causadas por esta circunstancia en 2021-2022 ascenderían a -1,1 pp y a -1 pp, respectivamente, para Brasil y México en relación con el escenario base.

En cualquier caso, cabe recordar que los escenarios macrofinancieros presentados en este recuadro se basan en el supuesto de una superación gradual de la pandemia. No obstante, como se discute en el texto principal de este Informe, ilustrado con ejercicios de simulación específicos, persiste una elevada incertidumbre sobre esta cuestión. 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.

5 Para la cuantificación del impacto, se utiliza el modelo macroeconómico NiGEM. Dada la limitada definición del *American Jobs Plan*, anunciado el 31 de marzo de 2021, los detalles de este eventual nuevo plan se aproximan asumiendo que será similar al propuesto en su programa electoral por el entonces candidato Biden. Para más detalles, véase S. Párraga y M. Roth (2021), "Análisis de los planes de política fiscal en Estados Unidos", recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

6 Véase Banco Central Europeo (2020), *Economic Bulletin*, 8/2020.