

Informe

Índice

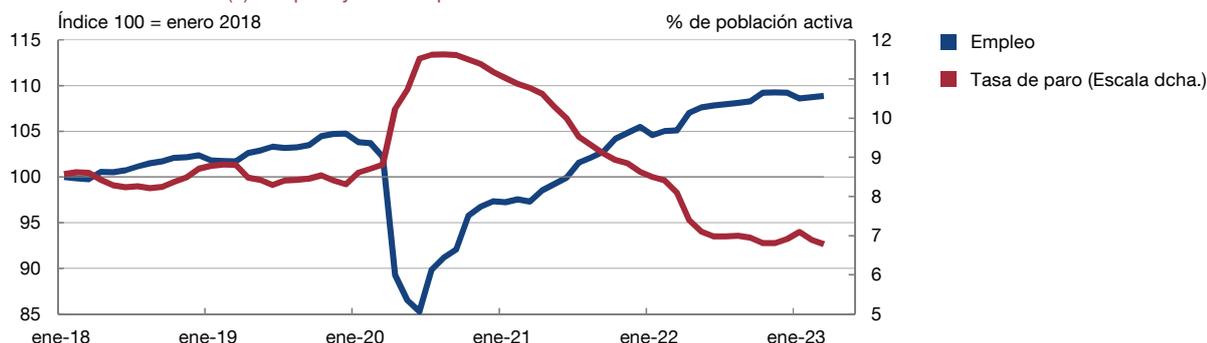
- 1 La actividad económica de América Latina se sigue mostrando más dinámica de lo esperado... 5
- 2 ... aunque se espera una desaceleración significativa en los próximos trimestres... 6
- 3 ... en un contexto de bajo crecimiento potencial y elevada incertidumbre 7
- 4 La inflación ha seguido moderándose de manera generalizada en la región, aunque de forma heterogénea por países y con menor intensidad en el componente subyacente 8
- 5 La resistencia a la baja de la inflación subyacente se debe principalmente al componente de servicios... 9
- 6 ... con un dinamismo que sigue sorprendiendo al alza en los últimos meses 10
- 7 Se espera que continúe el proceso gradual de reducción de la inflación 11
- 8 Las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas en los objetivos de inflación y mantienen una reducida vinculación con la inflación pasada 12
- 9 En este contexto, los bancos centrales de la región han ido pausando progresivamente el ciclo de subidas de tipos de interés 13
- 10 El tono restrictivo de la política monetaria en las principales economías de la región parece adecuado para afrontar el actual episodio inflacionista 14
- 11 Los mercados esperan reducciones muy graduales de los tipos de interés oficiales 15
- 12 Las variables financieras mostraron un comportamiento algo más positivo en la región que en el resto de los países emergentes 16
- 13 Varios factores explicarían el mejor comportamiento de los mercados financieros 17
- 14 La región ha seguido atrayendo capitales de cartera, mientras que las colocaciones de renta fija siguen en niveles reducidos 18
- 15 La incertidumbre sobre las políticas económicas y las tensiones sociales se han mantenido elevadas, con carácter general, en la región en los últimos trimestres 19
- 16 Los indicadores de vulnerabilidades externas y fiscales se han deteriorado en la región... 20
- 17 ... y las perspectivas a medio plazo de las finanzas públicas siguen siendo menos favorables que antes de la pandemia 21
- 18 La sostenibilidad de la deuda mejoraría notablemente si se implementaran reformas estructurales y se llevaran a cabo programas de consolidación fiscal 22

1 La actividad económica de América Latina se sigue mostrando más dinámica de lo esperado...

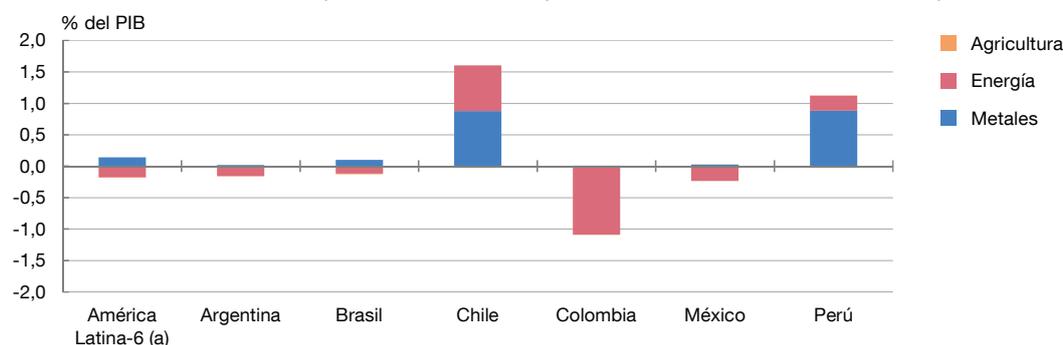
- El crecimiento del PIB en las principales economías de América Latina sorprendió al alza en el primer trimestre de 2023, al igual que sucedió en 2022. La tasa de crecimiento intertrimestral en ese trimestre se situó en el 1,2%, frente al 0% esperado por los analistas a principios del año. La evolución fue heterogénea por países (véase cuadro 1); destaca el notable crecimiento de Brasil, por la contribución del sector agrícola, mientras que la economía peruana se contrajo, lastrada temporalmente por las disrupciones asociadas a las protestas sociales.
- Un factor que explica la resiliencia de la actividad en los últimos trimestres es el buen comportamiento del mercado de trabajo. Así, el número de empleados fue un 5% superior en marzo al nivel anterior a la pandemia, mientras que la tasa de paro continuó reduciéndose, hasta alcanzar el 6,8% en dicho mes, frente al 8,5% de media de 2019 (véase gráfico 1.a).
- La variación de los precios de las materias primas en el primer semestre del año, respecto al semestre anterior, tuvo un efecto positivo en las balanzas comerciales de los países exportadores de metales y perjudicó a las de los exportadores de petróleo, lo que también explica la heterogeneidad del crecimiento en el primer tramo del año (véase gráfico 1.b).

Gráfico 1

1.a América Latina-6 (a). Empleo y tasa de paro



1.b Efectos de la evolución del precio de las materias primas sobre la balanza comercial en el primer semestre de 2023 (b)



FUENTES: Refinitiv y Consensus Forecasts.

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

b El shock representado se calcula como promedio del comercio, para cada uno de los tres agregados de materias primas, entre 2015 y 2018, al que se le aplican un índice de precios en el segundo semestre de 2022 y otro índice de precios en el primer semestre de 2023 (hasta el 21 de junio). La diferencia se representa como porcentaje del PIB. Para los precios de las materias primas, en Argentina y Brasil tomamos el precio de la soja como precio de agricultura y los precios agregados (Dow Jones) de metales y energía; en Chile y Perú, el precio del cobre como precio de los metales y los agregados para agricultura y energía, y, en Colombia y México, el precio del petróleo como precio de energía y los agregados de agricultura y metales.

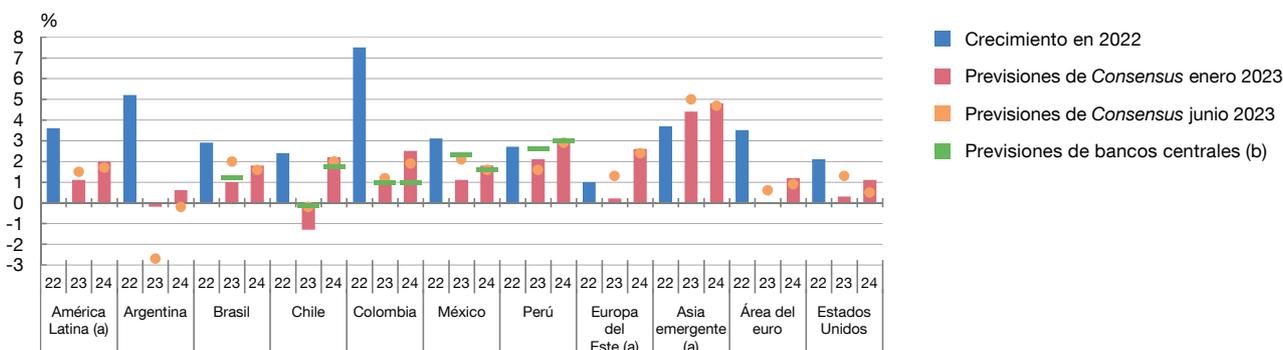


2 ... aunque se espera una desaceleración significativa en los próximos trimestres...

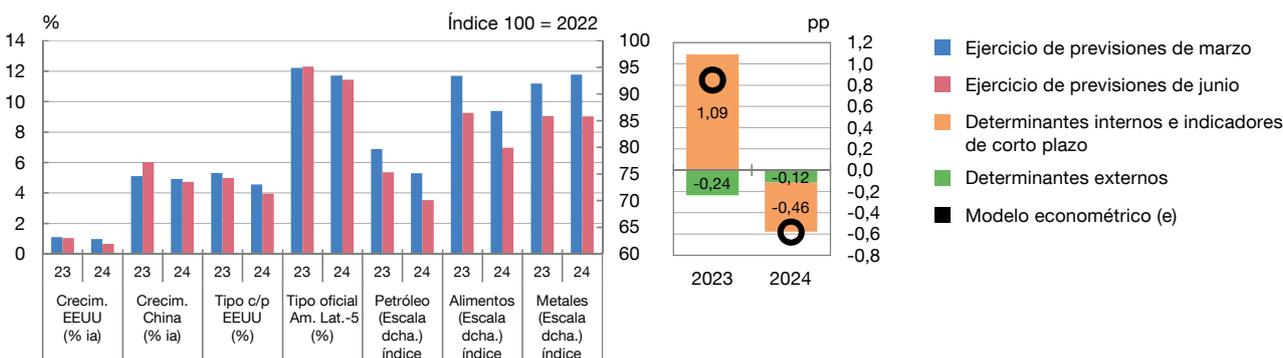
- La previsión más reciente del consenso de los analistas para 2023 sigue anticipando una fuerte desaceleración de la actividad, con un crecimiento del 1,5 % para el agregado de América Latina, frente al 3,6 % observado en 2022 (véase gráfico 2.a). Este crecimiento resulta similar al esperado para Europa del Este (1,5 %) —afectada por los efectos de la invasión de Ucrania—, superior al de las principales áreas avanzadas (Estados Unidos y área del euro) e inferior al de Asia emergente (4,4 %). Para 2024 se espera una ligera aceleración, hasta el 1,7 %.
- Con respecto a principios de año, se han revisado al alza las perspectivas para 2023 y ligeramente a la baja las de 2024. El entorno global menos favorable y los menores precios esperados (medidos por los futuros) de las principales materias primas en los mercados internacionales reducen el crecimiento esperado y solo son parcialmente compensados por las expectativas de una política monetaria algo menos restrictiva en Estados Unidos y en los países de la región con respecto a lo esperado hace seis meses (véase gráfico 2.b).

Gráfico 2

2.a Previsiones de crecimiento del PIB para 2023 y 2024



2.b Determinantes de la revisión del crecimiento de América Latina-5 (c) (d)



FUENTES: Refinitiv, LatinFocus Consensus y Banco Central Europeo.

