

Informe

Índice

- 1 América Latina está inmersa en un ciclo de relajación monetaria 5
- 2 El proceso de relajación de la política monetaria es coherente con la situación cíclica de la actividad y la reducción de la inflación 6
- 3 Los mercados financieros descuentan que se producirán bajadas adicionales en los próximos meses 7
- 4 En 2024 y 2025, el crecimiento económico se mantendrá cercano al potencial para la mayor parte de las economías de la región 8
- 5 En América Latina, la inflación siguió moderándose de forma gradual en la primera mitad de 2024 9
- 6 La inflación de los servicios mantiene una elevada persistencia... 10
- 7 ... que podría prolongarse a corto y a medio plazo 11
- 8 Se espera que continúe el proceso gradual de reducción de la inflación en los próximos trimestres, hasta alcanzar los rangos objetivo de los bancos centrales 12
- 9 Las expectativas de inflación continúan ancladas 13
- 10 El proceso de relajación de la política monetaria podría verse condicionado por las decisiones que se tomen en Estados Unidos en este ámbito 14
- 11 El aumento del precio de las materias primas contrarresta parcialmente el efecto de las diferencias en las políticas monetarias sobre los tipos de cambio 15
- 12 Las condiciones financieras de la región interrumpieron su proceso de relajación 16
- 13 Los flujos de capitales de cartera han mantenido cierto dinamismo 17
- 14 Los flujos de cartera se resentirían en un escenario de mayor endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos 18
- 15 La inversión extranjera directa recibida disminuyó ligeramente 19
- 16 El tono de la política fiscal, que pasaría a ser menos restrictivo en 2024, también podría conducir a que el proceso de bajadas de tipos fuera más gradual de lo esperado 20
- 17 El crecimiento del crédito ha iniciado un ligero repunte tras el comienzo de los ciclos de recortes de los tipos de interés oficiales 21
- 18 Los cambios en los tipos de interés oficiales se han trasladado a los tipos de interés de los préstamos bancarios, aunque con cierta heterogeneidad por países y segmentos 22
- 19 Los préstamos de dudoso cobro se han estabilizado en niveles elevados 23

1 América Latina está inmersa en un ciclo de relajación monetaria

- Desde la segunda mitad de 2023, los principales bancos centrales de la región con objetivo de inflación vienen reduciendo sus tipos de interés oficiales, al igual que otras regiones emergentes, como Europa del Este. Solo México comenzó a reducirlos más tarde (véase cuadro 1). Se trata de un proceso con una velocidad e intensidad muy diferentes entre países: desde 25 puntos básicos (pb) de reducción en México hasta 550 pb en Chile. Este amplio rango se explica por las diferencias regionales observadas en la **situación cíclica de las economías**, en la **evolución de la inflación**, así como en el **tono de la política fiscal**.
- El ciclo de relajación monetaria comenzó con la inflación por encima del intervalo objetivo de los bancos centrales (con las excepciones de Brasil y México), si bien en descenso desde los máximos alcanzados en el episodio inflacionista (entre nueve y diecisiete meses después de alcanzarlo) (véase gráfico 1.a), y con las expectativas de inflación a corto plazo alineadas con dichos intervalos objetivo, con la excepción de Colombia.

Cuadro 1
Cambios mensuales en los tipos de interés oficiales de las principales economías y economías emergentes (puntos básicos) (a)

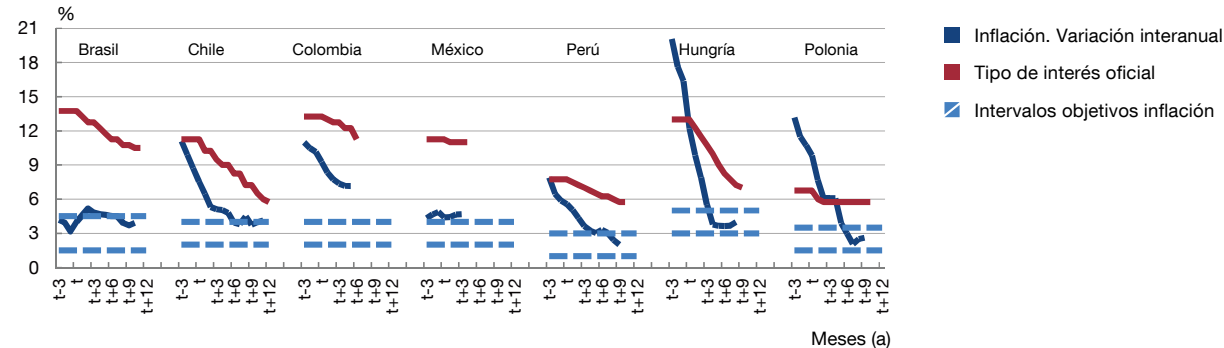
	2023								2024							
Brasil							-50	-50			-50	-50			-25	
Chile							-100			-75	-50		-75		-50	-25
Colombia		+75			+25		+25									
México					+50		+25									
Perú																
Hungría																
Polonia																
India																
Indonesia																
Tailandia																
Área del euro																
EEUU																

FUENTE: Refinitiv.

a El color rojo indica endurecimiento de la política monetaria; el color azul, relajación de la política monetaria, y la intensidad del color depende de la magnitud de los movimientos.

Gráfico 1

1.a Inflación interanual y tipos de interés oficiales



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

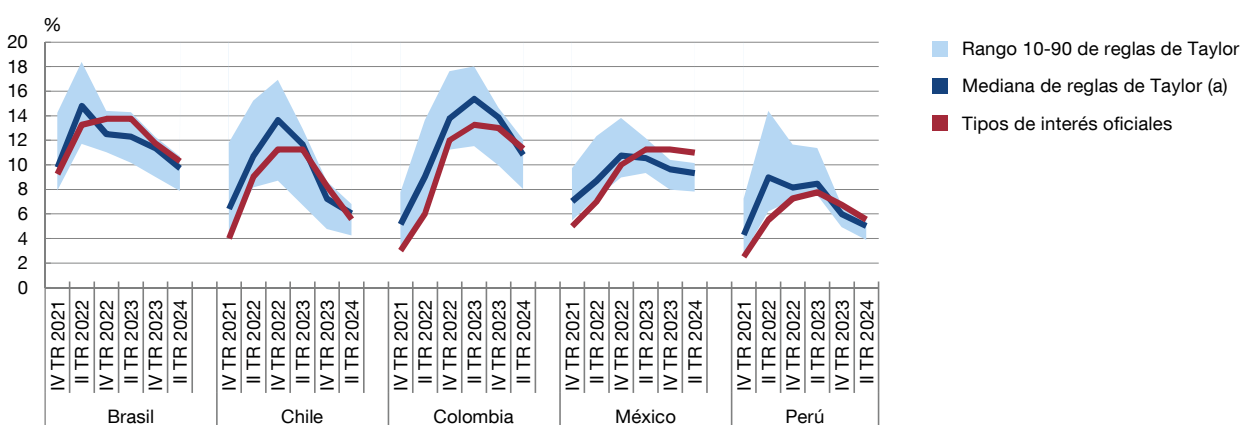
a El mes t representa, para cada país, el mes inmediatamente anterior al inicio de bajadas de tipos. Mes de inicio de bajadas: Brasil, agosto de 2023; Chile, julio de 2023; Colombia, diciembre de 2023; México, marzo de 2024; Perú, septiembre de 2023; Hungría, octubre de 2023; Polonia, septiembre de 2023.

2 El proceso de relajación de la política monetaria es coherente con la situación cíclica de la actividad y la reducción de la inflación

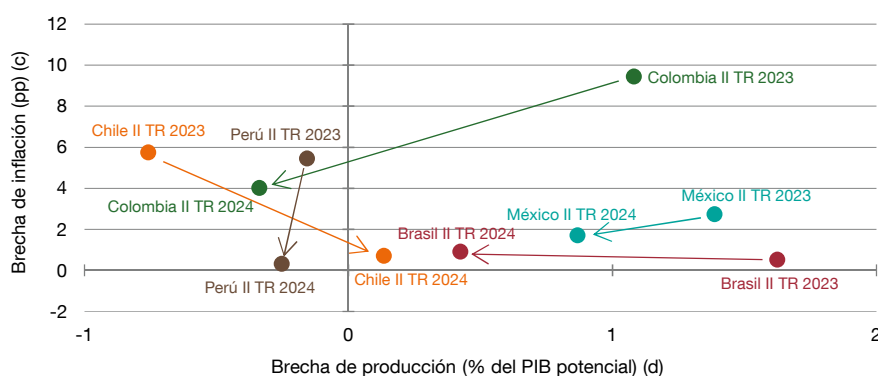
- Los tipos de interés oficiales se encuentran en línea con los derivados de la aplicación de un conjunto amplio de reglas de Taylor. La regla de Taylor tiene en cuenta la situación cíclica de la actividad (brecha de producción) y la evolución observada y esperada de la inflación respecto a su objetivo (brecha de inflación) (véase gráfico 2.a).
- Brasil y México aún mantienen una brecha de producción positiva, aunque se ha reducido; en el caso de Colombia y Perú es negativa, y para Chile ha pasado a ser ligeramente positiva, tras el notable crecimiento registrado en el primer trimestre de 2024 (véase gráfico 2.b)¹. Asimismo, con la excepción de Brasil, en las tasas de inflación se han observado reducciones hacia su objetivo.

Gráfico 2

2.a Tipos de interés oficiales y reglas de Taylor



2.b Brechas de producción e inflación en América Latina (b)



FUENTES: Refinitiv, *LatinFocus Consensus*, bancos centrales, J.P. Morgan y Banco de España.

- a La combinación de posibles valores para los coeficientes y para la inflación (general, subyacente y expectativas) permite calcular un conjunto de reglas de Taylor, cuya mediana y cuyo rango 10 %-90 % de la distribución aparecen representados en el gráfico.
- b Para el segundo trimestre de 2024 se consideran las previsiones de inflación y crecimiento del PIB de acuerdo con el *LatinFocus* de junio de 2024.
- c Diferencia entre la inflación en el trimestre correspondiente y el objetivo de inflación.
- d La tendencia del PIB de cada economía se calcula utilizando el filtro de Hodrick-Prescott de dos bandas con un parámetro de suavización de 1.600 y previsiones para el PIB hasta el cuarto trimestre de 2025.



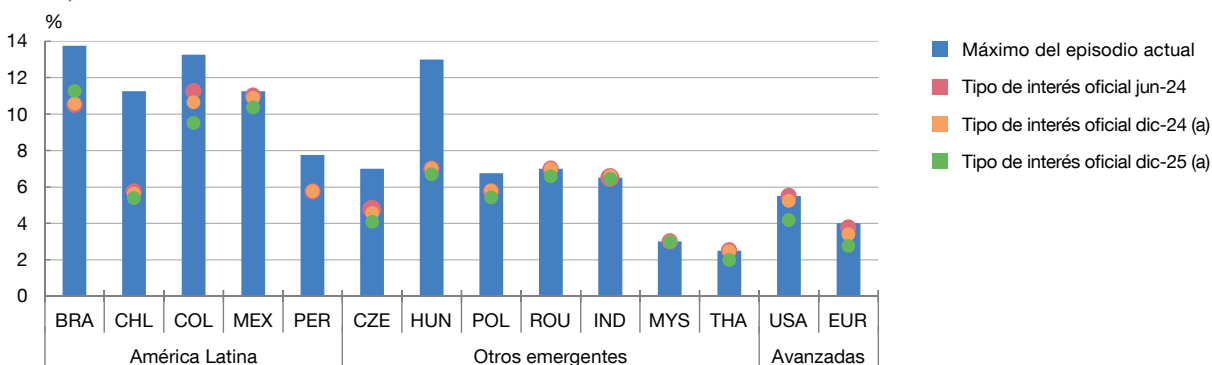
1 Este diagnóstico sobre el grado de holgura de las economías coincide, en general, con los de los informes de inflación más recientes de los bancos centrales de la región, con alguna matización, como en el caso de Brasil, que considera que la brecha de producción sería nula, si bien advierte sobre el alto grado de incertidumbre de estos cálculos.

