BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

INFORME DE ECONOMIA LATINOAMERICANA. PRIMER SEMESTRE DE 2024

Javier J. Pérez y Juan Carlos Berganza
Departamento de Economía Internacional y Área del Euro
Banco de España

SEMINARIO ICEI
Madrid, 19 de septiembre de 2024

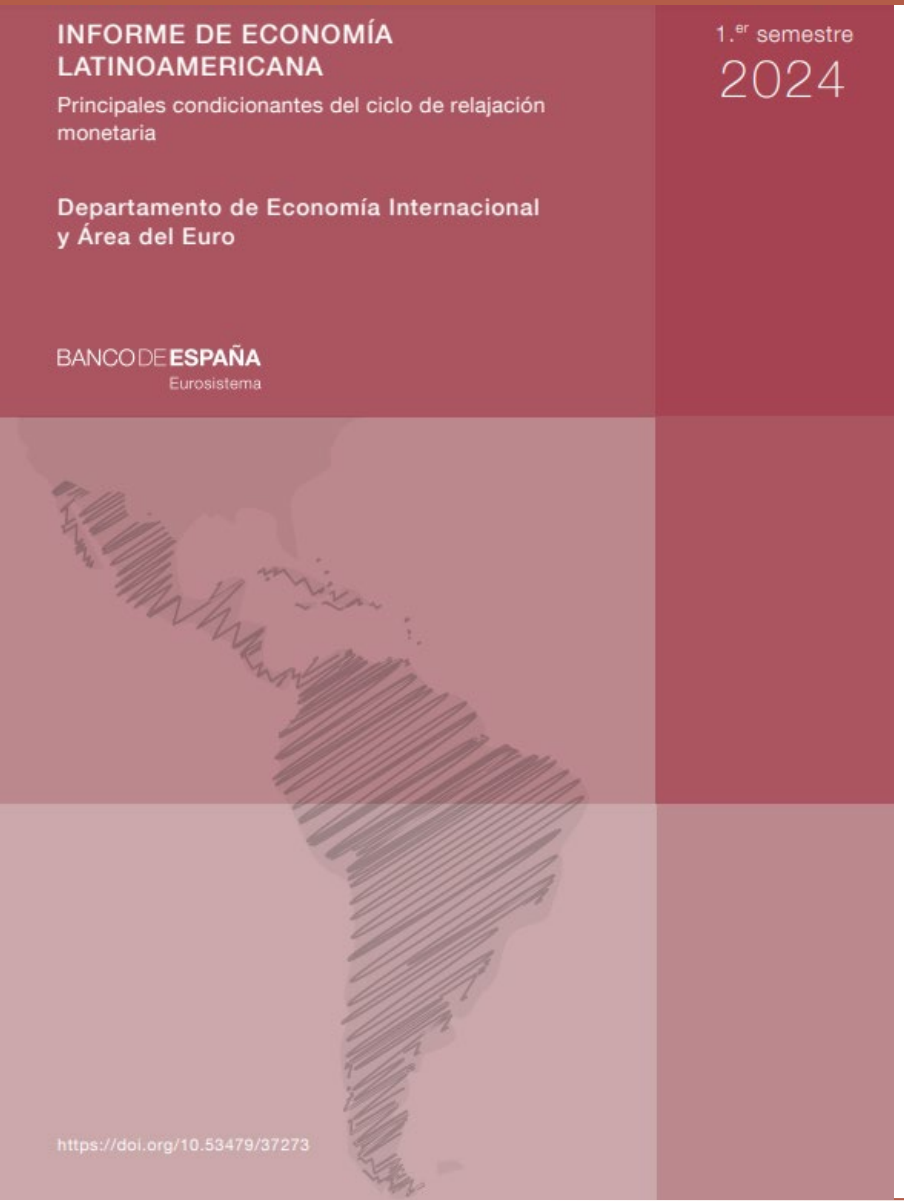
SEGUIMIENTO DE AMÉRICA LATINA EN EL BANCO DE ESPAÑA (PUBLICACIONES REGULARES EN ESPAÑOL E INGLÉS)

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- **Toda la información referente a América Latina en la página web del BE: https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/analisis-e-investigacion/america-latina/**
- **Principales indicadores macrofinancieros (ARG, BRA, CHI, COL, MEX, PER y CARD) publicados al mismo tiempo que el Informe de Economía Latinoamericana**
- **Indicadores de vulnverabilidad de los países emergentes para la banca española (semestral)**
- **Índices de Incertidumbre de la Política Económica (EPU) para los principales países de América Latina (mensual)**

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA (1S2024): PRINCIPALES CONDICIONANTES DEL CICLO DE RELAJACIÓN MONETARIA

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



Recuadro 1. ***La evolución de la inflación en Argentina***

Recuadro 2. ***Escenarios de evolución de la deuda pública en Brasil y México en la próxima década***