- a Agregados de *Consensus Forecasts*, América Latina, Europa del Este y Asia (excluido Japón).
- b Brasil, marzo de 2023; Chile, junio de 2023; Colombia, abril de 2023; México, mayo de 2023; Perú, marzo de 2023.
- c Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- d Los demás valores del gráfico se corresponden con los que se utilizan habitualmente en los ejercicios de previsión conjuntos del Eurosistema.
- e Se utiliza un modelo de vectores autorregresivos para el agregado América Latina-5. Este modelo incluye el PIB, la inflación, el tipo de interés oficial promedio, el índice EMBI, el PIB de Estados Unidos y China, la evolución de los precios del petróleo, de los alimentos y de los metales, y el tipo de interés de tres meses de Estados Unidos. El modelo se estima con métodos bayesianos y en frecuencia trimestral para el periodo 2000-2019. Se realizan dos previsiones, una para cada fecha de corte, y se reporta la diferencia del crecimiento anual, así como la contribución de los supuestos de variables externas e internas a esta diferencia.

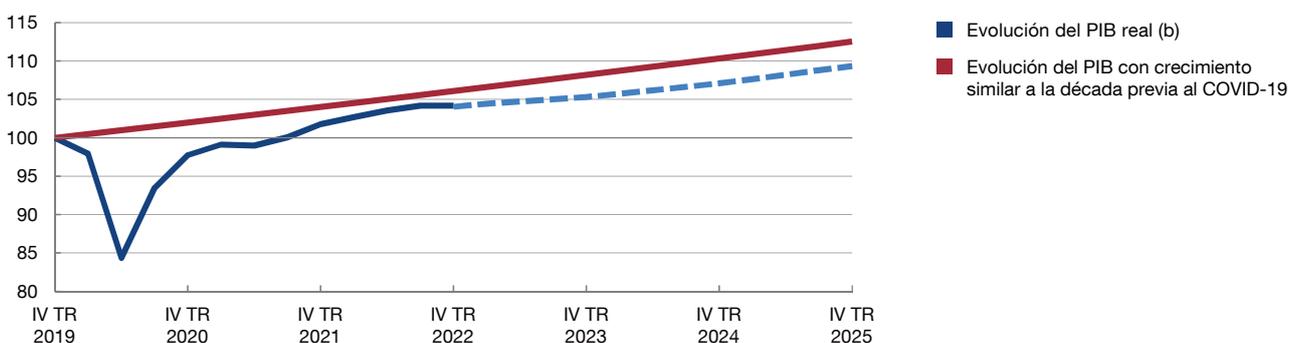


3 ... en un contexto de bajo crecimiento potencial y elevada incertidumbre

- A finales de 2022, el PIB agregado de las principales economías de la región se situaba un 4 % por encima de su nivel prepandemia y, aunque con una notable heterogeneidad por países, ese nivel era un 2 % inferior al que se habría alcanzado si el crecimiento en esos tres años hubiera sido el observado en la década 2010-2019. Cabe recordar que este crecimiento fue reducido en términos históricos (2 %). A finales de 2025, si se confirmaran los pronósticos, esta diferencia entre el PIB y su nivel potencial se habría ampliado al 3 %, dados el bajo dinamismo de la actividad proyectado para 2023-2024 y un crecimiento en línea con el potencial de la región¹ para 2025 (en torno al 2,25 %) (véase gráfico 3.a).
- Una descomposición del crecimiento del PIB en América Latina en las últimas cuatro décadas muestra que, si se compara con otras regiones emergentes: i) la contribución del capital es más baja por las menores tasas de inversión; ii) la contribución del factor trabajo es menor porque se está agotando el «dividendo demográfico» y por los escasos rendimientos obtenidos del gasto público en educación y la elevada informalidad laboral, y iii) la contribución de la productividad total de los factores ha sido negativa de media desde 1970 (la baja productividad viene explicada por una serie de obstáculos estructurales, como el reducido gasto público en infraestructuras, la baja calidad institucional o la escasa integración regional)².
- No obstante, el actual contexto de fragmentación geopolítica a escala mundial podría ser beneficioso para el producto potencial de algunos países latinoamericanos por fenómenos de *friendshoring* en algunos casos (los países dirigen las inversiones y el comercio internacional a países en los cuales los riesgos geopolíticos son menores) y porque la posición de neutralidad geopolítica de la región y su abundancia de materias primas estratégicas podrían ayudar a incrementar el comercio con los demás grandes bloques geopolíticos.

Gráfico 3

3.a América Latina-6 (a). Comparación del crecimiento real del PIB y la estimación con crecimiento similar a la década previa al COVID-19



FUENTES: Refinitiv y FMI.

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

b En línea discontinua, estimaciones del WEO del FMI de abril de 2023 para el agregado de los seis países considerados.



1 Estimado por instituciones como el Fondo Monetario Internacional. (2023). *World Economic Outlook. A Rocky Recovery*, abril; o por el consenso de analistas (*Latin American Consensus Forecasts*, abril 2023).

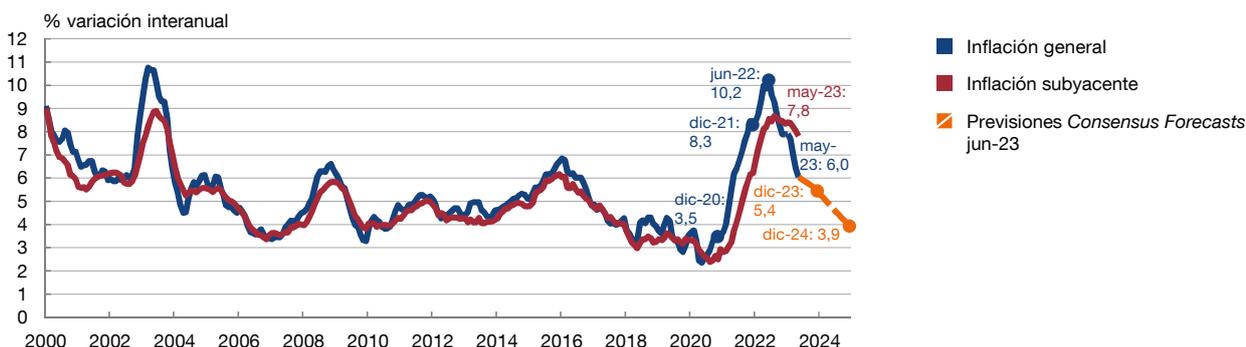
2 Véase, por ejemplo, Center for Global Development. (2023). "Latin America's hard to escape stagnation trap".

4 La inflación ha seguido moderándose de manera generalizada en la región, aunque de forma heterogénea por países y con menor intensidad en el componente subyacente

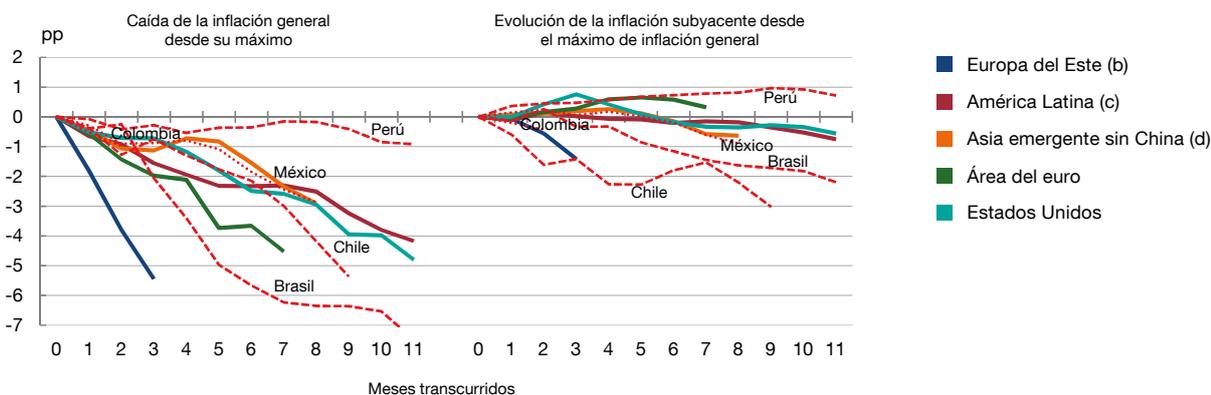
- La inflación ha continuado disminuyendo en las principales economías de la región en los últimos meses, hasta el 6 % en mayo (véase gráfico 4.a). La reducción acumulada desde el máximo interanual alcanzado en junio de 2022 asciende a 4,2 puntos porcentuales (pp) y es generalizada por países (véase gráfico 4.b). No obstante, la heterogeneidad es significativa, tanto en el inicio de la desaceleración —julio de 2022 en Brasil y Perú, septiembre de 2022 en Chile y México, y de forma más tardía en Colombia (abril de 2023)— como en su cuantía (desde los 8 pp de Brasil hasta los 0,8 pp en Colombia).
- La inflación subyacente empezó a flexionar a la baja con un retardo de dos meses con respecto a la general en el conjunto de América Latina y se situó en el 7,9 % en mayo, lo que supone una reducción de 0,8 pp desde su máximo de agosto de 2022 (véanse gráficos 4.a y 4.b). El retardo en el descenso con respecto al de la inflación general fue diferente por países (en Perú fue de nueve meses, y en México, de cuatro, mientras que ocurrió de manera contemporánea en Brasil, Chile y Colombia) y ha sido de menor magnitud en todos los casos, lo que condicionará de manera diferente el proceso de normalización de la política monetaria en los próximos trimestres.

Gráfico 4

4.a América Latina-5. Inflación general y subyacente (a)



4.b Caída de la inflación desde su máximo



FUENTES: FMI, Refinitiv, *Consensus Forecasts* y estadísticas nacionales.

- a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú ponderado por el PIB en PPP.
 b Agregado de Polonia, Hungría, República Checa, Bulgaria y Rumanía ponderado por el PIB en PPP.
 c Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú ponderado por el PIB en PPP.
 d Agregado de India, Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas ponderado por el PIB en PPP.

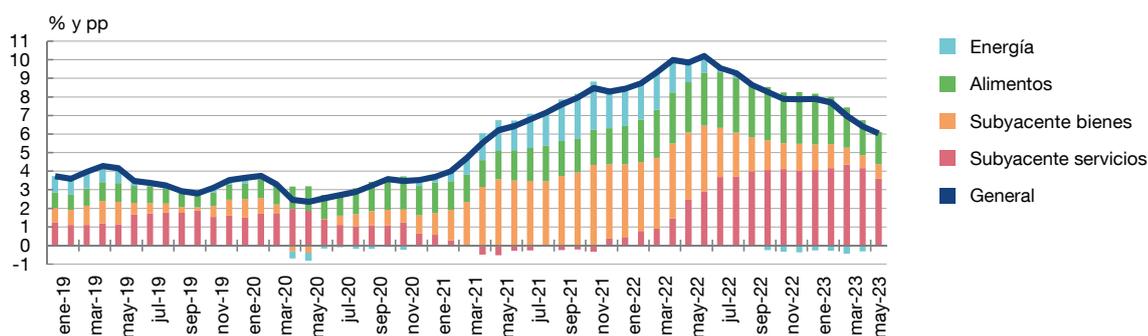


5 La resistencia a la baja de la inflación subyacente se debe principalmente al componente de servicios...

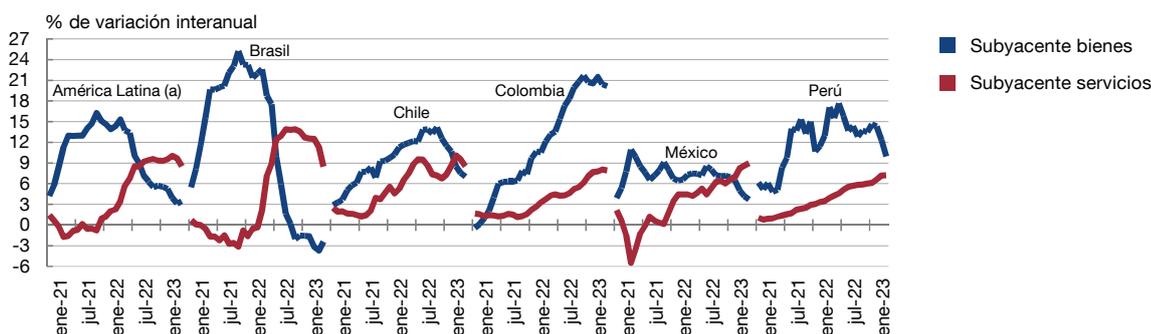
- El descenso de la tasa de crecimiento interanual de los precios en las principales economías de la región desde el máximo alcanzado en junio de 2022 hasta mayo de 2023 (−4,2 pp) viene explicado parcialmente por los componentes no subyacentes: la energía (−1 pp) y los alimentos (−1,1 pp). No obstante, las dinámicas de estos dos componentes son muy diferentes (véase gráfico 5.a). La energía ha presentado contribuciones negativas a la inflación general en los últimos nueve meses, mientras que los alimentos siguen contribuyendo al alza debido a su dinamismo (un aumento interanual de precios cercano al 9 % en mayo)³ y su elevada ponderación en la cesta de consumo (en torno al 25 %).
- En cuanto a los componentes de la inflación subyacente, los bienes no energéticos también registraron un fuerte descenso (−2,8 pp de contribución a la caída de la inflación general desde junio de 2022), que viene explicado, en parte, por la reducción de los cuellos de botella y la apreciación de las monedas. En sentido contrario, se sigue manteniendo la elevada contribución de los servicios (que representó un 60 % de la inflación total en mayo de 2023) y no se advierte una reducción notable de las presiones en este componente con carácter generalizado (véase gráfico 5.b).