3 Los mercados financieros descuentan que se producirán bajadas adicionales en los próximos meses

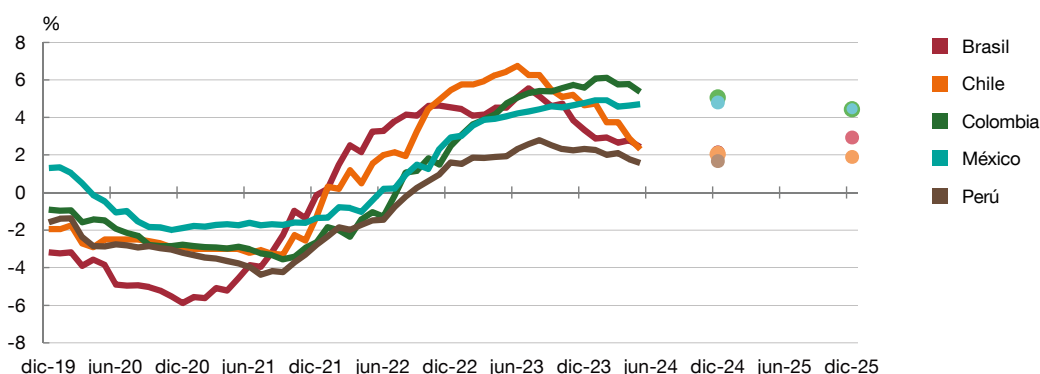
- De acuerdo con los mercados de futuros, se esperan ya pocas bajadas de tipos adicionales en Brasil, Chile y Perú, los países que antes iniciaron el proceso de relajación monetaria. Las bajadas tendrían mayor recorrido en Colombia y México, si bien en este último país serían de magnitud reducida (véase gráfico 3.a).
- Si se cumpliera lo que descuentan los mercados de futuros, al final de 2025 la política monetaria mantendría un tono restrictivo, como refleja el signo positivo de la diferencia entre el tipo de interés oficial real y el tipo de interés natural o neutral estimado por los bancos centrales de la región (véase gráfico 3.b).
- La magnitud y la duración de las bajadas van a depender fundamentalmente del comportamiento de la inflación. A su vez, este vendrá condicionado por la **evolución de la actividad económica**, los **precios de las partidas más volátiles de la cesta de consumo**, la **persistencia de la inflación**, la **evolución de los precios relativos**, las **expectativas de inflación** y la **evolución de la política monetaria en Estados Unidos**.
- En Argentina, la inflación es mucho más elevada y tiene características propias. Estas se describen en el recuadro 1.

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales



3.b Tipos de interés oficiales reales menos tipos de interés de equilibrio (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, J.P. Morgan, *LatinFocus* y Refinitiv.

a Descuento por los mercados financieros (calculado como la media de los últimos cinco días hasta el 28 de junio).

b Tipos de interés oficiales 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 2024 y diciembre de 2025, que son los tipos de interés oficiales esperados por los futuros o los *interest rate swaps* menos la inflación esperada para finales de 2025 y finales de 2026, respectivamente, del *LatinFocus* de junio de 2024. Tipo de interés de equilibrio obtenido según las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región.

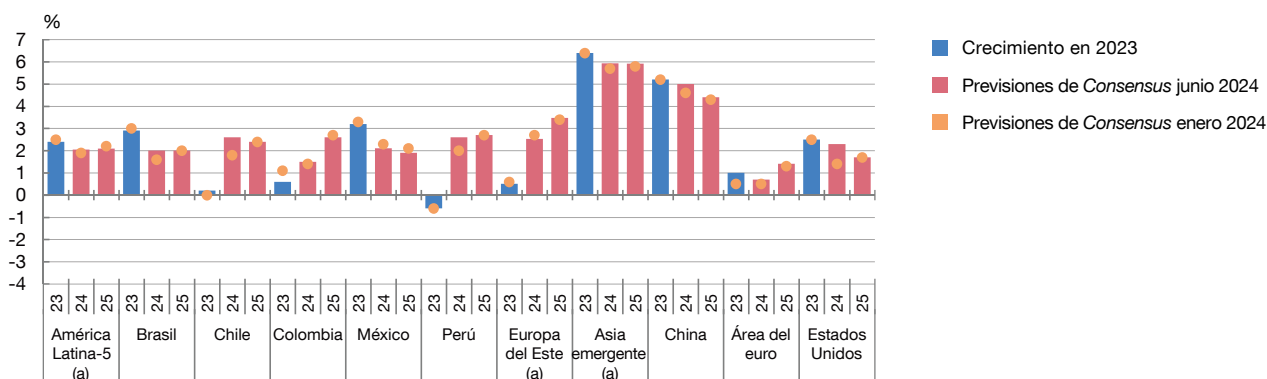


4 En 2024 y 2025, el crecimiento económico se mantendrá cercano al potencial para la mayor parte de las economías de la región

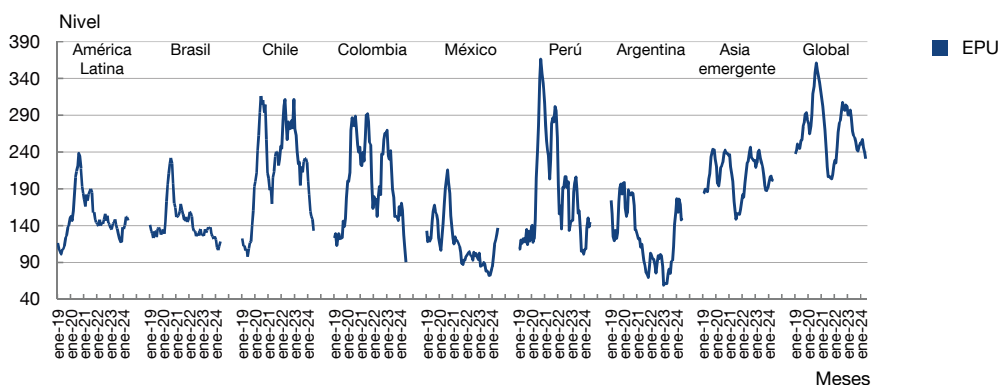
- Las economías latinoamericanas crecerían en 2024 a tasas cercanas a las potenciales. Esto supone una desaceleración respecto a 2023 en Brasil y México y una aceleración en Chile y Colombia, que habían registrado crecimientos bajos en 2023, tras una situación de sobrecalentamiento, y en Perú, afectado por *shocks* negativos de oferta (véase gráfico 4.a).
- El crecimiento se está viendo favorecido por la resiliencia del mercado de trabajo, por el proceso de bajadas de tipos de interés oficiales, por el **aumento del precio de las materias primas para algunos países productores** y por la reducción de la incertidumbre sobre las políticas económicas en algunos países (véase gráfico 4.b).
- Los principales riesgos externos a la baja sobre el crecimiento económico de la región son dos: que la política monetaria de Estados Unidos sea más restrictiva de lo esperado por los mercados financieros y que la economía china se desacelere más de lo previsto, debido, por ejemplo, a una agudización de las dificultades de su sector mobiliario².

Gráfico 4

4.a Previsiones de crecimiento del PIB para 2024 y 2025



4.b Indicador de incertidumbre de la política económica (EPU) (b)



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

a América Latina-5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Europa del Este: Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía. Asia emergente: India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. Todos los agregados ponderados por el PIB en PPP.

b 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. Último dato: junio de 2024.



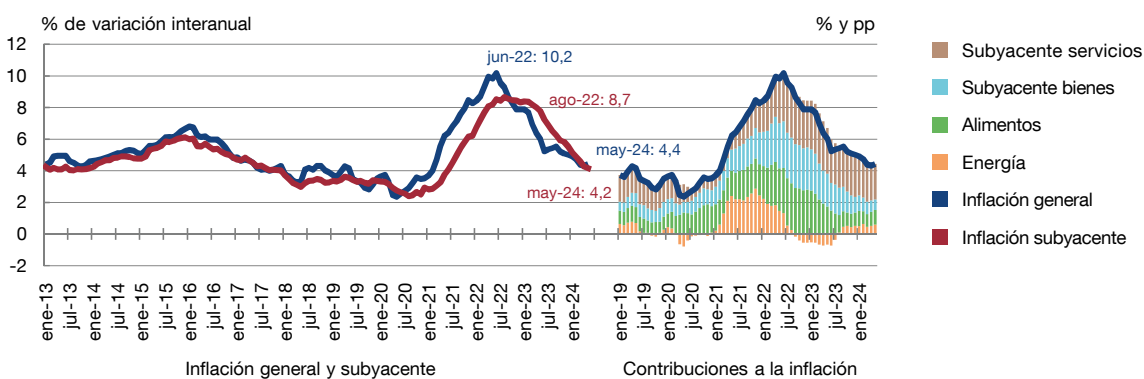
2 Véase la ficha 3 del *Informe de Economía Latinoamericana* del segundo semestre de 2023.

5 En América Latina, la inflación siguió moderándose de forma gradual en la primera mitad de 2024

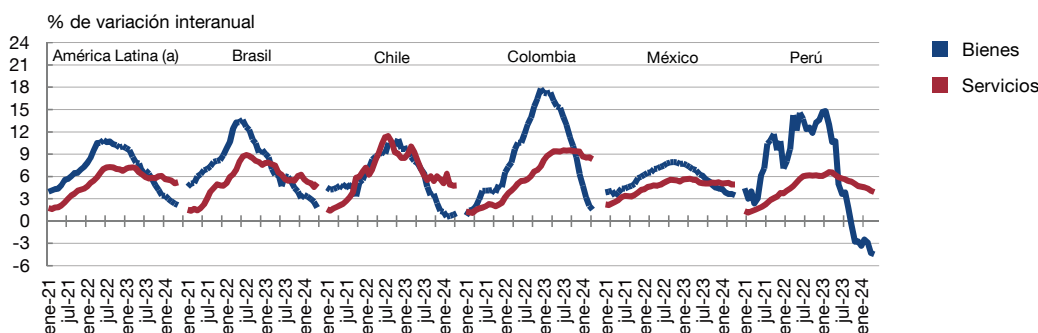
- En el primer semestre de 2024, la inflación ha continuado su descenso, debido a la evolución del componente subyacente. La contribución de la energía y los alimentos se ha mantenido estable³ (véase gráfico 5.a).
- La mayor parte de la reducción de la inflación subyacente se explica por el menor incremento de los precios de los bienes, mientras que el componente de servicios muestra una mayor persistencia (véase gráfico 5.b).
- Destaca la inflación de los servicios en Colombia. Este es el principal factor explicativo del menor y más lento descenso de la inflación en ese país respecto a la evolución más homogénea de las otras grandes economías con objetivo de inflación.

Gráfico 5

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



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



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
b Series de bienes y servicios sin alimentos ni energía.



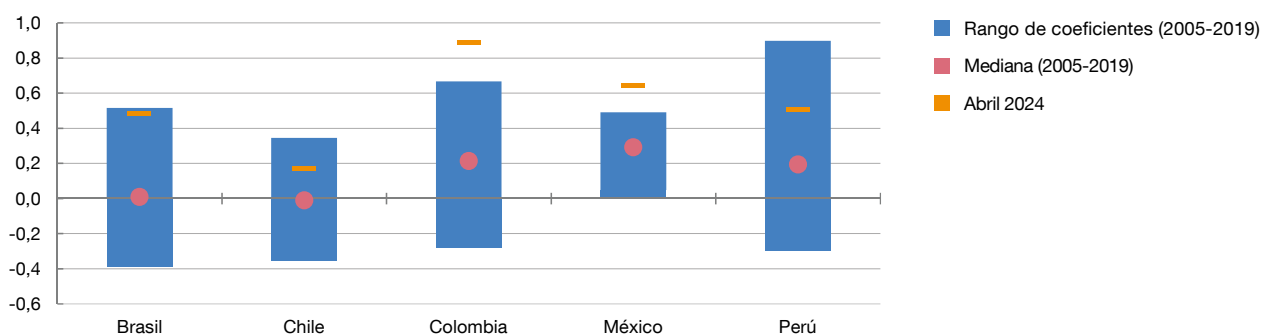
3 Sobre los riesgos al alza de la inflación de alimentos, véanse las fichas 6 y 7 del *Informe de Economía Latinoamericana* del segundo semestre de 2023.