Recuadro 3. ***Panorama de la recaudación tributaria en América Latina y el Caribe*** *(en colaboración con OECD Development Centre)*

Recuadro 4. ***Efectos sobre el crédito bancario de las políticas monetarias nacionales e internacionales***

PRINCIPALES MENSAJES DEL INFORME

- **El proceso de relajación monetaria en América Latina (que comenzó hace más de un año en algunos países)…**
  - En línea con lo anticipado por los mercados financieros y coherente con la situación cíclica de las economías y la dinámica de reducción de la inflación
  - Está siendo heterogéneo (magnitud, ritmo y duración) por las diferencias en situación cíclica, niveles de inflación y tono de la política fiscal
- **Los mercados financieros esperan que se realicen más recortes de tipos de interés en la región pero:**
  - Recorrido a la baja es limitado en algunos países
  - Proceso condicionado por las decisiones de política monetaria en Estados Unidos
- **Se espera que la inflación siga reduciéndose hasta situarse en los intervalos objetivos de los bancos centrales:**
  - Las economías crecerían a tasas cercanas a su potencial y con brechas de producción cercanas a cero
  - Credibilidad de los bancos centrales seguiría anclando las expectativas de inflación
  - El proceso de desinflación seguiría siendo gradual dada la persistencia del componente de servicios
- **El proceso de reducción de los tipos de interés oficiales…**
  - Hasta el momento no ha venido acompañada de comportamiento muy desfavorable de los mercados financieros o de salidas de flujos de capitales
  - El crédito ha repuntado ligeramente y se espera aceleración (riesgos en sistemas bancarios contenidos)

AMÉRICA LATINA ESTÁ INMERSA EN UN CICLO DE RELAJACIÓN MONETARIA

- Al igual que en Europa del Este, comenzó en la segunda mitad de 2023 (México más tarde).
- Velocidad e intensidad muy diferentes entre países (-50 pb en México y -575 pb en Chile) explicadas por las diferencias en situación cíclica de las economías, la evolución de la inflación y el tono de la política fiscal.

CAMBIOS MENSUALES EN LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS Y ECONOMÍAS EMERGENTES (PB) (a)

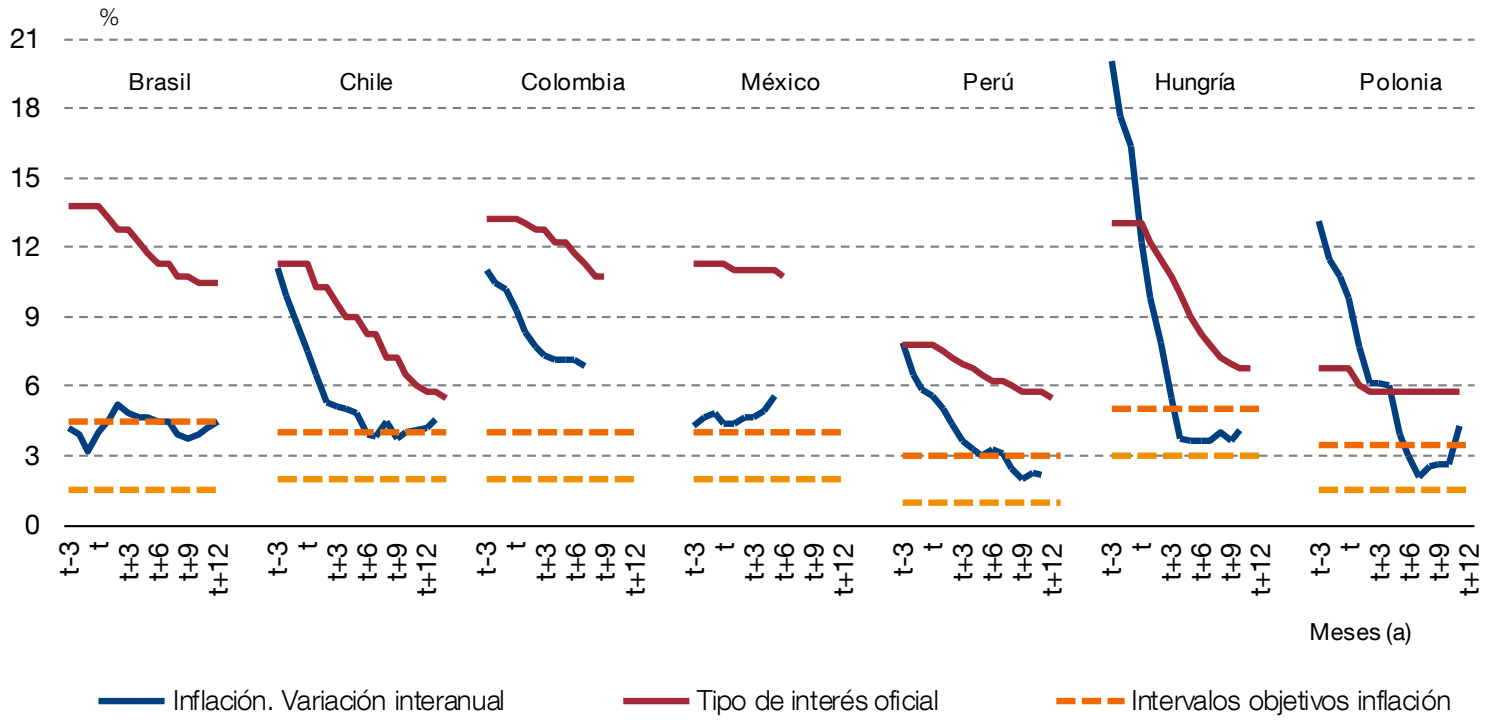
	2023												2024									Tipo de interés oficial (%)
Brasil								-50	-50		-50	-50	-50		-50		-25					10,50
Chile							-100		-75	-50		-75		-100		-75	-50	-25			-25	5,50
Colombia	+75		+25		+25							-25		-25	-50	-50		-50	-50			10,75
México		+50	+25												-25					-25		10,75
Perú	+25								-25	-25	-25	-25	-25	-25		-25	-25			-25	-25	5,25
Hugría										-75	-75	-75	-75	-100	-75	-50	-50	-25	-25			6,75
Polonia									-75	-25												5,75
India		+25																				6,50
Indonesia	+25									+25						+25						6,25
Tailandia	+25		+25		+25			+25	+25													2,50
Área Euro		+50	+50		+25	+25		+25	+25									-25			-25	3,50
Estados Unidos		+25	+25		+25		+25															5,25 - 5,50