Gráfico 5

5.a Inflación en América Latina: contribuciones (a)



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



FUENTES: Refinitiv Eikon y estadísticas nacionales.

- a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
b La serie de servicios excluye la energía, y la de bienes, los alimentos.



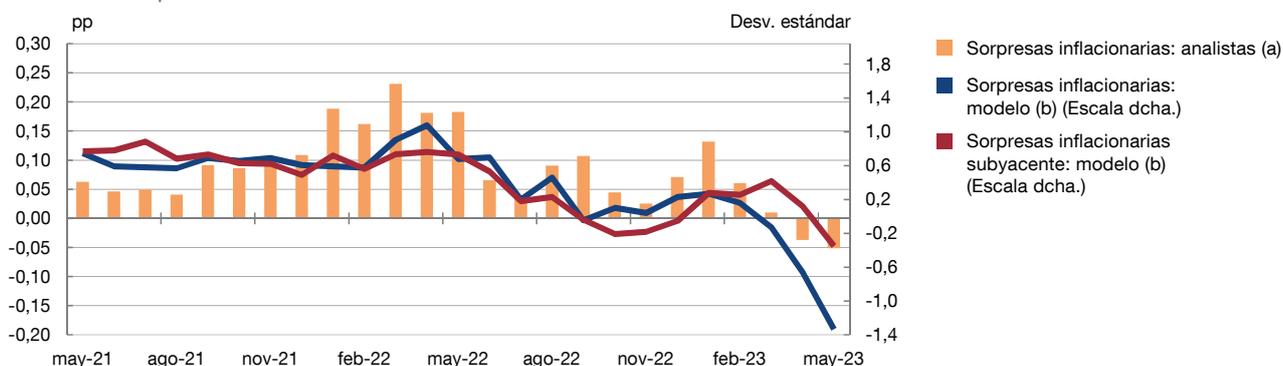
3 Véase el gráfico 5.b del *Informe de economía latinoamericana. 1.º semestre de 2022*, donde se explicita la particular composición de la cesta de alimentos que se incluyen en el IPC en varios países de la región.

6 ... con un dinamismo que sigue sorprendiendo al alza en los últimos meses

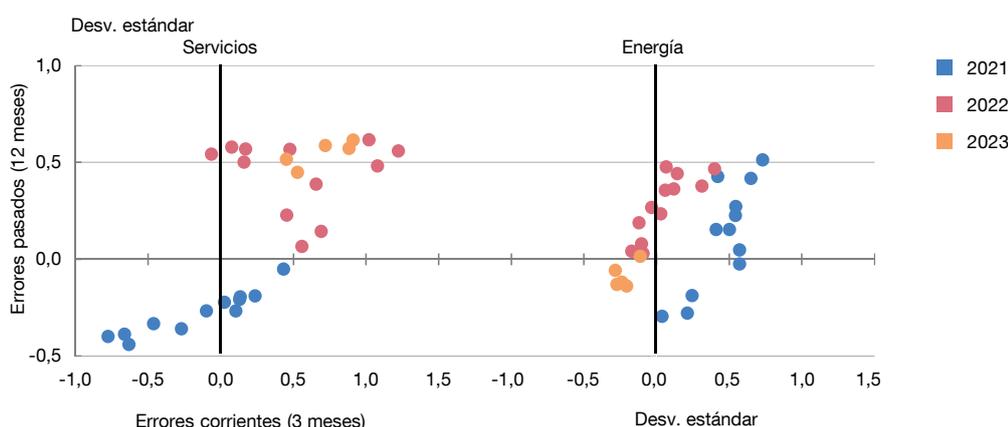
- La inflación general viene sorprendiendo a la baja a los analistas en los últimos meses (véase gráfico 6.a). De acuerdo con una aproximación basada en modelos de series temporales, no obstante, la señal en la inflación subyacente es menos clara, con una cierta prevalencia de tasas de inflación superiores a las previstas en lo que va de año.
- Esta diferencia entre las sorpresas de la inflación general y la subyacente se debe, principalmente, a la inflación de los servicios, que viene mostrando registros persistentemente superiores a los previstos y que no se están corrigiendo en los meses más recientes (los errores acumulados en los últimos tres meses son superiores a los acumulados en los últimos doce meses) (véase gráfico 6.b, panel izquierdo). La corrección a la baja de los errores sí es visible de manera muy clara en el componente energético, que en lo que va de año no presenta un sesgo resaltable (véase gráfico 6.b, panel derecho).

Gráfico 6

6.a Errores de previsión de la inflación



6.b Errores de previsión de los componentes de la inflación según el modelo (c)



FUENTES: Refinitiv, Trading Economics y estadísticas nacionales.

- Las barras representan la media móvil de tres meses de la diferencia entre el dato real y el anticipado por el consenso de analistas (Trading Economics) para la inflación intermensual medida por el IPC para el promedio de Brasil, Chile, Colombia y México.
- Se utilizan modelos ARIMA automáticos de previsión de las series mensuales de inflación interanual. Las líneas muestran la media móvil de tres meses de los errores de previsión a un horizonte de un mes. Todos los errores han sido reescalados dividiéndolos entre la desviación estándar correspondiente. Se calcula para el promedio de Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
- Se utilizan modelos ARIMA automáticos de previsión de las series mensuales de inflación interanual. El eje de abscisas muestra la media móvil de tres meses de los errores de previsión a un horizonte de un mes, y en el eje de ordenadas, la media móvil de doce meses de los errores de previsión a un mes. Se calcula para el promedio de Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

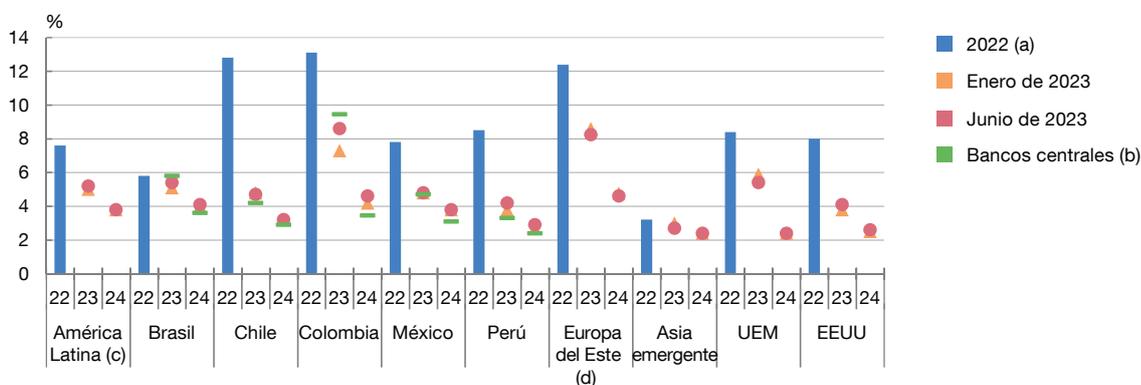


7 Se espera que continúe el proceso gradual de reducción de la inflación

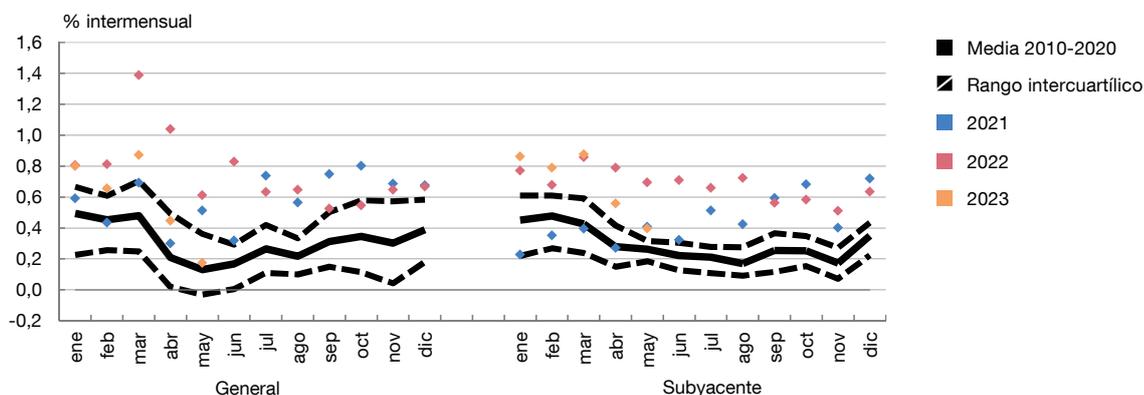
- De acuerdo con los analistas, la inflación se situaría por debajo del 6% a finales de 2023 para la región (véase gráfico 7.a). Esto implica que la inflación general presentaría tasas mensuales moderadas en lo que resta de 2023, en línea con el promedio histórico, de modo que se siga observando un efecto base negativo significativo (véase gráfico 7.b).
- Los bancos centrales de las principales economías de la región recogen en sus informes regulares algunos de los factores que incidirán en un ritmo gradual de reducción de la inflación: la asimetría en la caída de la inflación de los alimentos, al disminuir los precios de las referencias internacionales⁴ y al apreciarse el tipo de cambio; el grado de indexación de los contratos nominales; el crecimiento de los salarios por encima de lo previsto; el menor ritmo esperado de ajuste de la demanda interna, y la recuperación de márgenes empresariales tras su caída en años anteriores⁵.

Gráfico 7

7.a Previsiones de inflación



7.b Evolución de la inflación en perspectiva histórica (e)



FUENTES: Consensus Forecasts y Refinitiv.

a Datos cerrados de inflación del año 2022.

b Previsiones de los bancos centrales publicadas en sus informes de política monetaria más recientes.

c Excluye Venezuela y Argentina.

d Incluye Bulgaria, Croacia, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Rusia, Eslovaquia y Eslovenia, ponderados por PIB PPP.

e Media y rango intercuartílico de las tasas de inflación mensuales de cada mes señalado para el período 2010-2020 y cada año representado, de los cinco países latinoamericanos con objetivos de inflación (Brasil, México, Chile, Colombia, Perú).