6 La inflación de los servicios mantiene una elevada persistencia...⁴

- El gráfico 6.a muestra que la persistencia de la inflación de los servicios experimentó un notable incremento en el reciente episodio inflacionista y aún se mantiene claramente por encima de su nivel previo a la pandemia. La persistencia de la inflación se calcula considerando la relación entre la inflación mensual contemporánea y su valor inmediatamente anterior y utilizando ventanas móviles recursivas de 48 meses para seguir su evolución a lo largo del tiempo⁵.
- Este incremento es especialmente notable en los casos de México y Colombia. En Colombia, de acuerdo con su banco central⁶, el aumento de la persistencia puede deberse al mayor tamaño y/o mayor número de perturbaciones que han afectado a la inflación (persistencia «heredada») o al mayor grado de sensibilidad de la inflación a estos choques (persistencia «intrínseca»). Dada la alta inflación actual, el banco central destaca el riesgo de que el grado de indexación de la economía haya cambiado o cambie en el futuro, de ahí la importancia de continuar estudiando la persistencia inflacionaria y sus determinantes.

Gráfico 6

6.a Inflación subyacente de servicios. Sensibilidad a la inflación pasada (a)



FUENTES: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano y Refinitiv.

a Coeficiente α de la ecuación de regresión: $\pi_t = \alpha\pi_{t-1} + \varepsilon_t$, estimada por máxima verosimilitud mediante ventanas móviles de cuatro años, siendo π_t la inflación intermensual desestacionalizada de los servicios subyacentes en el mes t . Se emplean datos mensuales con un período muestral comprendido entre enero de 2005 y abril de 2024.



4 Ficha elaborada en colaboración con la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano.

5 La metodología utilizada es la presentada en Juan Quiñónez Wu, Juan Manuel Serrano Fernández y Valery Solano Hidalgo. (2023). "Persistencia de la inflación en Centroamérica y República Dominicana". Notas Económicas Regionales, 154, Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. Los autores estiman un modelo AR(1) para la inflación mensual desestacionalizada en ventanas móviles recursivas de 48 meses con una muestra desde enero de 2000 hasta abril de 2024.

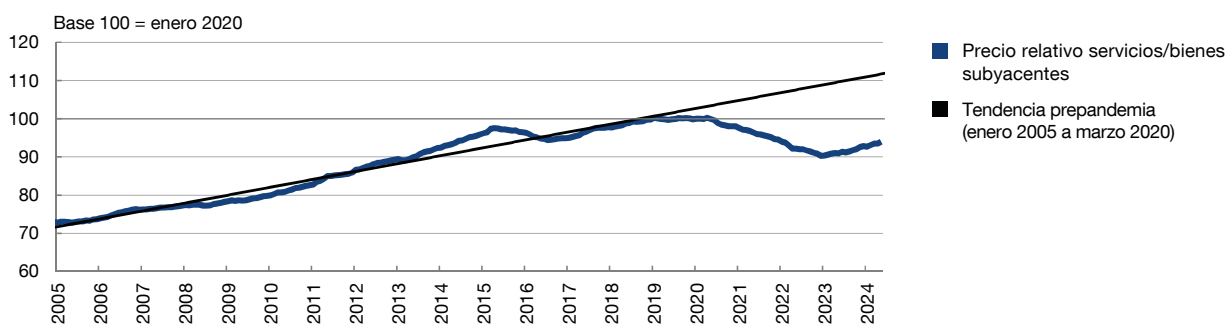
6 José Vicente Romero-Chamorro, Nicolás Martínez-Cortés, Franky Galeano-Ramírez. (2023). "Recuadro 1. Persistencia de la inflación en la coyuntura reciente". Informe de Política Monetaria - Banco de la República, octubre 2023.

7 ... que podría prolongarse a corto y a medio plazo

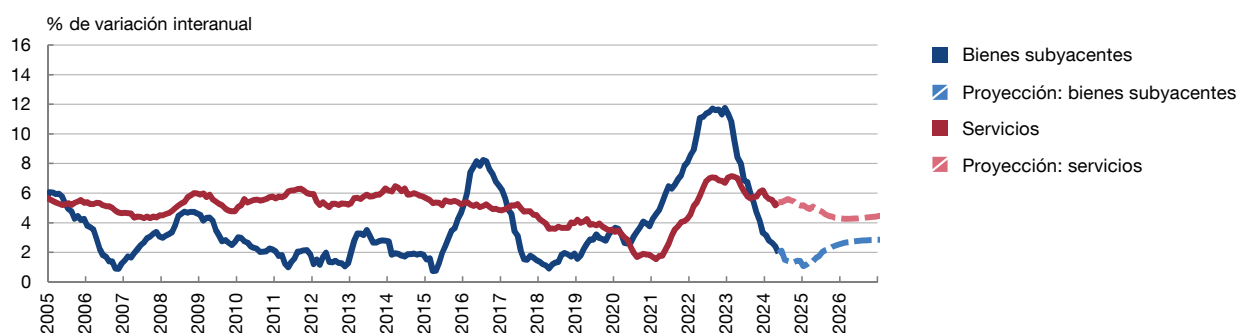
- La relación a largo plazo entre los precios de los bienes y los de los servicios se quebró durante la pandemia, pues los primeros crecieron mucho más que los segundos hasta hace unos meses (véase gráfico 7.a). Los cambios en los patrones de consumo y la aparición de cuellos de botella en aquel período explicaron la mayor inflación de los bienes. No obstante, desde septiembre de 2023 la tasa de variación interanual de los servicios ha pasado a ser superior a la de los bienes, en línea con lo observado en el período previo a la pandemia.
- Según un modelo econométrico que ajusta la evolución histórica de los precios relativos de los bienes y los servicios, el crecimiento proyectado de los precios de los servicios para los próximos trimestres se situaría en la región en el entorno del 4 %-5 %, frente al 2 % en promedio de los bienes (véase gráfico 7.b). De confirmarse estas dinámicas, la inflación de los servicios seguiría siendo elevada a corto plazo en América Latina, especialmente en países como México.

Gráfico 7

7.a Precio relativo entre servicios y bienes subyacentes en América Latina (a)



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



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

a El agregado de América Latina está definido como el agregado de Brasil, Colombia y México utilizando las ponderaciones del PIB (con paridad de poder de compra) para el año 2023 del Fondo Monetario Internacional (FMI).

b Para realizar las proyecciones se utiliza un modelo de corrección de errores estimado individualmente para cada país para el período previo a la pandemia de COVID-19 (enero de 2005 a marzo de 2020). En el modelo de corrección de errores se incluyen las siguientes variables: el logaritmo natural del índice de precios de los bienes subyacentes (índice de precio de los bienes, excluyendo energía y alimentos), el logaritmo natural del índice de precios de los servicios y el logaritmo natural del precio internacional del petróleo.

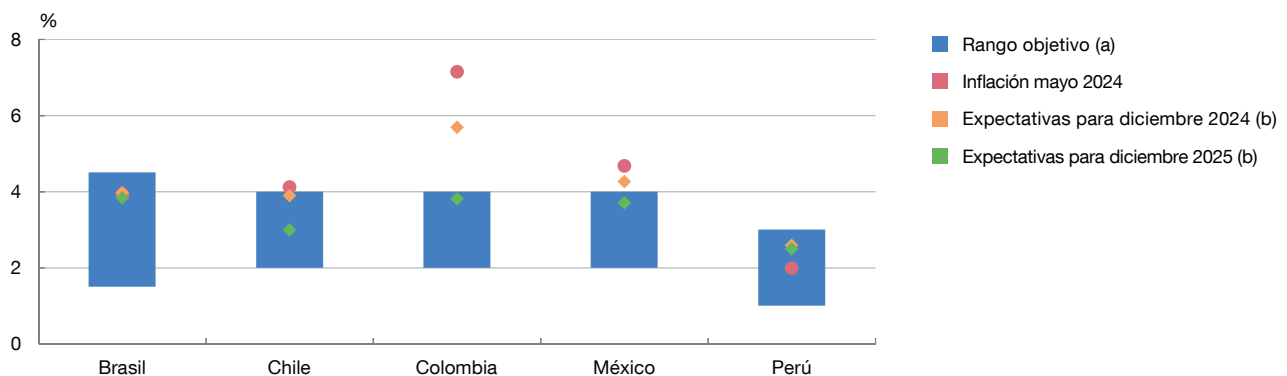


8 Se espera que continúe el proceso gradual de reducción de la inflación en los próximos trimestres, hasta alcanzar los rangos objetivo de los bancos centrales

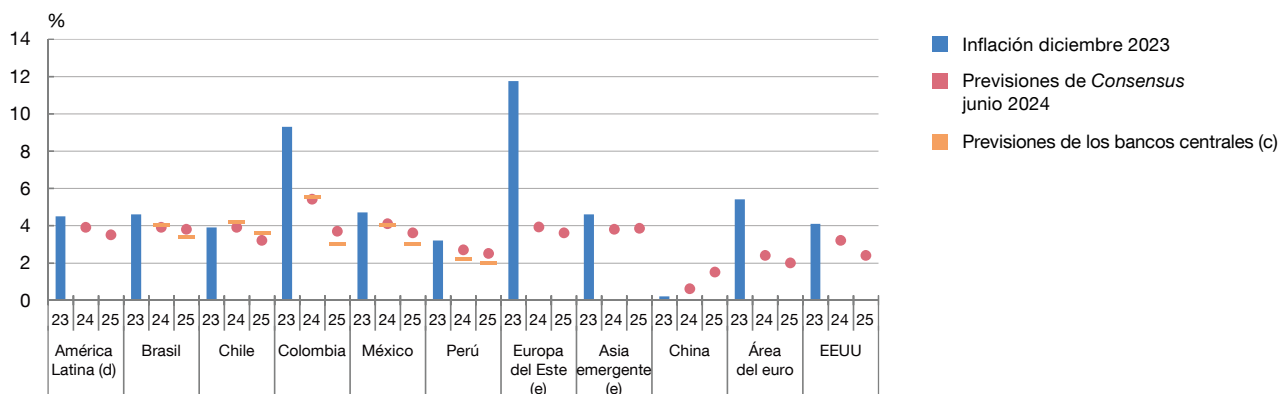
- De acuerdo con las encuestas realizadas por los bancos centrales de la región, la inflación se seguiría reduciendo de forma gradual. Se situaría dentro del intervalo objetivo este año en Perú y en 2025 en México y Colombia, tras haberlo alcanzado en Brasil y Chile en diciembre de 2023⁷. No obstante, las expectativas de inflación a medio plazo se establecerían algo por encima del objetivo puntual de inflación (centro del intervalo), con la excepción de Chile (véase gráfico 8.a).
- La visión del consenso de los analistas es coherente con las expectativas de inflación a partir de las encuestas de los bancos centrales (véase gráfico 8.b). Por su parte, los bancos centrales son ligeramente más optimistas para algunos países de la región (véase de nuevo el gráfico 8.b), si bien la mayoría siguen señalando en sus informes regulares que dominan los riesgos al alza.

Gráfico 8

8.a Inflación, objetivos de inflación y expectativas de inflación



8.b Previsiones de inflación



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

- a El objetivo de inflación es del 3 % para los bancos centrales de Brasil, Chile, Colombia y México y del 2 % para el banco central de Perú.
b Las expectativas de inflación para 2024 y 2025 se obtienen de las encuestas realizadas por los bancos centrales.
c Previsiones de los bancos centrales para diciembre de 2024 y diciembre de 2025 publicadas en sus informes de política monetaria más recientes.
d Excluye Argentina y Venezuela.
e Previsiones de *Consensus Forecasts* de junio de 2024. Europa del Este incluye Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía; Asia emergente incluye India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. Todos los agregados ponderados por PIB en PPP.



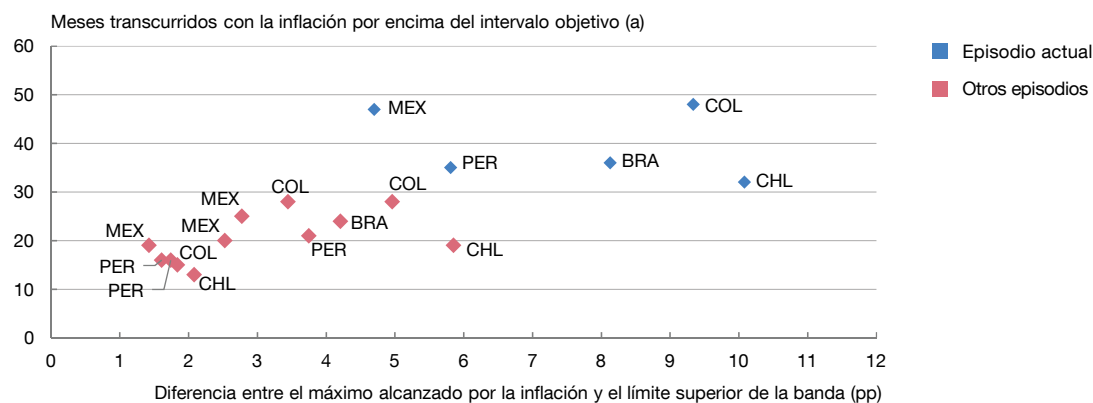
7 Las proyecciones del *Informe de Política Monetaria* de junio de 2024 señalan que la inflación en Chile registraría un incremento durante 2024 y 2025 y que su convergencia en la meta del 3 % se produciría en 2026 como consecuencia del impacto del *shock* de oferta asociado a la Ley de Estabilización de Tarifas Eléctricas.

9 Las expectativas de inflación continúan ancladas

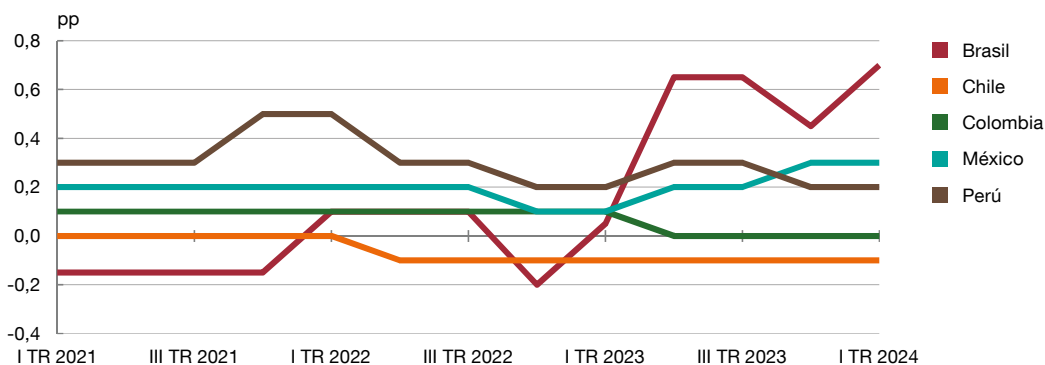
- El actual episodio inflacionista de la región está presentando o ha presentado las mayores desviaciones (en magnitud y duración) de la inflación respecto a los intervalos objetivo de los bancos centrales desde el inicio de los regímenes de inflación (en torno al cambio de siglo) (véase gráfico 9.a).
- En la actualidad, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas, al igual que durante todo el episodio inflacionista reciente, lo que es indicativo de la credibilidad de los bancos centrales de la región⁸ (véase gráfico 9.b). Sin embargo, en los últimos trimestres se percibe una cierta dinámica al alza en el caso de Brasil, que podría estar ligada al **desempeño de la política fiscal** (véase recuadro 2).

Gráfico 9

9.a Persistencia de la inflación por encima del rango objetivo en el episodio reciente



9.b Diferencia entre las expectativas de inflación a largo plazo y el valor central del rango de los objetivos de inflación (b)



FUENTES: Refinitiv, *LatinFocus* y *Consensus Forecasts*.

- a En los casos de Colombia y México, donde la inflación todavía se mantiene por encima del intervalo objetivo en el episodio actual, se toma como referencia temporal la fecha en la que las previsiones incluidas en el *LatinFocus* de junio de 2024 consideran que la inflación se situará dentro del rango.
- b Expectativas de inflación a largo plazo obtenidas de *Consensus Forecasts* para el plazo de seis a diez años.



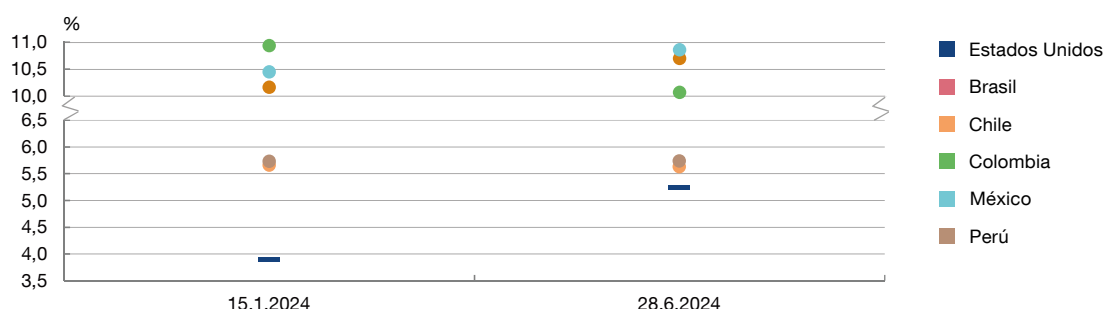
8 Juan Angel Garcia y Ricardo Gimeno. (2024). "Navigating high inflation: A joint analysis of inflation dynamics and long-term inflation expectations in Latin America". *Latin American Journal of Central Banking*, 5(4).

10 El proceso de relajación de la política monetaria podría verse condicionado por las decisiones que se tomen en Estados Unidos en este ámbito

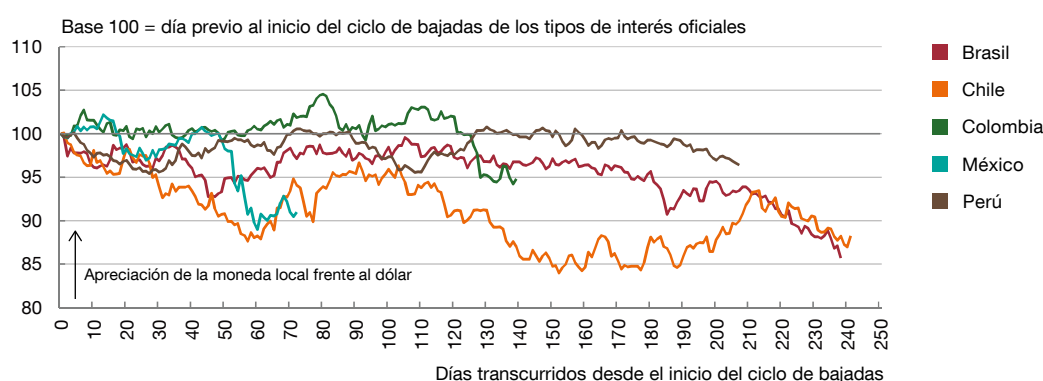
- Los tipos de interés oficiales descontados por los mercados financieros para finales de 2024 son algo más elevados que a principios de año para Brasil y México, similares en Chile y Perú y menores en Colombia (véase gráfico 10.a). Mientras tanto, se descuentan menos bajadas en el caso de la Reserva Federal (entre 25 pb y 50 pb a finales de junio, frente a 150 pb en enero).
- Por tanto, la ralentización del ritmo esperado de bajadas en Estados Unidos parece haber tenido una traslación moderada a la región en promedio.
- La reducción del diferencial de los tipos de interés oficiales entre las economías de la región y Estados Unidos es uno de los factores que explican la depreciación frente al dólar. La depreciación ha sido mayor en Chile y Brasil, las dos economías con las mayores reducciones de tipos de interés oficiales acumuladas (véanse gráfico 10.b y gráfico 1.a), y en México más recientemente, tras la celebración de las elecciones legislativas y presidenciales.

Gráfico 10

10.a Tipos de interés oficiales descontados por los mercados de futuros para diciembre de 2024



10.b Tipo de cambio frente al dólar



FUENTES: J.P. Morgan y Refinitiv.

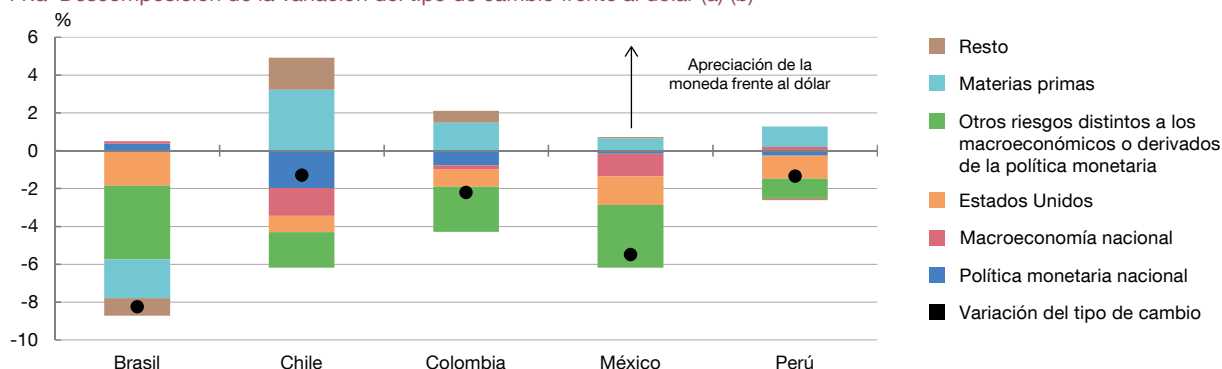


11 El aumento del precio de las materias primas contrarresta parcialmente el efecto de las diferencias en las políticas monetarias sobre los tipos de cambio

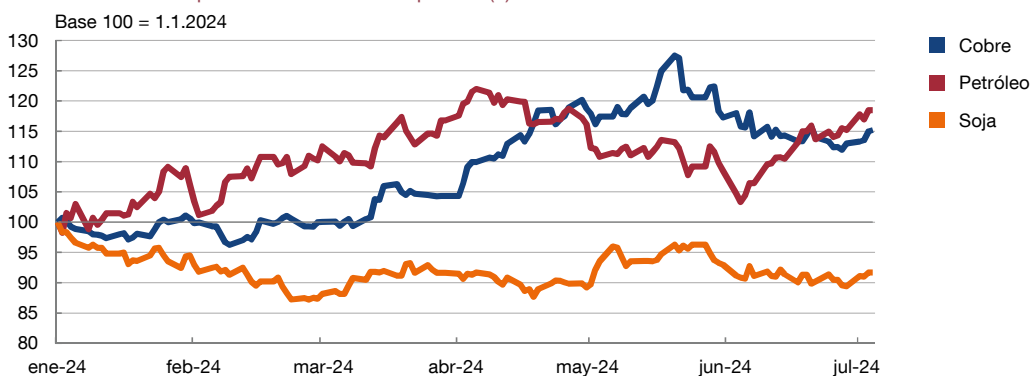
- Los tipos de cambio de la región se han depreciado frente al dólar en el primer semestre del año. De acuerdo con un modelo de descomposición de los determinantes de los tipos de cambio, los movimientos han venido determinados por factores contrapuestos (véase gráfico 11.a).
- A favor de la depreciación de las divisas regionales habrían actuado la mayor aversión al riesgo, factores relacionados con Estados Unidos (principalmente las expectativas de que los tipos de interés oficiales en dicho país se mantengan altos por más tiempo) y la reducción de los tipos de interés oficiales en la región (de forma notoria en el caso de Chile). La depreciación habría sido amortiguada por el aumento de los precios de las materias primas energéticas y de los metales, dado el carácter productor y exportador de estos productos por parte de varias de estas economías⁹ (véase gráfico 11.b).

Gráfico 11

11.a Descomposición de la variación del tipo de cambio frente al dólar (a) (b)



11.b Evolución del precio de las materias primas (c)



FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

- a Descomposición de las variaciones en el tipo de cambio frente al dólar, estimada a partir de un modelo VAR bayesiano con el tipo de interés a corto y largo plazo de cada país, la bolsa de cada país y la de Estados Unidos, el diferencial de los tipos de interés a largo plazo del país frente a Estados Unidos y el propio tipo de cambio, más los precios de las materias primas como variable exógena. La identificación se realiza mediante restricción de signos, como la de David Lodge, Ana-Simona Manu e Ine Van Robays. (2023). "China's footprint in global financial markets". ECB Working Paper Series, 2861, European Central Bank.
- b Variación desde el 15 de enero de 2024, cuando el tipo de interés oficial de Estados Unidos descontado para finales de 2024 alcanzó un mínimo.
- c Se seleccionan el cobre, el petróleo y la soja como las materias primas de producción y exportación más representativas de los países de la región (Chile y Perú, cobre; Colombia y México, petróleo; Argentina y Brasil, soja).