4 Véase, por ejemplo, el recuadro 4, “Efectos asimétrico de cambios en los precios internacionales de las materias primas alimenticias sobre los precios al consumidor en México”, del *Informe Trimestral. Julio-Septiembre 2022*, del Banco de México.

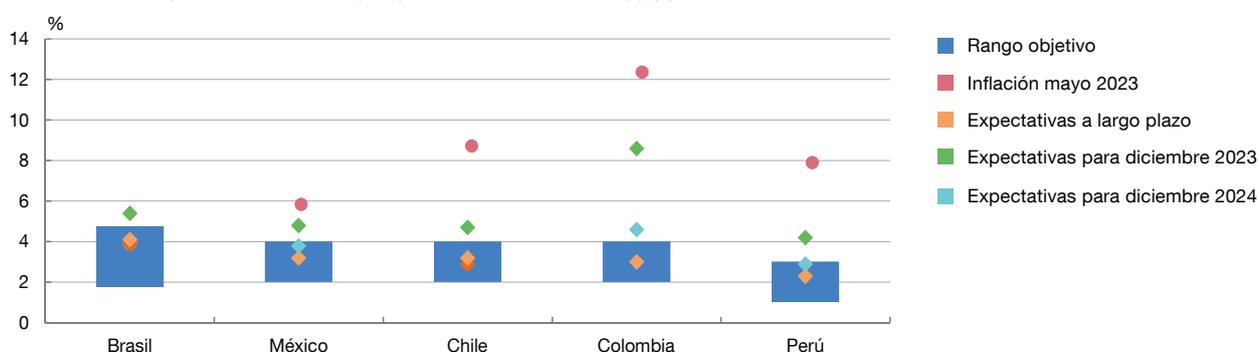
5 Véase el recuadro 1.3 del *Informe de Política Monetaria. Marzo 2023*, del Banco Central de Chile.

8 Las expectativas de inflación a largo plazo permanecen ancladas en los objetivos de inflación y mantienen una reducida vinculación con la inflación pasada

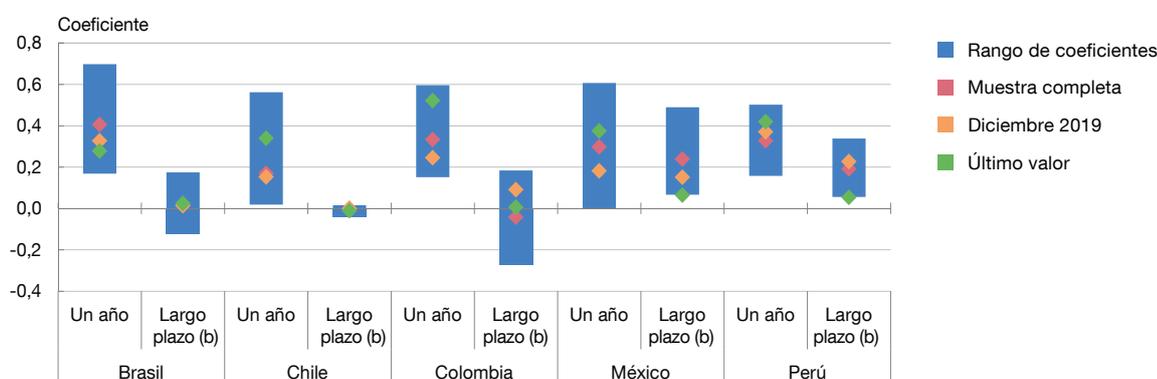
- Aunque las previsiones para 2023 y 2024 apuntan a una lenta convergencia a los objetivos de inflación de los bancos centrales, las expectativas a largo plazo permanecen ancladas en estos objetivos de manera generalizada (véase gráfico 8.a).
- El aumento del grado de sensibilidad de las expectativas de inflación a corto plazo a la inflación pasada, observado en los últimos meses⁶, no se ha visto reflejado en un mayor carácter *backward-looking* de las expectativas de inflación a largo plazo (véase gráfico 8.b)⁷. Este indicador permite mantener una visión optimista sobre el riesgo de que se materialicen efectos indirectos y de segunda vuelta significativos, y de que se produzca, por tanto, un «desanclaje» de las expectativas de inflación.

Gráfico 8

8.a Inflación, objetivos de inflación y expectativas de inflación (a) (b)



8.b Sensibilidad de las expectativas de inflación a la inflación pasada (c)



FUENTES: *Consensus Forecasts*, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- El objetivo de inflación para los bancos centrales de Brasil —a partir de 2024—, Chile, Colombia y México es del 3 %, y para el banco central de Perú es del 2 %.
- Las expectativas de inflación se obtienen de *Consensus Forecasts* de junio para diciembre 2023 y diciembre 2024, y las de largo plazo (plazo seis a diez años) de *Consensus Forecasts* de abril (última publicación, próxima en octubre).
- Coefficiente α de las ecuaciones de regresión: $\pi_t^{ecp} = \alpha\pi_{t-1} + (1 - \alpha)\pi_t^{elp} + \varepsilon_t$ y $\pi_t^{elp} = \alpha\pi_{t-1} + (1 - \alpha)\pi^* + \varepsilon_t$, estimada mediante ventanas correderas de cinco años; π_t^{ecp} expectativas de inflación a un año, π_{t-1} inflación interanual del trimestre anterior, π_t^{elp} expectativas de inflación a largo plazo y π^* objetivo de inflación. Se emplean datos trimestrales desde el primer trimestre de 2004 hasta el primer trimestre de 2023.



6 Véase el recuadro 5, “Expectativas inflacionarias en episodios de elevada inflación”, del *Reporte de Inflación. Marzo 2023*, del Banco Central de Perú.

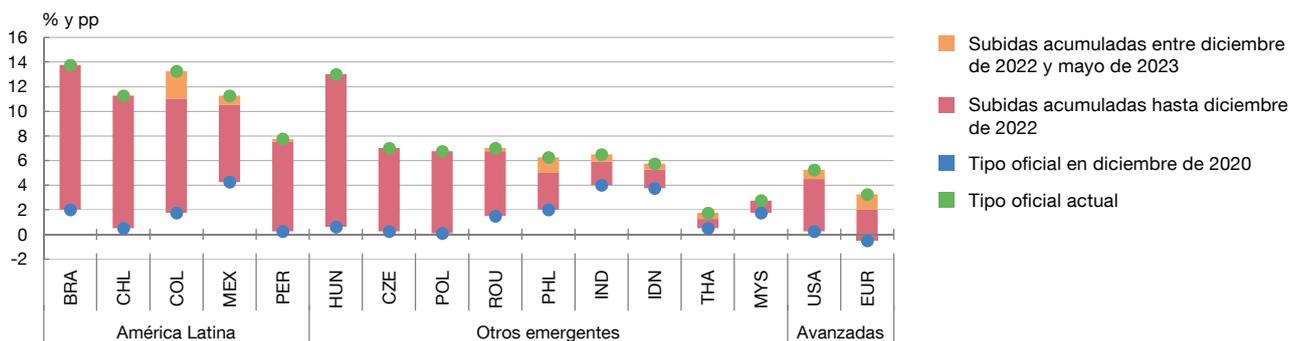
7 Véase el recuadro 5, “Comportamiento de las expectativas de inflación de largo plazo en el contexto de presiones inflacionarias”, del *Informe Trimestral. Octubre-Diciembre 2022*, del Banco Central de México.

9 En este contexto, los bancos centrales de la región han ido pausando progresivamente el ciclo de subidas de tipos de interés

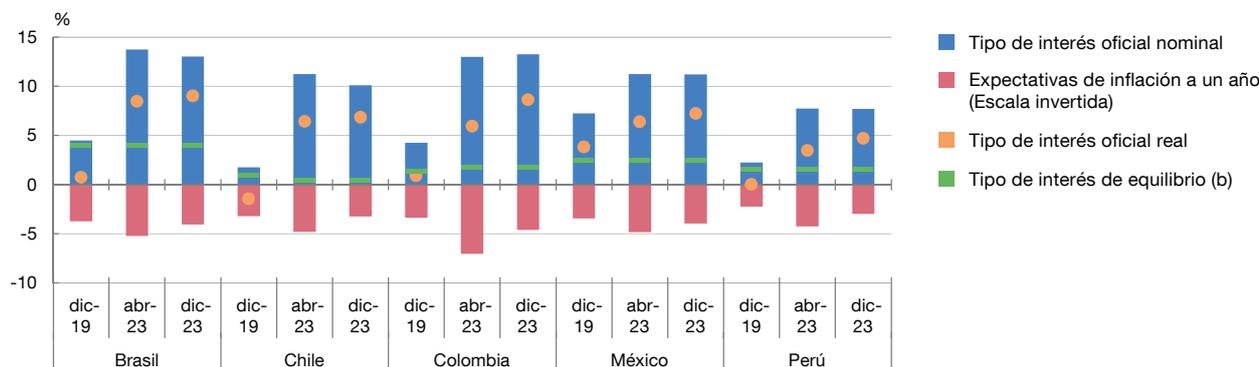
- Los principales bancos centrales con objetivos de inflación en América Latina han dejado de elevar los tipos de interés oficiales entre el tercer trimestre del año pasado y el primer cuatrimestre de este. Así, los bancos centrales de Brasil, Chile, Perú, México y Colombia realizaron su subida de tipos de interés oficiales más reciente, respectivamente, en agosto de 2022, octubre de 2022, enero de 2023, marzo de 2023 y abril de 2023 (véase gráfico 9.a). A partir de esas fechas, las sucesivas decisiones han sido de mantenimiento de los tipos de interés oficiales en los niveles alcanzados. De esa manera se habría pausado un ciclo de endurecimiento monetario temprano, rápido y muy intenso, solo comparable al de algunas economías emergentes de Europa del Este.
- En las economías latinoamericanas con objetivos de inflación, los tipos de interés reales indican un tono claramente restrictivo de la política monetaria (véase gráfico 9.b). Además, en los próximos meses este tono restrictivo podría mantenerse, o incluso agudizarse, en la mayor parte de los países si se confirman las expectativas de que los tipos de interés oficiales podrían reducirse en el futuro de forma menos acusada que la inflación.

Gráfico 9

9.a Subidas acumuladas en los tipos de interés oficiales desde diciembre de 2020



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



FUENTES: Consensus Forecasts, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Tipos de interés reales calculados como la diferencia entre los tipos de interés oficiales y la inflación esperada a un año, obtenida de las encuestas de los bancos centrales, salvo para diciembre de 2023, que es el tipo de interés oficial esperado por los futuros o los *interest rate swaps* menos la inflación esperada para finales de 2024 de *Consensus* (junio de 2023).
- b Tipo de interés de equilibrio obtenido según las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región.