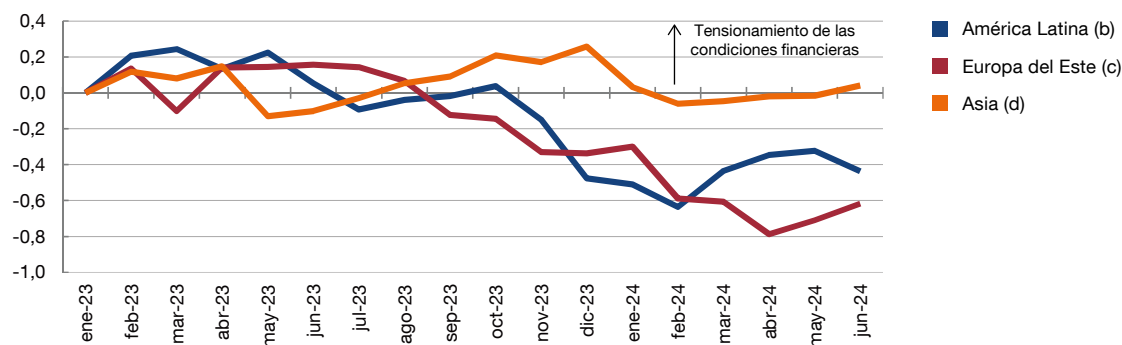
⁹ Véase el gráfico 5.2 del "Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020" para el desglose de las exportaciones por tipo de producto de las principales economías de América Latina.

12 Las condiciones financieras de la región interrumpieron su proceso de relajación

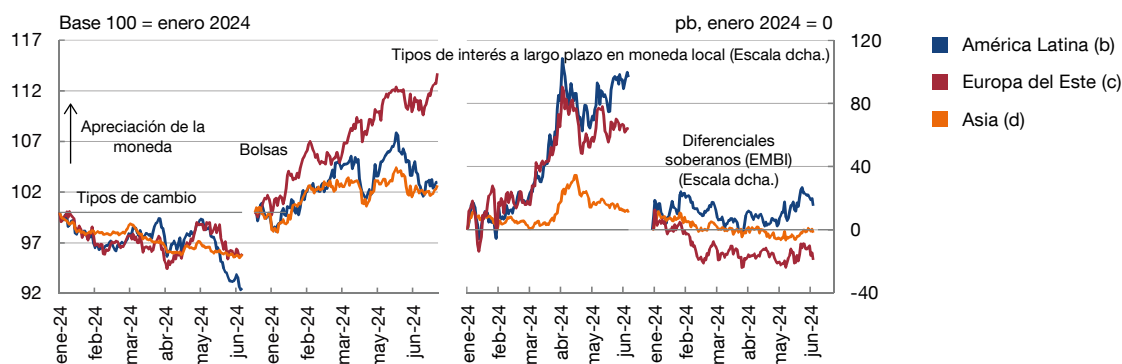
- Las condiciones financieras de América Latina¹⁰, que se habían venido relajando desde octubre de 2023, comenzaron a tensionarse a partir de marzo de este año (véase gráfico 12.a), a pesar de la continuación del proceso de recortes de los tipos de interés oficiales, de la depreciación de los tipos de cambio y del aumento de los índices bursátiles. En otras regiones emergentes, como la asiática, el tensionamiento de las condiciones financieras ha sido menor en este período, incluso a pesar de no haberse reducido los tipos de interés oficiales y de que en alguna jurisdicción incluso se hayan subido (*Indonesia*).
- Este tensionamiento está relacionado con una evolución algo más desfavorable del coste de la deuda pública en América Latina que en el resto de las regiones emergentes (véase gráfico 12.b), por el **deterioro de las finanzas públicas esperado en algunos países** (véase recuadro 2), por un **descenso de la rentabilidad de las operaciones de carry trade** y por algunos elementos idiosincrásicos, como las dinámicas observadas tras las elecciones de México.

Gráfico 12

12.a Índices de condiciones financieras (a)



12.b Variables de los mercados financieros



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Un incremento indica un tensionamiento de las condiciones financieras.

b Media de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

c Media de la República Checa, Polonia y Hungría.

d Media de China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.



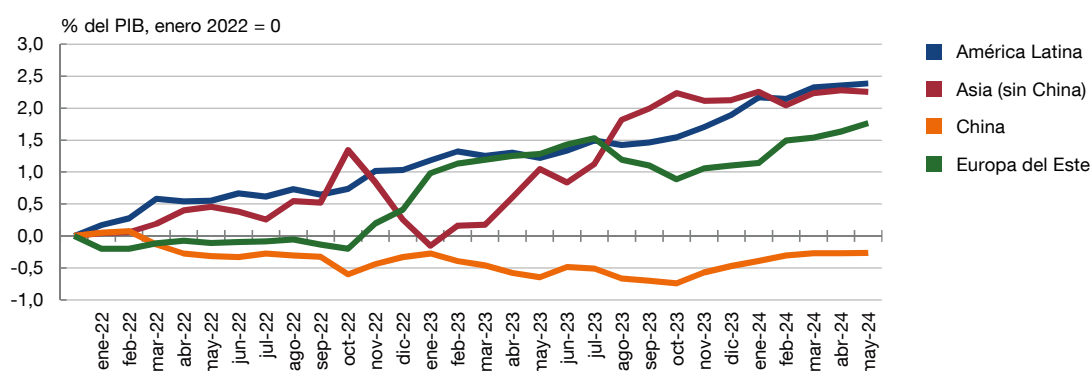
10 Para una descripción del cálculo de estas, véase el cuadro 3 del "Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2018".

13 Los flujos de capitales de cartera han mantenido cierto dinamismo

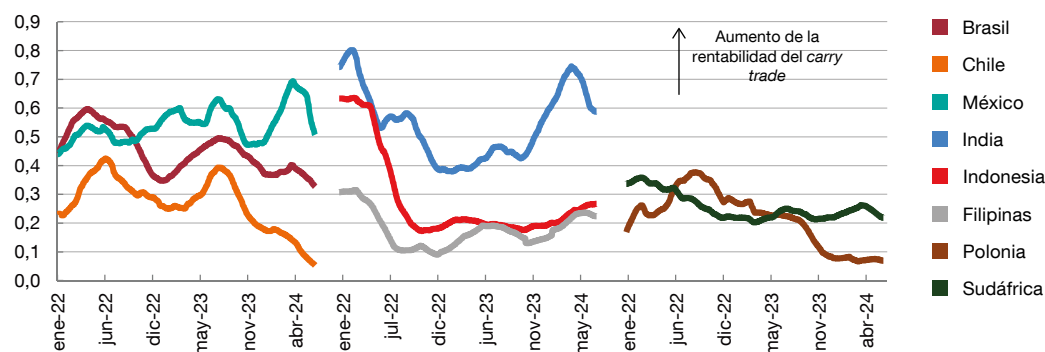
- En términos generales, las entradas de capitales de cartera a la región fueron positivas en el primer semestre de 2024 (véase gráfico 13.a), en línea con lo observado en otras economías emergentes, apoyados en la demanda externa de títulos de deuda. Estas entradas se han producido a pesar de la reducción de los tipos de interés oficiales, más rápida y acusada que en otras regiones emergentes (véase cuadro 1). Tal reducción ha provocado un descenso de la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* en algunas economías y ha llevado a algunos inversores a modificar el país de destino de sus inversiones dentro de la región latinoamericana (véase gráfico 13.b).

Gráfico 13

13.a Flujos de capitales de cartera



13.b Indicador de rentabilidad de las operaciones de *carry trade* (a)



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

a Calculado como el cociente entre el diferencial de tipos de interés de los depósitos a un mes en moneda nacional y en dólares y la volatilidad del tipo de cambio de cada moneda frente al dólar.

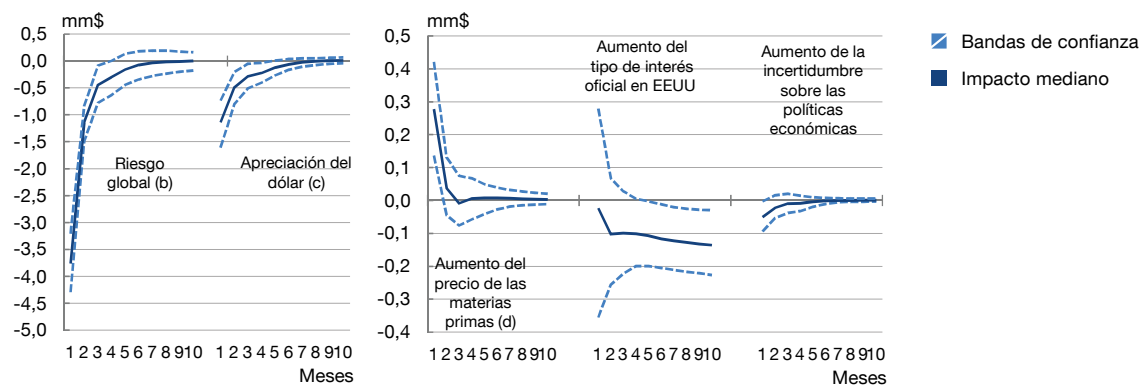


14 Los flujos de cartera se resentirían en un escenario de mayor endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos

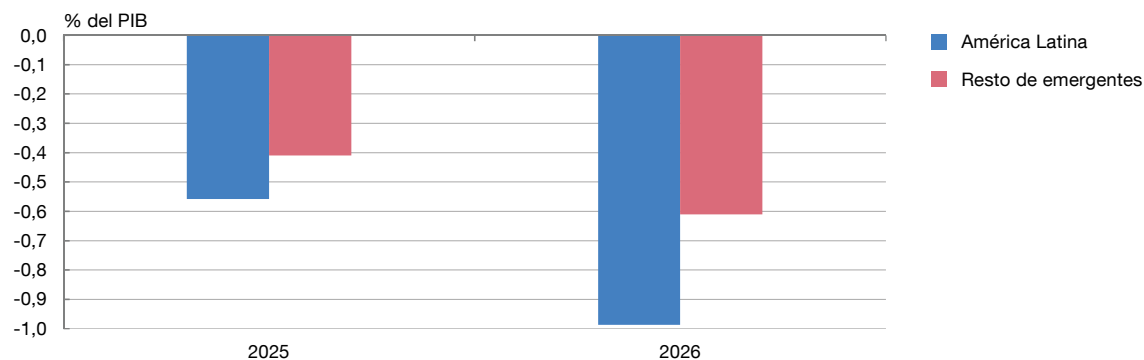
- La sensibilidad de los flujos de capitales de cartera a América Latina es especialmente elevada para perturbaciones relacionadas con el riesgo global o con la apreciación del dólar. Las respuestas de los flujos son también estadísticamente significativas y presentan el signo esperado en el caso de los precios de las materias primas (signo positivo), la incertidumbre sobre las políticas económicas nacionales (negativo) y la política monetaria en Estados Unidos (negativo), donde los efectos son más persistentes (véase gráfico 14.a).
- El retraso en la relajación monetaria de Estados Unidos afectaría negativamente a los inlfujos de cartera. En concreto, en un escenario en el que la **Reserva Federal mantuviera los tipos de interés oficiales en los niveles actuales durante más tiempo de lo esperado**, y esto llevara aparejado un aumento del riesgo global, una apreciación del dólar y una caída de los precios de las materias primas, de acuerdo con las correlaciones históricas con estas tres variables, la región registraría unas menores entradas de capitales de cartera por valor de 0,5 puntos de PIB en 2025 y de 1 punto de PIB en el año 2026 (véase gráfico 14.b).

Gráfico 14

14.a Flujos de capitales de cartera hacia América Latina: funciones de impulso-respuesta (a)



14.b Efecto sobre los flujos de capitales de cartera de un tensionamiento de las condiciones financieras globales derivado de una política monetaria más restrictiva de lo esperado en Estados Unidos (e)



FUENTES: Instituto de Finanzas Internacionales, Refinitiv y elaboración propia.

- Derivadas de un modelo VAR bayesiano mensual con los cinco factores representados, más el diferencial de crecimiento entre emergentes y avanzadas, y las reservas como porcentaje del PIB, indentificado con Cholesky, con tres retardos de las variables, entre enero de 2010 y marzo de 2024. Los *shocks* se han normalizado al 1 %, y las bandas de confianza utilizan el intervalo del 68 %.
- Diferencial entre el bono de alto rendimiento y el del Tesoro a diez años de Estados Unidos.
- Tipo de cambio efectivo nominal del dólar.
- Variación del índice agregado de materias primas de Standard & Poor's.
- Desviaciones respecto a un escenario base en el que los tipos de interés oficiales en Estados Unidos se comportan como descuentan los mercados financieros en la última semana de junio de 2024 de un escenario en el que dichos tipos de interés oficiales se mantienen en el nivel actual hasta finales de 2026, lo cual provoca un incremento de la aversión global al riesgo de 132 pb en 2024, 2025 y 2026, una apreciación del dólar del 4,1 % en cada año y una caída del precio de las materias primas del 10,9 % en 2024, 2025 y 2026 [véase Molina y Viani (2019) en la nota 11].

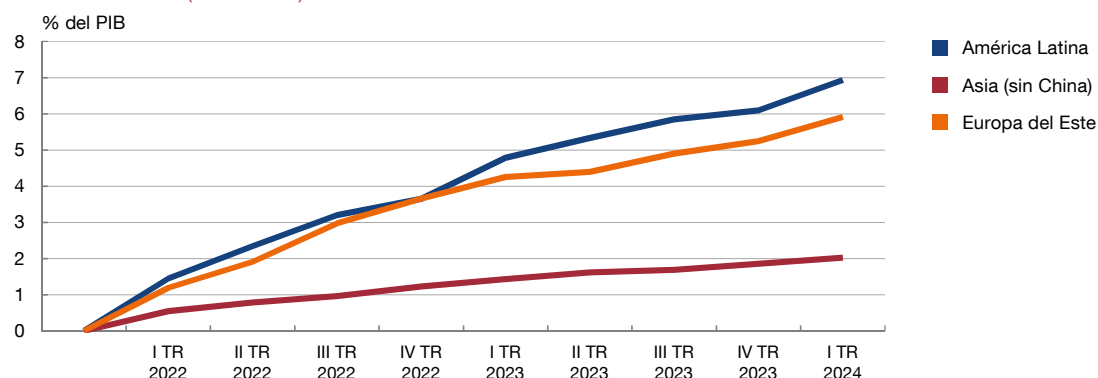


15 La inversión extranjera directa recibida disminuyó ligeramente

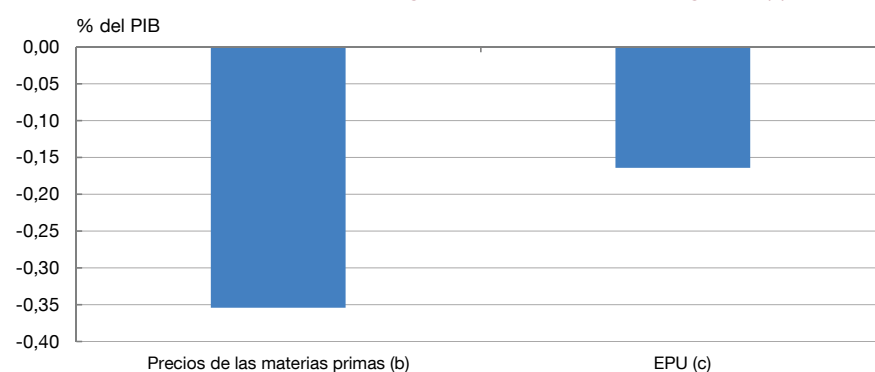
- En 2023, la inversión extranjera directa (IED) recibida por la región se desaceleró ligeramente. No obstante, desde principios de 2022 América Latina ha acumulado más flujos de inversión directa que otras economías emergentes (véase gráfico 15.a). La IED se mantuvo en el entorno del 3 % del PIB regional, con notables descensos en Brasil, México y Perú. Por el contrario, se incrementaron hasta el entorno del 6 % del PIB en Chile y Colombia. En todos los países, el déficit por cuenta corriente se ha reducido y está cubierto por las entradas de IED, por lo que los riesgos de financiación externa parecen contenidos (véase “Indicadores de vulnerabilidad de los países emergentes materiales para la banca española”).
- Según las estimaciones disponibles, la IED recibida por la región no responde tanto a factores financieros como lo hace la de **cartera**, sino a factores más estructurales. Así, una caída significativa del precio de las materias primas —que aproximaría el rendimiento futuro de las inversiones en los países productores— o un incremento permanente de la incertidumbre sobre las políticas económicas (medido por el **índice EPU**) —percibido como una pérdida de calidad de las instituciones—¹¹ tendrían efectos negativos y significativos sobre la IED dirigida a América Latina (véase gráfico 15.b).

Gráfico 15

15.a IED recibida (acumulada)



15.b Variación de la IED recibida en la región ante diversos shocks negativos (a)



FUENTES: Refinitiv y elaboración propia.

a Modelo de datos de panel para siete países de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay), desde el primer trimestre de 1999 hasta el último de 2023, basado en Molina y Viani (2019).

b Caída del precio de las materias primas del 48,8 %, similar a la registrada entre el segundo trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2009.

c Incremento del 150 % del EPU, episodio similar al registrado entre el segundo trimestre de 2019 y el tercer trimestre de 2020.



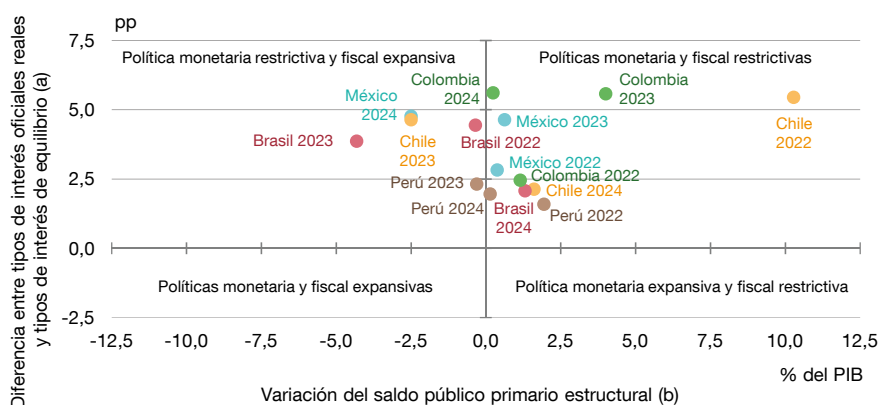
11 El modelo está basado en Luis Molina y Francesca Viani. (2019). “Flujos de capitales a emergentes: evolución reciente y determinantes”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2019, Artículos Analíticos.

16 El tono de la política fiscal, que pasaría a ser menos restrictivo en 2024, también podría conducir a que el proceso de bajadas de tipos fuera más gradual de lo esperado

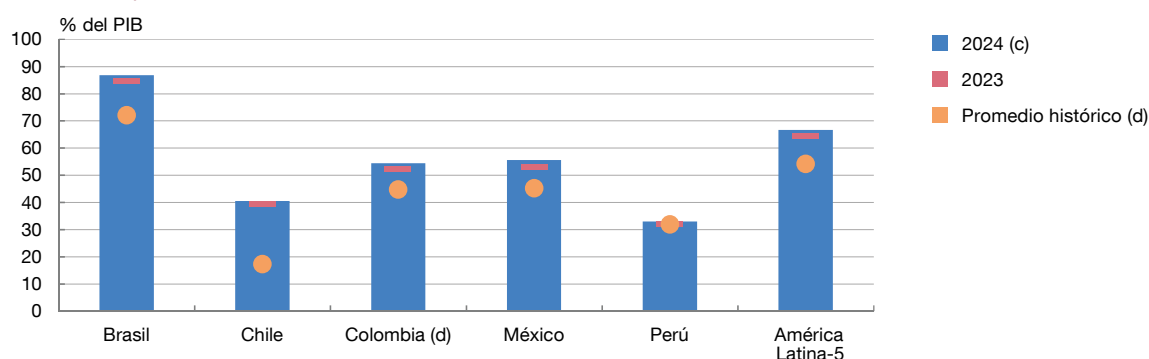
- Frente a un **tono aún restrictivo de la política monetaria** en todos los países en 2024, el de la política fiscal es más heterogéneo. Pasaría a ser expansivo en México, coincidiendo con el año electoral, y el de Colombia sería mucho menos contractivo (véase gráfico 16.a), mientras que en Brasil, Chile y Perú se tornaría ligeramente contractivo. Para la mayoría de los países de la región, los analistas contemplan un tono de la política fiscal más expansivo de lo esperado por los Gobiernos (véase recuadro 2, donde se analizan escenarios de dinámica de la deuda pública en Brasil y México), lo cual podría llevar asociado una política monetaria más restrictiva y unas **condiciones financieras menos favorables** en estos países.
- La deuda pública crecería ligeramente en 2024, impulsada por los altos tipos de interés, que influyen en la carga de los intereses de la deuda, y, en algunos casos, los saldos fiscales primarios deficitarios. Se mantendría así en niveles históricamente elevados en casi todos los países (véase gráfico 16.b). Todo ello en un contexto donde los ingresos públicos son muy inferiores a la media de los países de la OCDE (véase recuadro 3).

Gráfico 16

16.a Tono de las políticas monetaria y fiscal



16.b Deuda pública



FUENTES: Refinitiv y FMI (*Fiscal Monitor* y *World Economic Outlook* de abril de 2024).

- Tipos de interés reales calculados como la diferencia entre los tipos de interés oficiales y la inflación esperada a un año (datos de final de año), obtenida de las encuestas de los bancos centrales, y tipo de equilibrio obtenido según las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región. Para 2024, el tipo de interés real se calcula como la diferencia entre los tipos oficiales descontados por los mercados para finales de 2024 menos la inflación esperada para 2025 obtenida del *LatinFocus*.
- Diferencia del saldo estructural primario de un año con respecto al anterior (obtenidos a partir del *Fiscal Monitor* del FMI de abril de 2024). Un aumento del saldo indica una política más restrictiva y una disminución indica una política más expansiva.
- Estimaciones del *World Economic Outlook* del FMI de abril de 2024.
- Promedio histórico: 2000-2023.

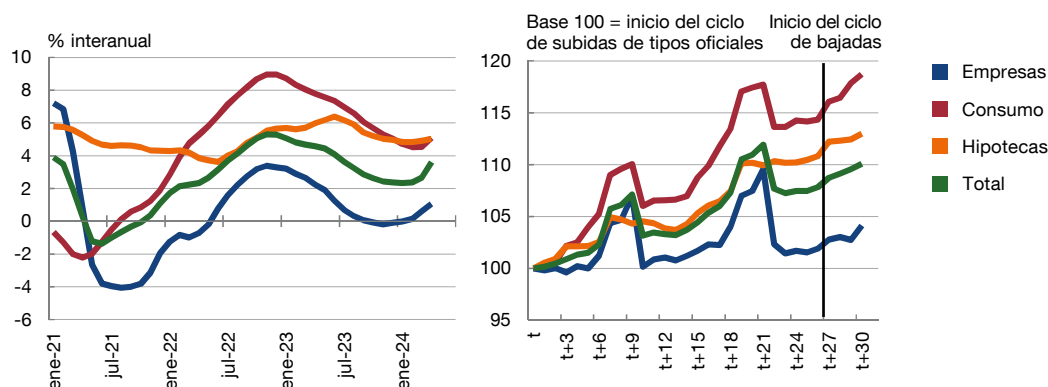


17 El crecimiento del crédito ha iniciado un ligero repunte tras el comienzo de los ciclos de recortes de los tipos de interés oficiales

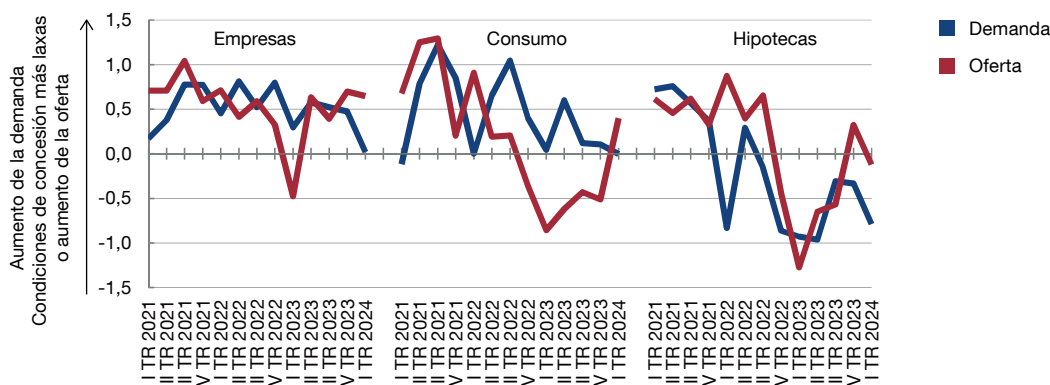
- El crecimiento del crédito bancario de la región, que venía moderándose desde principios de 2023, tendió a repuntar ligeramente una vez que los bancos centrales comenzaron a reducir los tipos de interés, en especial el crédito al consumo (véase gráfico 17.a). Esta evolución del crédito también se puede ver afectada por la evolución de la política monetaria en otras jurisdicciones (véase recuadro 4).
- La demanda de crédito de los hogares (consumo e hipotecas) y las empresas se mantuvo débil, mientras que las condiciones de concesión de los créditos se relajaron para el crédito a empresas y al consumo (véase gráfico 17.b), según las encuestas de condiciones crediticias de los distintos bancos centrales correspondientes al primer trimestre de 2024.