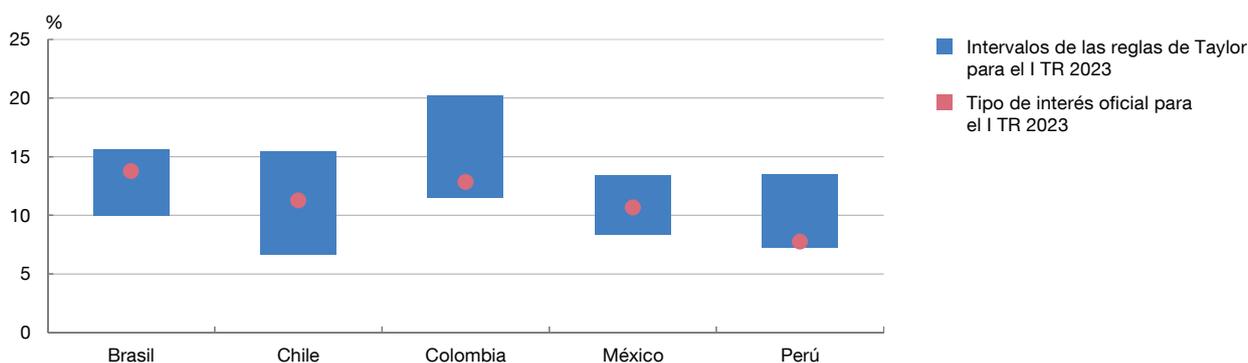


10 El tono restrictivo de la política monetaria en las principales economías de la región parece adecuado para afrontar el actual episodio inflacionista

- Para analizar si el actual carácter restrictivo de la política monetaria (véase gráfico 9.b) refleja las necesidades existentes en las principales economías de la región, se compara el tono de dicha política con la prescripción de reglas de política monetaria habituales, como la regla de Taylor. Estas reglas proporcionan estimaciones sobre el tipo de interés oficial «apropiado», teniendo en cuenta la divergencia de la inflación con respecto a su objetivo y la brecha de producción. Dada la incertidumbre respecto a las medidas de inflación, estimaciones del tipo de interés neutral, ponderaciones de las divergencias de inflación y producción y velocidad óptima de respuesta del banco central a tales divergencias, se suele utilizar una amplia gama de reglas de Taylor, que ofrecen un rango sobre el que comparar los tipos de interés oficiales⁸.
- En el gráfico 10.a se presentan los rangos estimados para el tipo de interés oficial «adecuado» según estas reglas para distintas medidas de inflación (general, subyacente y expectativas de inflación a un año), dada la incertidumbre sobre la persistencia y duración del proceso inflacionista. Asimismo, se supone que el tipo de interés neutral para cada economía es el calculado por el banco central correspondiente; que, a raíz de la intensidad del episodio inflacionista, la función de reacción de los bancos centrales se enfoca en las divergencias de la inflación respecto a sus objetivos, con una ponderación reducida para la evolución de la brecha de producción, y que la respuesta de los bancos centrales es instantánea.
- Estas reglas de Taylor sugerirían que la política monetaria restrictiva en los países de América Latina es la adecuada según la evolución observada y esperada para la inflación. En algunos casos, como Perú o Colombia, se encuentran en la parte inferior del rango estimado, por lo que podría haber un mayor margen de aumentos de tipos de interés oficiales.

Gráfico 10

10.a Tipos de interés oficiales e incertidumbre. Regla de Taylor. I TR 2023



FUENTES: Refinitiv Eikon, bancos centrales y elaboración propia.



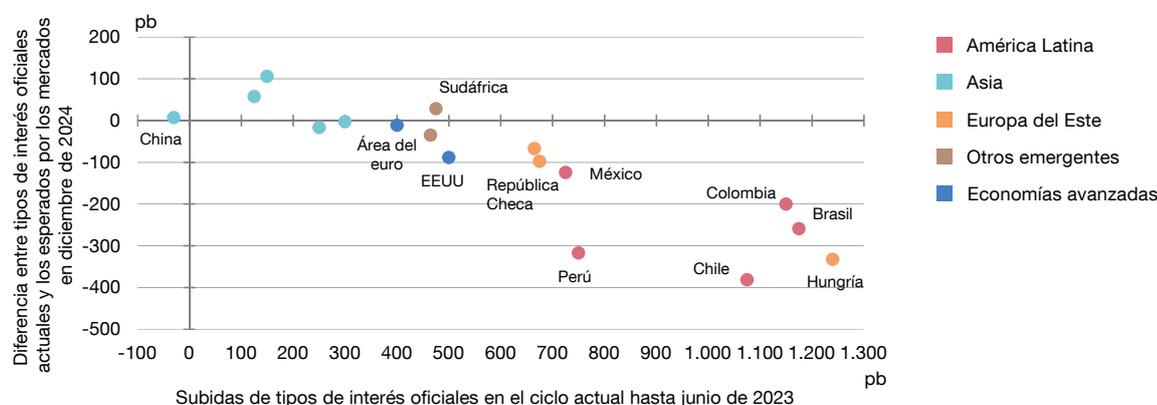
⁸ Véase, por ejemplo, <https://www.clevelandfed.org/publications/economic-commentary/2016/ec-201607-federal-funds-rates-from-simple-policy-rules>.

11 Los mercados esperan reducciones muy graduales de los tipos de interés oficiales

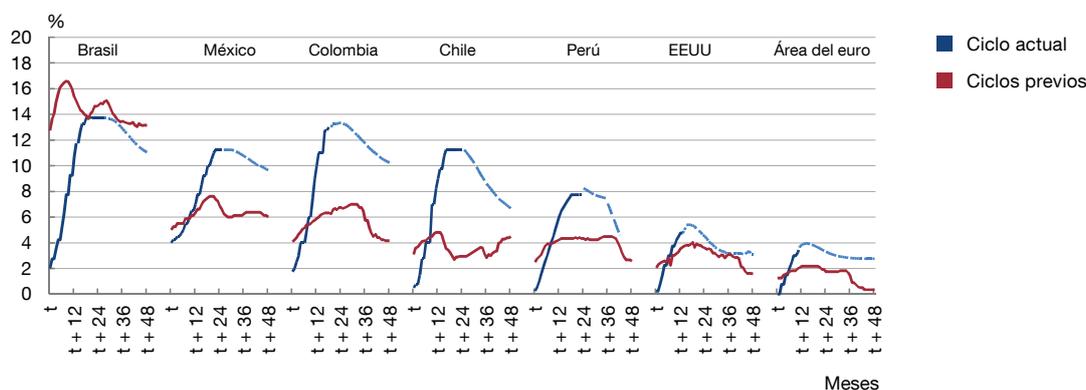
- Los mercados financieros descuentan los primeros recortes en los tipos de interés oficiales en países como Brasil, Chile y Perú en el segundo semestre de 2023. Las reducciones serían de mucha menor magnitud que los aumentos registrados desde que se inició el ciclo actual y a un ritmo gradual (véase gráfico 11.a), a pesar de que el nivel de partida de estos es más elevado que en ciclos anteriores (véase gráfico 11.b), salvo en Brasil⁹.
- Las expectativas de evolución de la política monetaria en América Latina están sometidas a una considerable incertidumbre y se verán muy condicionadas por las perspectivas, también inciertas, sobre la política monetaria en las economías avanzadas, especialmente en Estados Unidos.

Gráfico 11

11.a Subidas de tipos de interés oficiales y tipos de interés oficiales esperados por los mercados financieros (a)



11.b Ciclos de los tipos de interés oficiales (b)



FUENTES: Refinitiv, Consensus y JP Morgan.

- a Tipos de interés oficiales descontados por los mercados de futuros o los *interest rate swaps* para finales de 2024 en la última semana de junio de 2023, excepto Perú (Consensus de junio de 2023).
- b Las líneas discontinuas representan los tipos de interés oficiales descontados por los mercados de futuros en la última semana de junio de 2023. Los ciclos actuales comienzan en marzo (Brasil), junio (México), octubre (Colombia), julio (Chile) y agosto (Perú) de 2021, y marzo (Estados Unidos) y julio (área del euro) de 2022. Los ciclos previos se inician en 2000, cuando los cinco países habían puesto en marcha el régimen de objetivos de inflación.



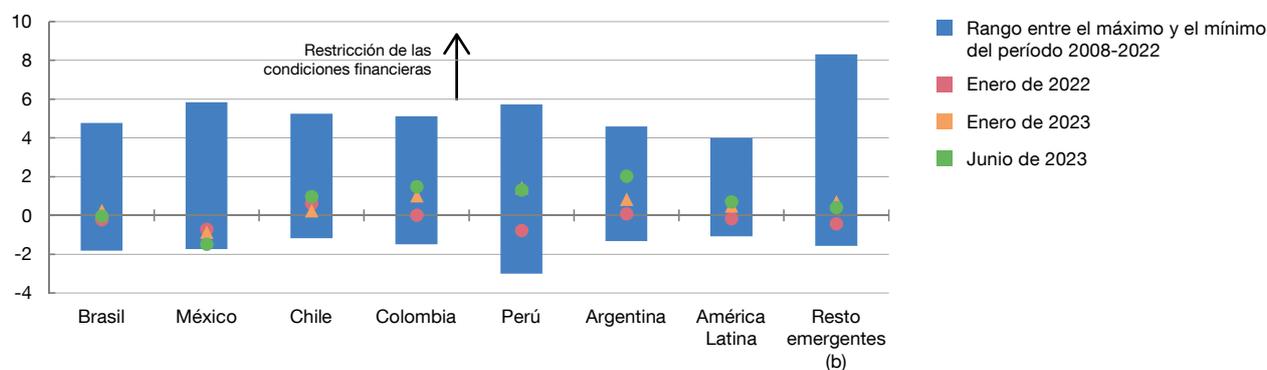
⁹ Sobre el efecto de este endurecimiento monetario del crédito y las condiciones crediticias, véanse las fichas 12 y 13 del *Informe de Economía Latinoamericana. 2.º semestre de 2022*.

12 Las variables financieras mostraron un comportamiento algo más positivo en la región que en el resto de los países emergentes

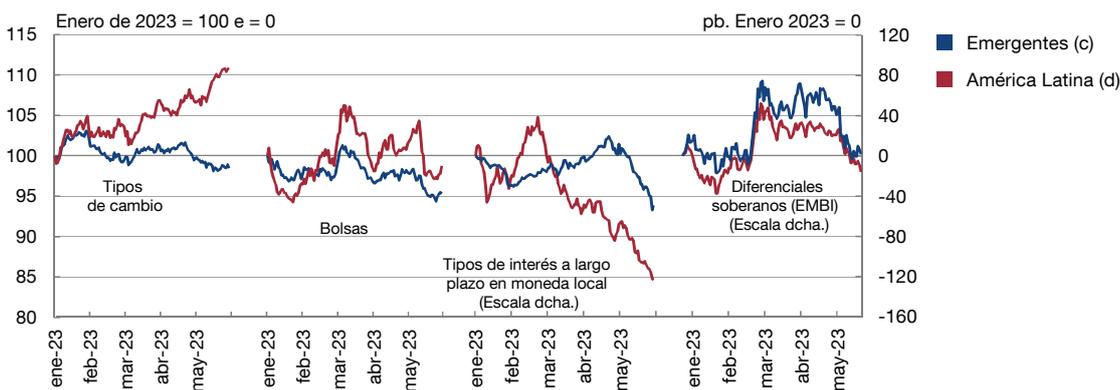
- En los meses transcurridos de 2023, las condiciones financieras de la región se mantuvieron relativamente estables, como en el resto de los países emergentes (véase gráfico 12.a), fruto de la pausa en la subida de tipos oficiales en la mayoría de estas economías y, en el caso de los mercados latinoamericanos, de los paulatinos descensos de los tipos de interés de la deuda a largo plazo en moneda local (véase gráfico 12.b).
- Las variables financieras de la región mostraron, en general, un comportamiento más positivo que las del resto de los países emergentes (véase gráfico 12.b), algo menor en los diferenciales soberanos. Las expectativas de un ciclo de relajación monetaria lento y poco intenso en la región (véase ficha 11) podrían jugar a favor de las divisas latinoamericanas (efecto *carry trade*), así como las sorpresas positivas en cuanto a crecimiento en las dos mayores economías de la región, Brasil y México (véase ficha 1).