Gráfico 17

17.a Variaciones del crédito al sector privado no financiero (real) en América Latina (a)



17.b Índices de condiciones crediticias: América Latina (b)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a t marca el inicio, en cada país, del ciclo de contracción monetaria más reciente. Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú con PIB en paridad del poder de compra.
- b Agregados calculados con ponderaciones del PIB en paridad de poder de compra. Último dato: primer trimestre de 2024.

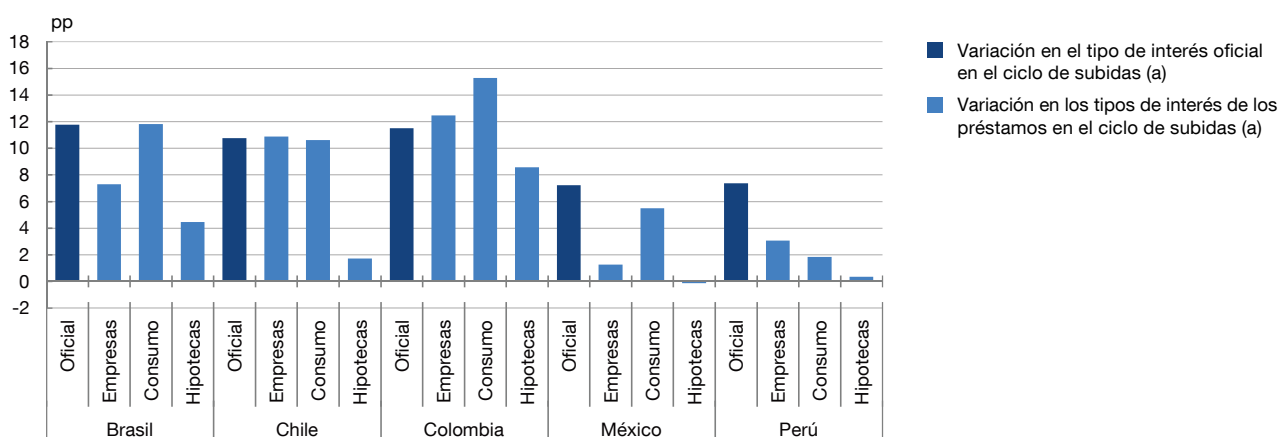


18 Los cambios en los tipos de interés oficiales se han trasladado a los tipos de interés de los préstamos bancarios, aunque con cierta heterogeneidad por países y segmentos

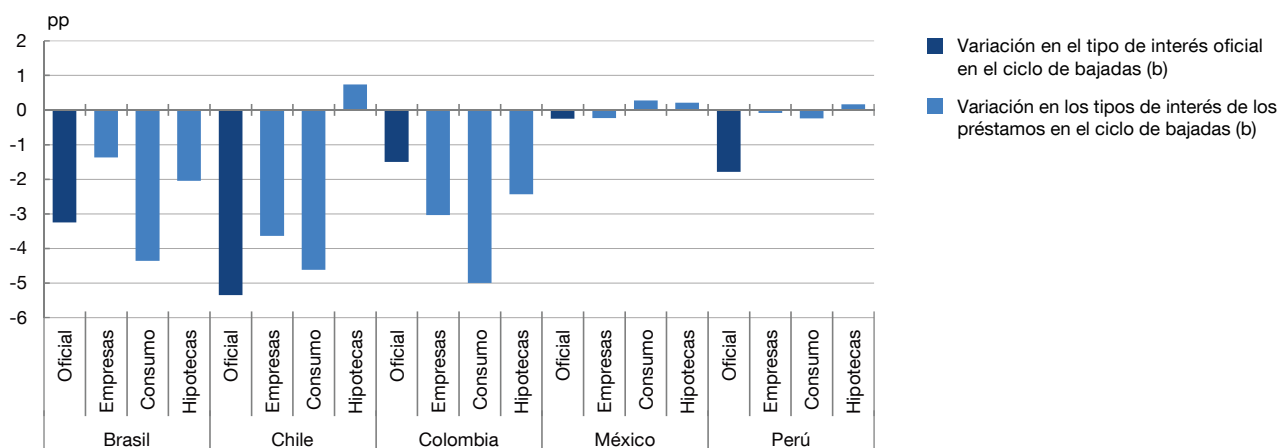
- Los cambios en los tipos de interés oficiales se han trasladado al coste de los créditos, aunque con cierta heterogeneidad tanto en la fase de subidas (véase gráfico 18.a) como en la de bajadas (véase gráfico 18.b). Estos cambios en los tipos de interés oficiales parecen trasladarse casi en su totalidad a los tipos de los préstamos al consumo, y en menor cuantía a los de empresas, mientras que los tipos del crédito hipotecario apenas reaccionan.

Gráfico 18

18.a Tipos de interés oficiales y tipos de interés de los préstamos



18.b Tipos de interés oficiales y tipos de interés de los préstamos



FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

- a Febrero de 2021 a julio de 2023 (Brasil), junio de 2021 a junio de 2023 (Chile), agosto de 2021 a octubre de 2023 (Colombia), julio de 2021 a febrero de 2024 (México) y julio de 2021 a septiembre de 2023 (Perú).
- b Desde julio de 2023 (Brasil), junio de 2023 (Chile), octubre de 2023 (Colombia), febrero de 2024 (México) y septiembre de 2023 (Perú) hasta el mes de mayo de 2024 en todos los casos.

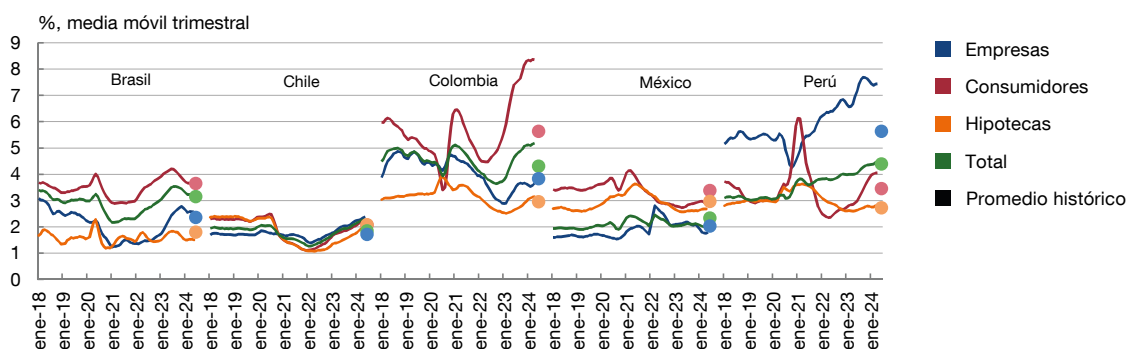


19 Los préstamos de dudoso cobro se han estabilizado en niveles elevados

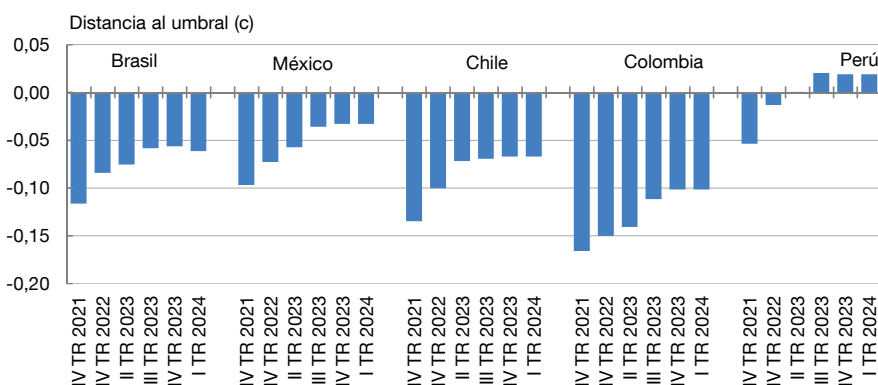
- La morosidad registró una cierta estabilización en Brasil y México, mientras que se mantuvo al alza en el resto de los países (véase gráfico 19.a), dado el contexto de desaceleración de la actividad. Los niveles de préstamos de dudoso cobro se situaban en mayo por encima de sus promedios históricos, especialmente en algunos segmentos en Colombia y Perú.
- No obstante, los indicadores sintéticos que adelantan una posible crisis bancaria se mantienen por debajo del umbral de riesgo, sin cambios significativos durante el primer trimestre de 2024 (véase gráfico 19.b). Así, los riesgos para los sistemas bancarios de la región se mantienen, por el momento, contenidos (véase esquema 1, que resume los respectivos informes de estabilidad financiera, así como los *Indicadores de vulnerabilidad de los países emergentes materiales para la banca española*).

Gráfico 19

19.a Préstamos de dudoso cobro (a)



19.b Vulnerabilidad frente a una crisis bancaria (b)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Porcentaje del total de préstamos otorgados. Los puntos muestran el promedio histórico (2015-2024) para cada tipo de préstamo y cada país.
- b Probabilidad de situarse en un estado vulnerable estimada a partir de un modelo de probabilidad logístico para crisis bancarias con variables preseleccionadas según la emisión de señales correctas seis trimestres antes de una crisis (umbral de una curva ROC).
- c El umbral se define como el percentil a partir del cual el indicador sintético ha conducido a crisis bancarias en el pasado, en una muestra de 23 economías emergentes. Véase Irma Alonso y Luis Molina. (2023). "How to foresee crises? A new synthetic index of vulnerabilities for emerging economies". *Economic Modelling*, vol. 125.



Cuadro 2

América Latina: principales indicadores económicos

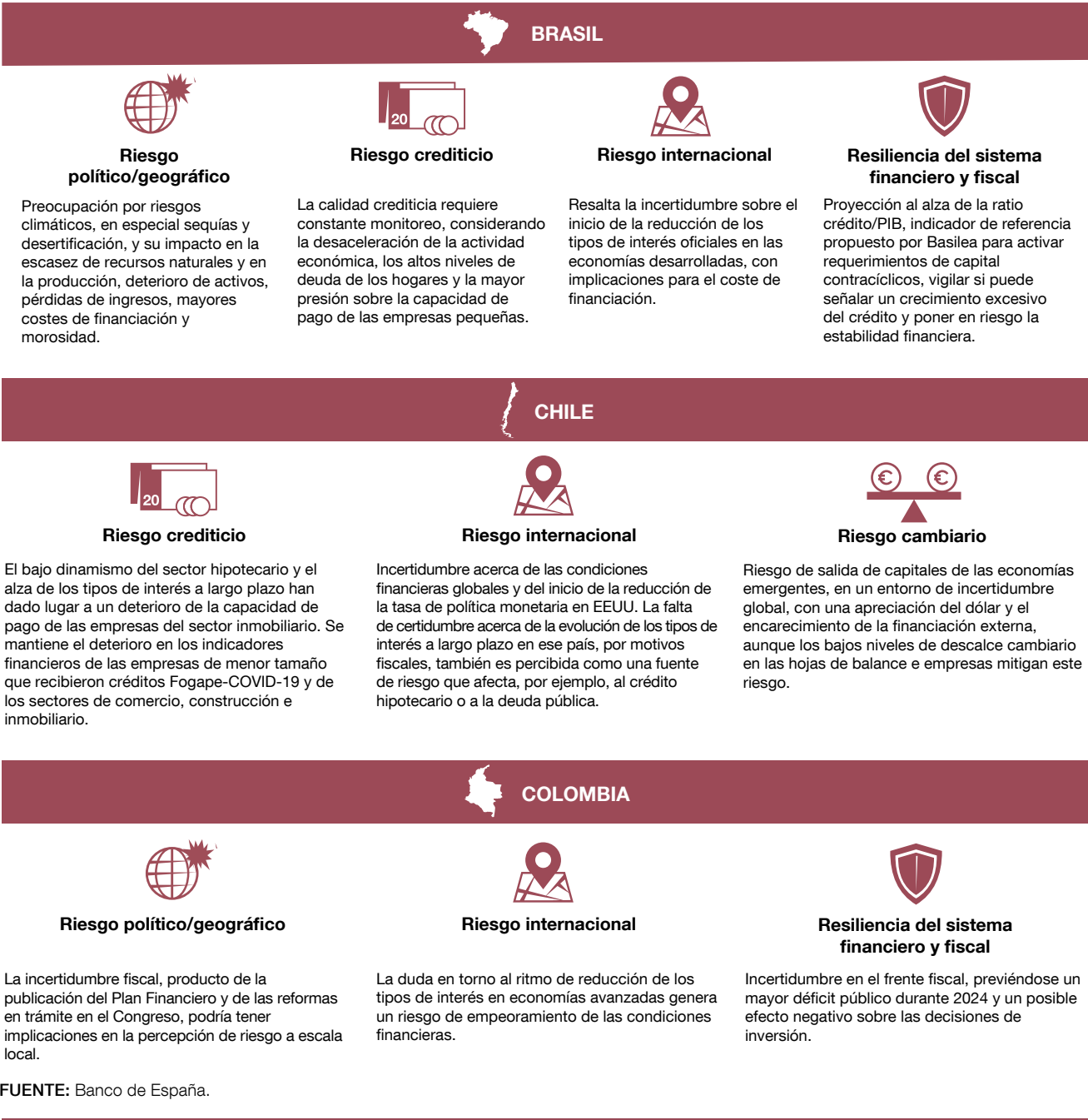
	Promedio 2007- 2022	2023	Previsiones del FMI (WEO de abril de 2024)			2022		2023				2024
			2024	2025	2026	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
PIB (variación respecto al período anterior) (a)												
América Latina y el Caribe (b)	2,0	2,3	2,0	2,5	2,7	0,7	0,1	0,9	0,1	0,6	-0,2	0,3
Argentina	1,7	-1,6	-2,8	5,0	4,5	-0,1	-2,3	1,1	-2,4	2,3	-2,5	-2,6
Brasil	1,8	2,9	2,2	2,1	2,1	1,0	0,2	1,2	0,9	0,1	-0,1	0,8
México (c)	1,5	3,2	2,4	1,4	1,9	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	0,0	0,3
Chile	3,1	0,2	2,0	2,5	2,4	-0,1	0,0	0,7	-0,9	0,9	0,1	1,9
Colombia (c)	3,7	0,6	1,1	2,5	3,0	0,5	-0,1	0,5	-0,7	-0,4	1,0	1,1
Perú	4,3	-0,6	2,5	2,7	2,3	0,0	0,7	-0,1	-1,0	0,2	-0,1	0,5
IPC (tasa interanual) (a)												
América Latina y el Caribe (b)	6,0	14,4	16,7	7,7	5,6	9,2	8,0	7,5	5,9	5,4	5,1	4,7
Argentina	25,5	133,5	249,8	59,6	31,8	77,6	91,8	102,0	113,0	125,9	172,8	273,5
Brasil	5,8	4,6	4,1	3,0	3,1	8,7	6,1	5,3	3,8	4,6	4,7	4,3
México	4,4	5,5	4,0	3,3	3,0	8,5	8,0	7,5	5,7	4,6	4,4	4,6
Chile	3,9	7,6	3,2	3,0	3,0	13,7	13,0	11,8	8,7	5,6	4,6	4,0
Colombia	4,4	11,7	6,4	3,6	3,0	10,8	12,6	13,3	12,4	11,4	10,0	7,8
Perú	3,3	6,3	2,3	2,0	2,0	8,6	8,4	8,6	7,4	5,5	3,7	3,1
Saldo presupuestario (% del PIB) (a) (d)												
América Latina y el Caribe (b)	-4,1	-5,0	-4,6	-3,3	-3,1	-3,7	-3,6	-4,3	-4,7	-5,2	-5,9	-6,1
Argentina	-3,8	-6,0	0,01	0,7	-0,4	-4,0	-3,8	-4,2	-4,3	-4,2	-5,9	-3,3
Brasil (e)	-5,5	-8,9	—	—	—	-4,2	-4,6	-6,0	-6,3	-7,5	-8,9	-9,1
México (e)	-3,1	-3,8	—	—	—	-3,3	-3,4	-3,7	-4,2	-4,5	-3,8	-5,0
Chile	-1,1	-2,4	-1,9	-1,2	-0,3	0,4	1,1	0,8	-1,8	-2,3	-2,4	-3,4
Colombia	-2,9	-3,3	-3,3	-3,1	-2,8	-6,0	-4,1	-3,7	-2,7	-2,3	-3,3	-3,9
Perú	-0,9	-3,5	-2,5	-1,8	-1,1	-1,8	-2,2	-2,8	-3,7	-3,5	-3,6	-4,1
Deuda pública (% del PIB) (a)												
América Latina y el Caribe (b)	57,5	73,7	68,1	68,0	67,8	63,3	63,7	63,1	62,9	62,9	—	—
Argentina	63,2	-	86,2	79,5	69,5	64,2	67,4	69,3	65,6	69,4	—	—
Brasil	73,3	84,7	86,7	89,3	90,9	83,2	83,9	81,7	83,5	81,5	84,7	85,5
México (e)	49,0	47,5	—	—	—	49,6	48,3	48,8	48,0	48,8	47,5	49,5
Chile	19,8	39,4	40,5	40,8	41,3	37,2	37,8	38,0	38,3	38,8	39,4	39,6
Colombia	46,3	55,0	54,4	55,6	55,7	58,1	59,4	57,9	55,9	55,4	55,0	56,0
Perú	27,3	32,9	33,0	33,3	33,2	34,2	33,9	33,0	32,3	32,5	32,9	32,3
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (a) (d)												
América Latina y el Caribe (b)	-1,9	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2	-3,0	-2,6	-2,7	-2,4	-1,7	-1,4	-1,1
Argentina	-0,9	-3,3	0,9	0,9	1,0	-0,9	-0,6	-1,3	-2,1	-2,5	-3,2	-2,4
Brasil	-2,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,7	-3,0	-2,5	-2,5	-2,3	-1,6	-1,4	-1,5
México	-1,2	-0,3	-0,8	-0,8	-0,9	-1,2	-1,2	-1,7	-1,4	-0,9	-0,3	0,1
Chile	-3,2	-3,5	-3,9	-3,7	-3,6	-9,4	-8,6	-7,0	-5,1	-4,1	-3,5	-3,8
Colombia	-3,9	-2,7	-3,0	-3,3	-3,4	-6,4	-6,1	-5,5	-4,8	-3,4	-2,5	-2,1
Perú	-2,4	0,6	-1,1	-1,4	-1,4	-4,1	-4,0	-2,8	-1,5	-0,1	0,8	1,4
Deuda externa (% del PIB) (a)												
América Latina y el Caribe (b)	37,5	46,7	39,9	39,0	—	34,2	34,0	33,9	33,5	32,7	32,4	32,6
Argentina	41,5	44,5	—	—	—	44,9	43,9	42,8	42,7	43,6	44,4	47,0
Brasil	29,4	33,7	—	—	—	35,4	34,9	34,8	35,1	34,1	33,7	33,6
México	13,5	12,0	—	—	—	14,8	13,9	13,6	12,3	11,4	11,3	11,7
Chile	56,8	71,8	—	—	—	73,1	76,0	74,3	72,2	70,3	71,8	73,5
Colombia	34,3	54,0	—	—	—	50,4	53,1	54,9	55,7	55,0	53,7	50,8
Perú	34,6	39,5	—	—	—	42,6	41,7	41,3	40,7	39,0	39,3	38,3
PRO MEMORIA: Agregado de economías emergentes, excluidas América Latina y China (FMI, WEO de abril de 2024)												
PIB (tasa interanual)	4,2	4,2	4,4	4,6	4,5							
IPC (tasa interanual)	7,5	11,6	10,7	8,3	6,4							
Saldo presupuestario (% del PIB)	6,4	-4,5	-4,6	-4,3	-4,2							
Deuda pública (% del PIB)	42,9	57,9	58,7	59,7	60,8							
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,7	0,5	0,0	-0,2	-0,3							
Deuda externa (% del PIB)	27,5	27,4	27,1	26,4	—							
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	31,8	32,8	33,2	33,6	34,1							

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, 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.
- e No se muestran las previsiones anuales del FMI por no ser comparables con los datos trimestrales procedentes de fuentes nacionales.

Esquema 1

Evolución reciente de los sistemas bancarios en América Latina y riesgos para la estabilidad financiera según los bancos centrales de la región



Esquema 1

Evolución reciente de los sistemas bancarios en América Latina y riesgos para la estabilidad financiera según los bancos centrales de la región (cont.)

PERÚ			
			
Riesgo político/geográfico	Riesgo crediticio	Riesgo internacional	Resiliencia del sistema financiero y fiscal
La reintensificación del entorno de incertidumbre política interna puede deteriorar las mejores perspectivas económicas del presente año y afectar a los niveles de inversión privada y confianza empresarial. Además, persiste el riesgo de aprobación de nuevas leyes que autoricen retiros adicionales de fondos privados de pensiones.	Deterioro de la calidad de las carteras de créditos al consumo y a pequeñas empresas, derivado de factores climatológicos y políticos durante 2023. Como resultado, se observa una política más estricta de otorgamiento y cobro de créditos, además de una leve reducción de la rentabilidad del sistema financiero.	Incertidumbre sobre el ritmo de reducción de los tipos de interés en economías avanzadas, que afecta a las condiciones financieras. Las tensiones geopolíticas de Oriente Medio pueden influir en el coste de la energía y generar presiones inflacionarias y restricciones comerciales. Ello también supone un riesgo de salida abrupta de capitales de países emergentes.	Baja liquidez estructural en los mercados de renta variable local que desincentiva la incorporación de nuevos emisores, problema exacerbado por los retiros masivos de fondos privados de pensiones. Esto último también ha contribuido a un deterioro intertemporal de la posición fiscal y a un riesgo de presiones negativas en los precios de los instrumentos de deuda soberana.
MÉXICO			
			
Riesgo crediticio	Riesgo internacional	Resiliencia del sistema financiero y fiscal	
La evaluación crediticia de la deuda de Pemex —por parte de una de las principales agencias calificadoras— fue reducida en dos niveles y se mantiene la perspectiva negativa.	La incertidumbre en el inicio de la reducción de los tipos de interés oficiales en las economías desarrolladas supone un riesgo de condiciones financieras más restrictivas por un período más largo de lo anticipado. Se resalta también el riesgo de mayor volatilidad en los mercados, producto de un agudizamiento de las tensiones geopolíticas y/o conflictos comerciales.	Retrocesos inesperados en la gestión macroeconómica (mayor déficit público) y en las relaciones con los socios del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC), dada la incertidumbre electoral en Estados Unidos, afectan a la calificación crediticia soberana. Ello supone también un riesgo de mayores primas por riesgo y de reducción de los flujos netos de capital.	

FUENTE: Banco de España.