Gráfico 12

12.a Índices de condiciones financieras (a)



12.b Variables de los mercados financieros



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- Elaborado a partir de los componentes principales de entre siete y doce variables financieras relevantes para cada país. Un incremento indica un tensionamiento de las condiciones financieras, y todo valor por encima de cero señala unas condiciones financieras más restrictivas que la media histórica.
- Elaborado por Goldman Sachs. Media de China, Tailandia, India, Rusia, Turquía, Sudáfrica, Indonesia, República Checa, Corea, Israel, Hungría, Malasia, Polonia y Filipinas.
- Media simple de las variables representadas de Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia, India e Indonesia, o de las regiones de Europa del Este, Asia, Oriente Medio y África en el caso de los diferenciales soberanos.
- Media simple de los tipos a largo plazo de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú, o diferencial soberano de América Latina (EMBI).



13 Varios factores explicarían el mejor comportamiento de los mercados financieros

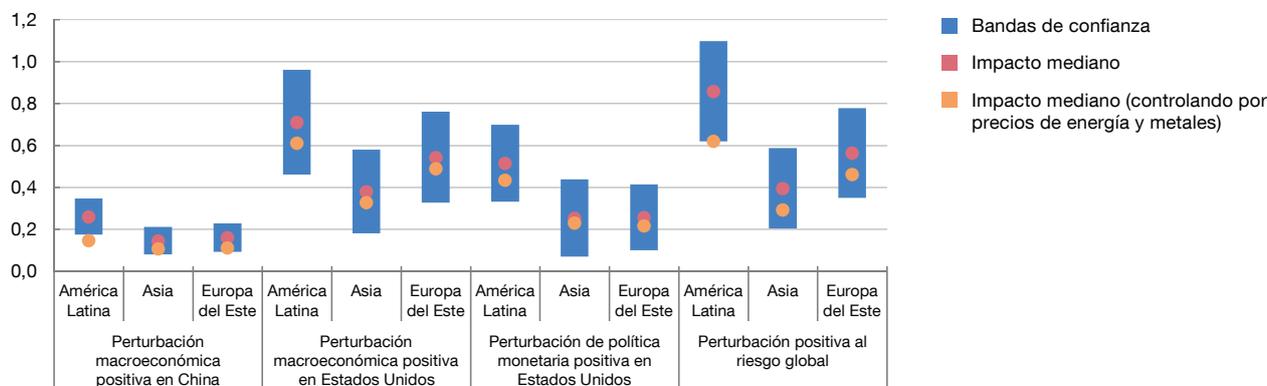
- Además del *carry trade* favorable, la región presenta un menor riesgo geoestratégico en la coyuntura actual, cuenta con el respaldo implícito del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹⁰ y es exportadora neta de materias primas, cuyo precio, incluso tras caer en la primera mitad del año, sigue situado por encima de la media histórica (véase gráfico 13.a)
- Parte del comportamiento diferencial positivo se derivaría del impacto de perturbaciones externas. De acuerdo con estimaciones realizadas¹¹, una perturbación macroeconómica positiva en Estados Unidos y la pausa en el ciclo de política monetaria contractivo en dicho país habrían apoyado un mejor comportamiento relativo de los mercados financieros de la región (véase gráfico 13.b)¹².

Gráfico 13

13.a Evolución del precio de las principales materias primas de exportación de América Latina



13.b Efectos de diversas perturbaciones sobre las bolsas de las economías emergentes (a)



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a Efectos estimados a partir de un modelo de proyecciones locales donde se incluyen los *shocks* recogidos en los gráficos, junto con retardos de las variables financieras y otros controles (el VIX y el índice de sorpresas de Citigroup tanto para Estados Unidos como a escala global). Las perturbaciones se obtienen a partir de un modelo de vectores autorregresivos bayesiano (BVAR) con restricción de signos, para el período enero de 2017-septiembre de 2022, de frecuencia diaria, en el que se incluyen variables financieras de China (el tipo a corto plazo, el tipo a largo plazo, la bolsa, el tipo de cambio frente al dólar), el tipo a largo plazo de Estados Unidos y el diferencial de tipos entre China y Estados Unidos.



10 México, Chile, Colombia, Perú y Panamá tienen firmadas líneas de préstamo preventivas con el FMI.

11 D. Lodge, S. Manu e I. Robays. (2023). *China's footprint in global financial markets*, de próxima publicación. El modelo identifica cinco tipos de perturbaciones mediante restricciones de signos en el contexto de un VAR bayesiano (política monetaria en China y Estados Unidos, situación macroeconómica en ambos países y turbulencias globales), que luego se introducen en una regresión junto con otros controles y retardos de las variables financieras utilizando la metodología de proyecciones locales.

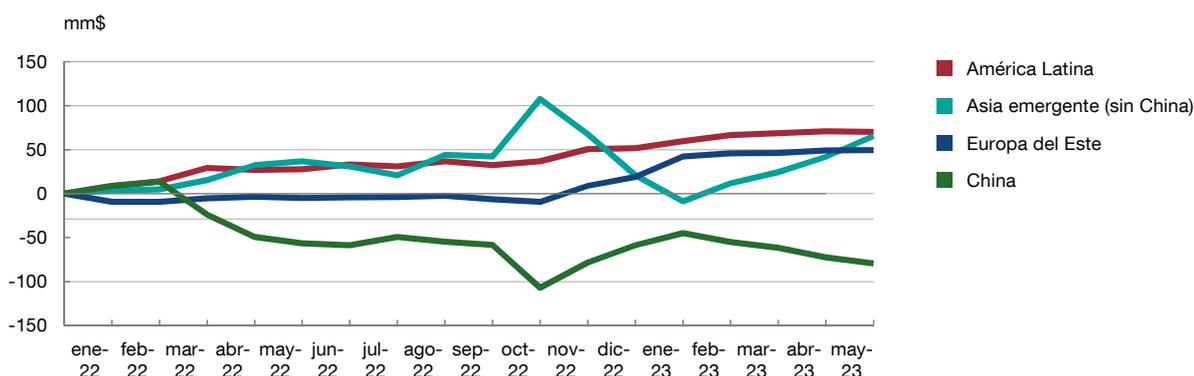
12 En el caso de perturbaciones macroeconómicas positivas en China, el comportamiento diferencial provendría del efecto que tendrían estas sobre el precio de las materias primas.

14 La región ha seguido atrayendo capitales de cartera, mientras que las colocaciones de renta fija siguen en niveles reducidos

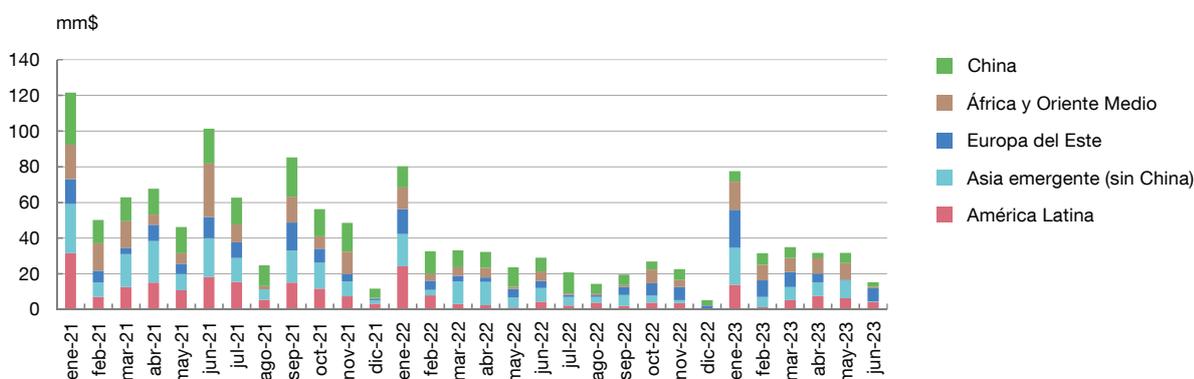
- La región recibió flujos de cartera por valor de casi 20.000 millones de dólares en los primeros cinco meses de 2023, cifra similar a la del año anterior. De este modo, América Latina es la región emergente que ha recibido mayor cuantía de este tipo de capitales externos desde 2022 (véase gráfico 14.a).
- Las entradas de capitales de cartera que han tenido como destino la renta fija se situaron en los cinco primeros meses de 2023 (10.000 millones de dólares) por encima de lo registrado en el mismo período de 2022 (8.000 millones). Sin embargo, las colocaciones de bonos en mercados internacionales se mantuvieron en niveles muy reducidos para los estándares históricos (véase gráfico 14.b), tendencia que se mantiene desde hace año y medio, y que es generalizada entre las economías emergentes. El tensionamiento de las condiciones financieras globales y las menores necesidades de refinanciación podrían explicar el bajo nivel de las colocaciones. Los mayores emisores de deuda fueron los soberanos (73 % del total), especialmente de países pequeños o con calificaciones reducidas, y su coste de colocación aumentó en casi 2,8 pp respecto al del mismo período de 2022, un incremento similar al de otras áreas emergentes.

Gráfico 14

14.a Evolución de los flujos de capitales de cartera de no residentes netos (mm de dólares, acumulados)



14.b Emisiones de renta fija en mercados internacionales (mm de dólares)



FUENTES: Institute of International Finance y Dealogic.

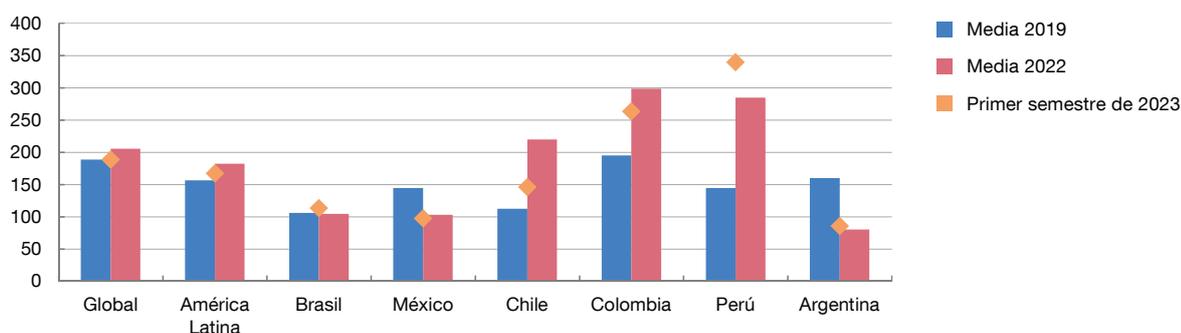


15 La incertidumbre sobre las políticas económicas y las tensiones sociales se han mantenido elevadas, con carácter general, en la región en los últimos trimestres

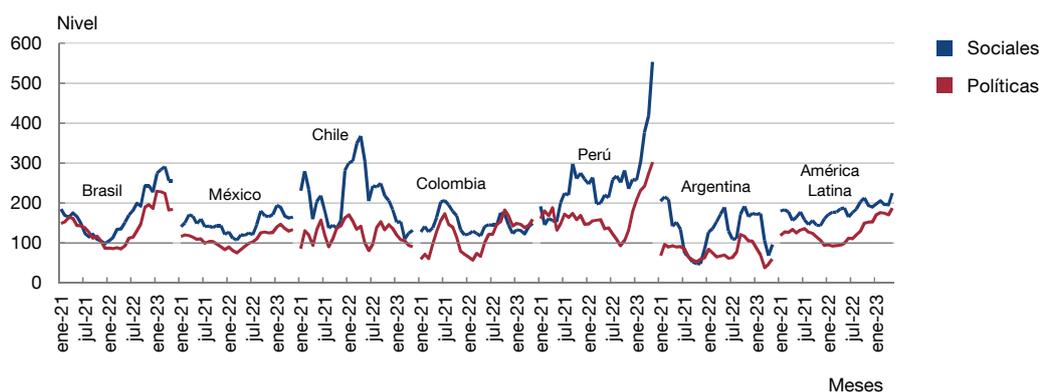
- El indicador de incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas repuntó en los primeros meses de 2023 en Brasil —aunque la aprobación de la nueva regla fiscal y la reafirmación de la independencia del banco central deberían reducir en el futuro dicha incertidumbre— y, especialmente, en Perú, y se situó por encima del observado en 2022 (véase gráfico 15.a). En toda la región, con la excepción de México, estos indicadores son mayores que los registrados antes de la pandemia.
- Los indicadores de tensiones sociales y políticas mantuvieron la tendencia al alza en el conjunto de la región (véase gráfico 15.b), especialmente en Brasil y, sobre todo, de nuevo, en Perú, donde se alcanzaron niveles un 50 % superiores a los anteriores máximos históricos, tras la destitución del presidente Castillo y las ulteriores protestas sociales. En lo que va de año, estos indicadores han marcado niveles similares o superiores a los máximos de la última década en todos los países, salvo en Chile, que los registró en 2019.

Gráfico 15

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



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



FUENTES: Banco de España y Economic Policy Uncertainty.

- a Erik Andres-Escayola, Corinna Ghirelli, Luis Molina, Javier J. Pérez y Elena Vidal. (2022). "Using newspapers for textual indicators: which and how many?". Documentos de Trabajo, 2235, Banco de España. *Economic Policy Uncertainty* (EPU) es un índice construido a partir de la prensa local e internacional utilizando palabras relacionadas con la incertidumbre sobre las políticas económicas.
- b Índices de tensiones sociales y políticas elaborados con la metodología de Baker, Bloom y Davis con palabras relativas a cada uno de los temas, a partir de la prensa nacional e internacional [E. Andres-Escayola, C. Ghirelli, L. Molina, J. Pérez y E. Vidal. (s. f.). "What do we mean when we talk about social unrest?", mimeo].

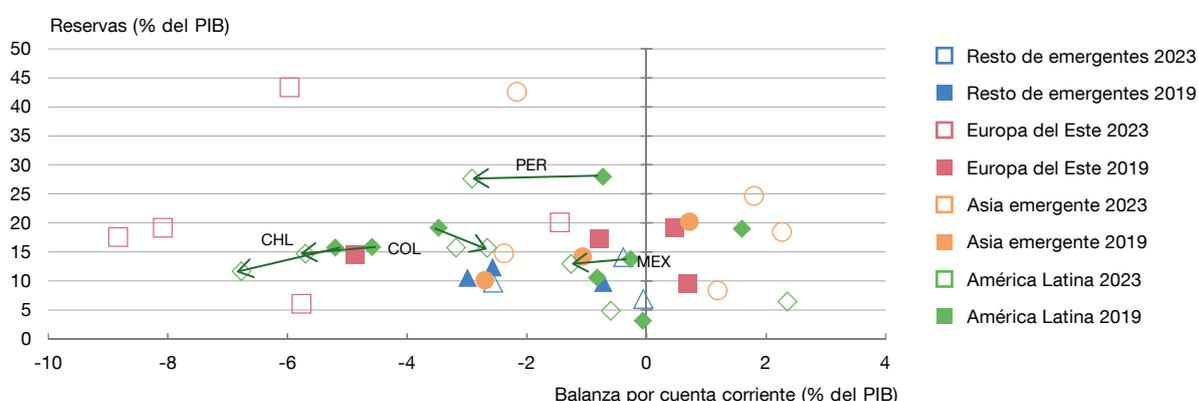


16 Los indicadores de vulnerabilidades externas y fiscales se han deteriorado en la región...

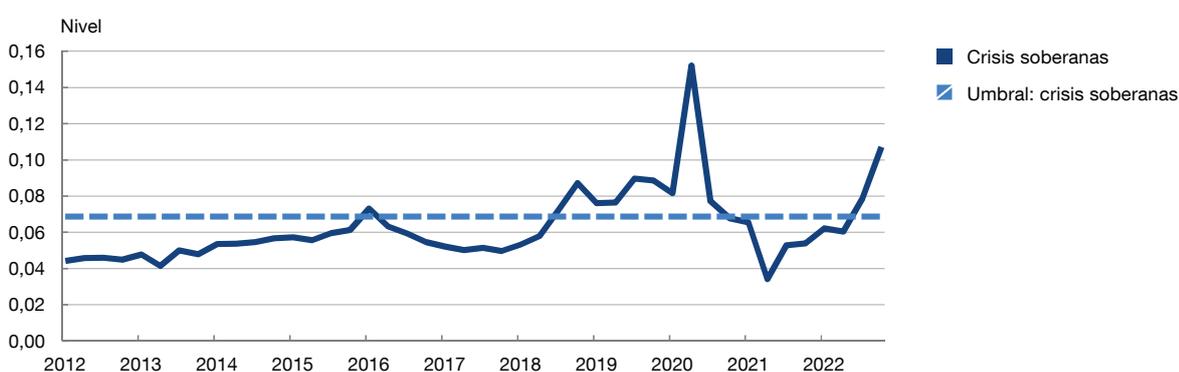
- En el primer trimestre de 2023, la región presentaba, en general, un mayor desequilibrio externo y unas reservas internacionales inferiores a las registradas en el año anterior a la pandemia, salvo en el caso de Brasil¹³ (véase gráfico 16.a). Igualmente, desde 2019 se ha registrado un incremento de la deuda externa a corto plazo y, en algunos países, también de la deuda externa total, si bien el servicio de dicha deuda ha caído en general.
- Por otro lado, el indicador sintético de vulnerabilidad de las finanzas públicas ha continuado en el primer tramo del año la tendencia al alza que viene presentando en los últimos trimestres (véase gráfico 16.b), como consecuencia fundamentalmente de la desaceleración de la actividad, el mantenimiento de altos niveles de deuda pública (véase ficha 17) y el intenso proceso de aumento de tipos de interés.

Gráfico 16

16.a Vulnerabilidades externas: indicadores de sostenibilidad exterior (a)



16.b Indicadores sintéticos de vulnerabilidad frente a crisis soberanas en América Latina (b)



FUENTES: FMI y Refinitiv.

- a Comparación de pares de las dos variables representadas a finales de 2019 y en el primer trimestre de 2023.
- b Los indicadores sintéticos representan las probabilidades de situarse en estados vulnerables estimadas a partir de un modelo de probabilidad logístico para tres tipos de crisis (bancarias, cambiarias y soberanas) con variables preseleccionadas según la emisión de señales correctas seis trimestres antes de una crisis (umbral de una curva ROC). Un aumento del indicador sintético implica, con ello, un incremento de la probabilidad de registrar una crisis de cada uno de los tipos. Los indicadores regionales son la media de los sintéticos de los ocho países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Ecuador y Uruguay), cinco de Asia (China, India, Indonesia, Corea y Tailandia) y seis de Europa del Este (República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía).

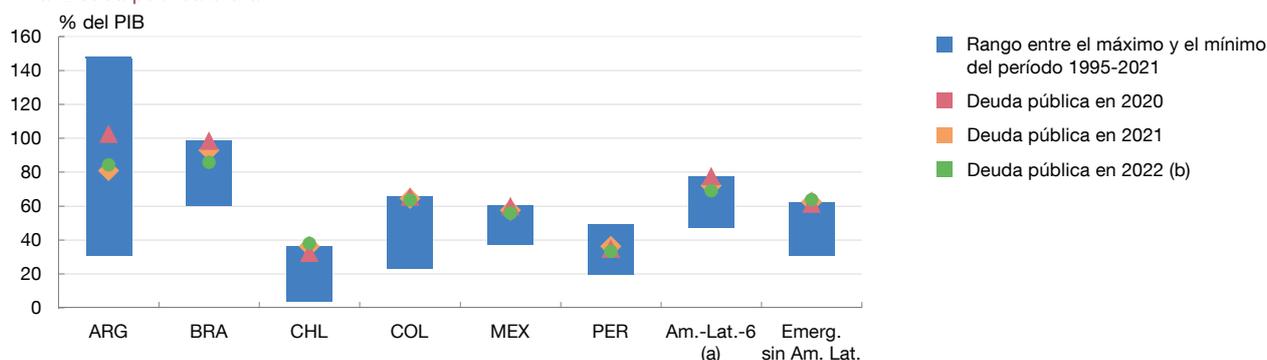
13 Véase "Indicadores de vulnerabilidad de América Latina".

17 ... y las perspectivas a medio plazo de las finanzas públicas siguen siendo menos favorables que antes de la pandemia

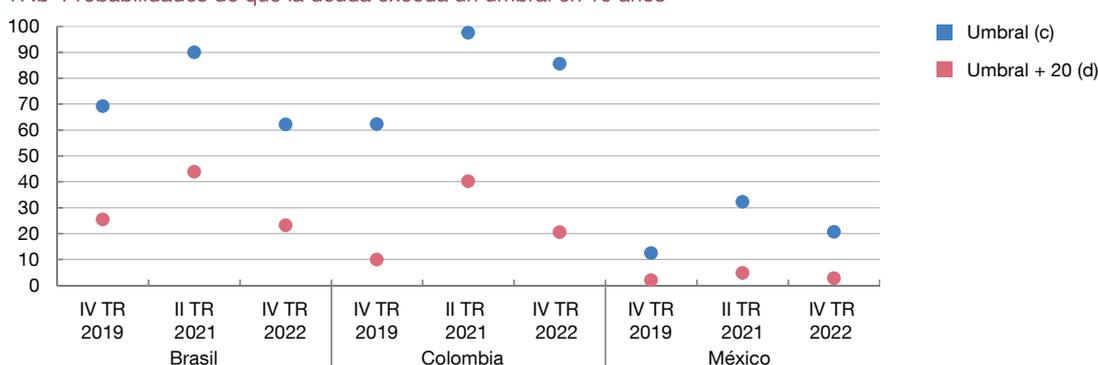
- En 2022 y el primer trimestre de 2023 se redujeron los déficits públicos en la mayor parte de la región (véase cuadro 1), debido a la retirada de algunos estímulos fiscales asociados a la pandemia y el fuerte crecimiento nominal de la economía, que más que compensaron el incremento de los pagos por intereses de la deuda. No obstante, los déficits estructurales primarios no se están corrigiendo, con la notable excepción de Chile (que se corrigió en 10 pp en 2022). La deuda pública se mantiene elevada en términos históricos (cerca del 70% del PIB en 2022) y en términos comparados con el resto de las regiones emergentes (véase gráfico 17.a), lo que supone uno de los mayores desafíos a los que se enfrenta la región¹⁴.
- Los ejercicios de simulación¹⁵ de las trayectorias futuras de los determinantes de la deuda pública de tres de las mayores economías de la región (véase gráfico 17.b) muestran que la probabilidad de que dentro de diez años la ratio de deuda pública sobre PIB se encuentre por encima de su nivel antes de la pandemia ha aumentado, lo que apunta a una mayor vulnerabilidad de las finanzas públicas en la actualidad.

Gráfico 17

17.a Deuda pública bruta



17.b Probabilidades de que la deuda exceda un umbral en 10 años



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

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

b El dato de 2022 corresponde a la estimación del WEO de abril de 2023 del FMI.

c El umbral para cada país se sitúa en su ratio deuda pública sobre PIB (en porcentaje) en 2019, último año antes de la pandemia (80 % para Brasil, 50 % para Colombia y México).

d El umbral para cada país se sitúa en su ratio deuda pública sobre PIB (en porcentaje) en 2019 más 20 pp.



14 Banco Interamericano de Desarrollo. (2023). *Lidiar con la deuda*.

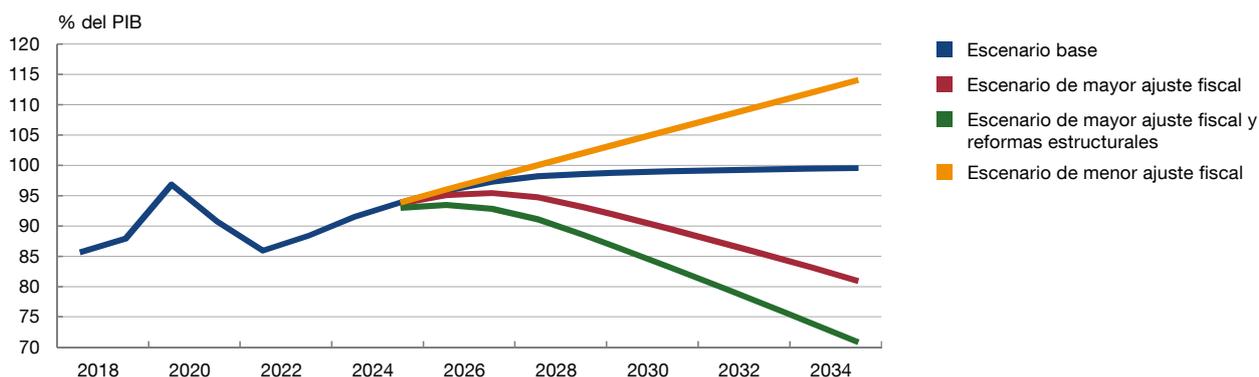
15 Véase el recuadro 3, "Análisis de la sostenibilidad de la deuda pública en América Latina", del *Informe de Economía Latinoamericana. 1.º semestre de 2022* para una descripción de la metodología.

18 La sostenibilidad de la deuda mejoraría notablemente si se implementaran reformas estructurales y se llevaran a cabo programas de consolidación fiscal

- Esta situación de debilidad de las finanzas públicas se produce en un contexto en el que el tono restrictivo de la política monetaria (véase ficha 9) se espera que sea persistente (véase ficha 11) y en el que las perspectivas de crecimiento a medio plazo son muy moderadas (véase ficha 3). Estos son factores adicionales que hacen más vulnerables las finanzas públicas.
- A modo de ilustración, en el gráfico 18.a se proporcionan simulaciones sobre la senda futura de la deuda pública de Brasil en varios escenarios alternativos. En el escenario base, la deuda pública, tras aumentar hasta 2028, se estabilizaría en niveles ligeramente inferiores al 100 % del PIB, gracias al mantenimiento de un superávit primario. Un escenario de consolidación adicional de las finanzas públicas que produzca una mejora acumulada de 2 pp en el saldo público estructural llevaría a una estabilización de la deuda en 2026 en un valor alrededor del 95 % del PIB y una reducción posterior. Además, estas dinámicas favorables de la deuda se verían reforzadas si se implementan reformas estructurales que aumenten el producto potencial de la economía brasileña.

Gráfico 18

18.a Brasil. Sostenibilidad de la deuda (a)



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

a Las simulaciones utilizan un marco de análisis de sostenibilidad de la deuda que incluye las características esenciales de las economías latinoamericanas, como la existencia de deuda denominada en moneda extranjera, y amplía sus fronteras mediante la introducción de un modelo de comportamiento que vincula y determina conjuntamente los valores futuros de la demanda agregada, la inflación, el saldo fiscal y el tipo de cambio a través de perturbaciones a los fundamentales macroeconómicos (I. Kataryniuk, R. Lorenzo Alonso, E. Martínez Casillas y J. Timini. (2023). "An extended Debt Sustainability Analysis framework for Latin America", mimeo). Todos los escenarios se construyen con datos hasta 2022, previsiones del FMI para 2023 y 2024, y están basados en el modelo a partir de 2025. En el escenario central, el saldo primario está anclado a las previsiones del FMI hasta 2028. El escenario de mejora del saldo estructural primario asume una política fiscal que realiza un ajuste adicional del saldo estructural primario en 0,5 pp del PIB cada año durante cuatro años (2025-2028). El escenario de mejora del saldo estructural primario y de reformas estructurales asume adicionalmente la implementación de reformas estructurales que aumenten el crecimiento del PIB potencial en 1 pp a partir de 2025. El escenario de empeoramiento del saldo estructural primario asume que este se mantiene igual al 0 % del PIB a partir de 2026. Esto supone 1,5 pp de diferencia en 2028.



Cuadro 1

América Latina: principales indicadores económicos

	Promedio 2007-2021	2022	Previsiones FMI (WEO de abril de 2023)		2021		2022				2023
			2023	2024	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
PIB (variación respecto al período anterior) (a)											
América Latina y el Caribe (b)	1,9	3,6	1,6	2,2	1,0	1,7	0,8	0,9	0,5	0,0	1,2
Argentina	1,4	5,2	0,2	2,0	2,9	2,5	0,6	1,4	0,8	-1,7	0,7
Brasil	1,7	2,9	0,9	1,5	0,4	1,0	1,0	1,1	0,5	-0,1	1,9
México (c)	1,4	3,0	1,8	1,6	-1,1	1,2	1,0	1,1	0,9	0,6	1,0
Chile	3,1	2,4	-1,0	1,9	4,3	2,4	-0,6	-0,6	-1,1	0,2	0,8
Colombia (c)	3,5	7,3	1,0	1,9	4,8	5,3	0,7	0,9	0,3	0,4	1,4
Perú	4,4	2,7	2,4	3,0	2,1	0,4	0,9	0,1	0,5	0,1	-1,1
IPC (tasa interanual) (a)											
América Latina y el Caribe (b)	5,8	9,8	13,3	9,0	7,2	8,2	8,8	10,0	9,2	8,0	7,5
Argentina	22,4	72,4	98,6	60,1	51,9	51,4	52,8	61,0	77,6	91,8	102,0
Brasil	5,6	9,3	5,0	4,8	9,6	10,5	10,7	11,9	8,7	6,1	5,3
México	4,2	7,9	6,3	3,9	5,8	7,0	7,3	7,8	8,5	8,0	7,5
Chile	3,4	11,6	7,9	4,0	4,9	6,6	8,3	11,5	13,7	13,0	11,8
Colombia	4,0	10,2	10,9	5,4	4,3	5,2	7,8	9,3	10,8	12,6	13,3
Perú	3,0	7,9	5,7	2,4	4,7	6,0	6,2	8,3	8,6	8,4	8,6
Saldo presupuestario (% del PIB) (a) (d)											
América Latina y el Caribe (b)	-4,1	-3,7	-5,2	-4,4	-4,2	-4,3	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-4,4
Argentina	-3,8	-3,8	-3,8	-3,6	-2,9	-3,6	-3,7	-4,0	-4,0	-3,8	-4,2
Brasil	-5,5	-4,6	-8,8	-8,2	-4,7	-4,3	-3,1	-4,2	-4,3	-4,6	-6,1
México	-3,1	-3,5	-4,1	-2,7	-2,7	-3,2	-3,3	-3,1	-3,4	-3,5	-3,9
Chile	-1,3	1,1	-1,8	-1,2	-7,4	-7,7	-6,3	-2,0	0,4	1,1	0,8
Colombia	-2,8	-4,2	-4,0	-2,1	-5,8	-6,9	-6,5	-5,6	-6,0	-4,2	-3,5
Perú	-0,8	-2,2	-2,0	-1,9	-5,0	-3,4	-2,1	-1,2	-1,8	-2,2	-2,8
Deuda pública (% del PIB) (a)											
América Latina y el Caribe (b)	56,9	62,0	68,2	68,9	64,4	63,2	62,7	61,0	60,9	60,3	—
Argentina	60,2	84,8	76,3	73,6	71,6	68,5	69,3	60,5	63,5	68,0	—
Brasil	73,4	72,9	88,4	91,5	80,3	78,3	77,4	76,7	75,3	72,9	73,0
México	48,9	50,0	55,6	55,8	52,6	52,2	52,8	51,8	51,3	50,0	50,5
Chile	17,3	38,0	36,6	38,5	35,5	36,4	36,4	36,8	37,3	38,0	37,2
Colombia	44,9	56,6	62,0	61,1	61,5	60,7	58,0	57,2	58,3	59,7	58,2
Perú	26,4	33,8	33,0	33,3	34,5	35,9	33,4	33,6	34,2	33,8	32,9
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (a) (d)											
América Latina y el Caribe (b)	-1,8	-2,9	-1,8	-1,7	-1,4	-2,2	-2,3	-2,8	-3,2	-2,9	—
Argentina	-0,9	-0,6	1,0	0,8	1,2	1,4	0,9	0,2	-0,9	-0,6	—
Brasil	-2,4	-3,0	-2,7	-2,7	-2,3	-2,8	-2,4	-2,9	-3,3	-3,0	-2,7
México	-1,2	-1,3	-1,0	-1,0	0,5	-0,6	-0,8	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3
Chile	-2,8	-9,0	-4,2	-3,8	-5,1	-7,3	-8,1	-9,7	-10,0	-9,0	-6,8
Colombia	-3,8	-6,2	-5,1	-4,6	-4,9	-5,6	-6,2	-6,1	-6,4	-6,2	-5,7
Perú	-2,3	-4,1	-2,1	-2,3	-1,3	-2,2	-3,2	-3,3	-3,9	-4,1	-2,9
Deuda externa (% del PIB) (a)											
América Latina y el Caribe (b)	37,7	—	43,3	42,2	43,3	42,5	—	—	—	—	—
Argentina	41,4	43,8	—	—	59,7	55,3	52,8	48,9	45,0	44,0	—
Brasil	29,0	35,5	—	—	41,0	40,6	40,2	37,0	36,0	35,4	35,0
México	22,7	—	—	—	30,0	29,2	—	—	—	—	—
Chile	55,4	77,6	—	—	75,3	75,2	76,5	74,5	74,3	77,4	75,8
Colombia	33,1	53,6	—	—	54,1	53,8	53,5	51,3	50,6	53,4	—
Perú	34,1	41,8	—	—	42,9	45,2	45,0	43,5	42,6	41,8	41,4
PRO MEMORIA: Agregado de economías emergentes, excluidas América Latina y China (FMI, WEO de abril de 2023)											
PIB (tasa interanual)	4,1	4,5	3,7	4,4							
IPC (tasa interanual)	7,1	13,4	11,4	8,4							
Saldo presupuestario (% del PIB)	-2,9	-4,2	-5,2	-4,8							
Deuda pública (% del PIB)	41,9	56,3	58,8	59,9							
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,7	1,7	0,2	-0,2							
Deuda externa (% del PIB)	27,5	26,5	26,0	25,3							
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	31,8	32,3	32,6	33,1							

FUENTES: FMI, Refinitiv, LatinFocus y estadísticas nacionales.

- a América Latina y el Caribe representan un 7,3 % del PIB mundial medido en PPP. Las seis economías mostradas representan un 86 % sobre el total de América Latina y el Caribe (FMI).
- b Datos trimestrales, agregado de las seis principales economías (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), y para la inflación, agregado sin Argentina.
- c Series ajustadas de estacionalidad.
- d Media móvil de cuatro trimestres.