FUENTE: Refinitiv.

EL CICLO DE RELAJACIÓN MONETARIA COMENZÓ CON LA INFLACIÓN POR ENCIMA DEL INTERVALO OBJETIVO PERO EN DESCENSO DESDE LOS MÁXIMOS

- Al iniciar los recortes de tipos de interés oficiales las expectativas de inflación a corto plazo estaban alineadas con los intervalos objetivo (salvo Colombia).

INFLACIÓN INTERANUAL Y TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



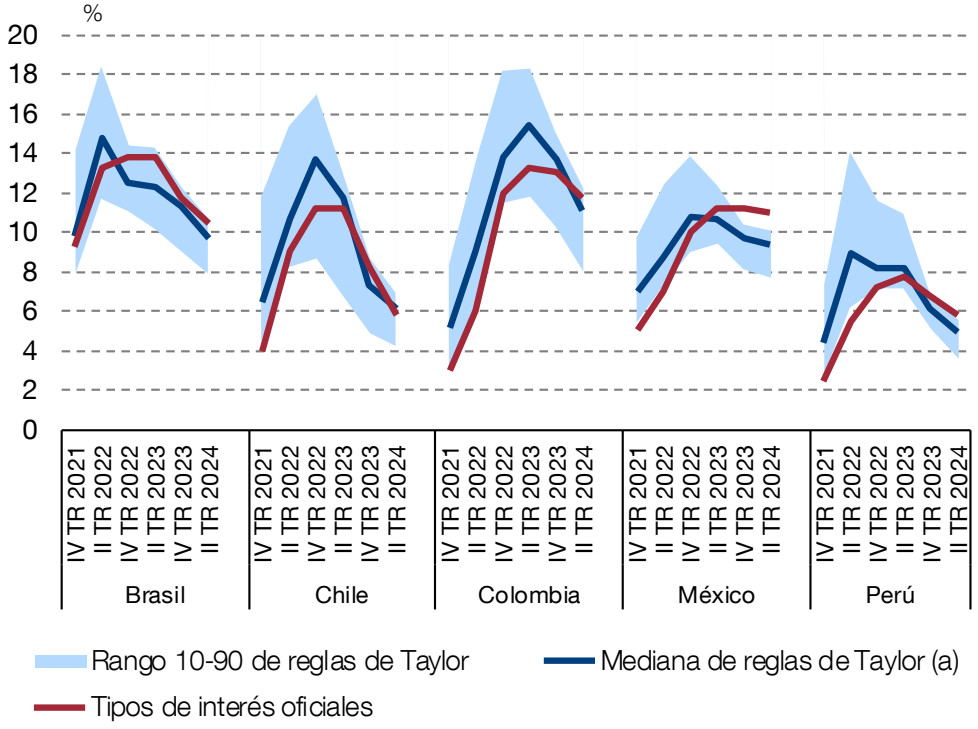
FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

EL PROCESO DE RELAJACIÓN MONETARIA ES COHERENTE CON LA SITUACIÓN CÍCLICA DE LA ACTIVIDAD Y LA REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN

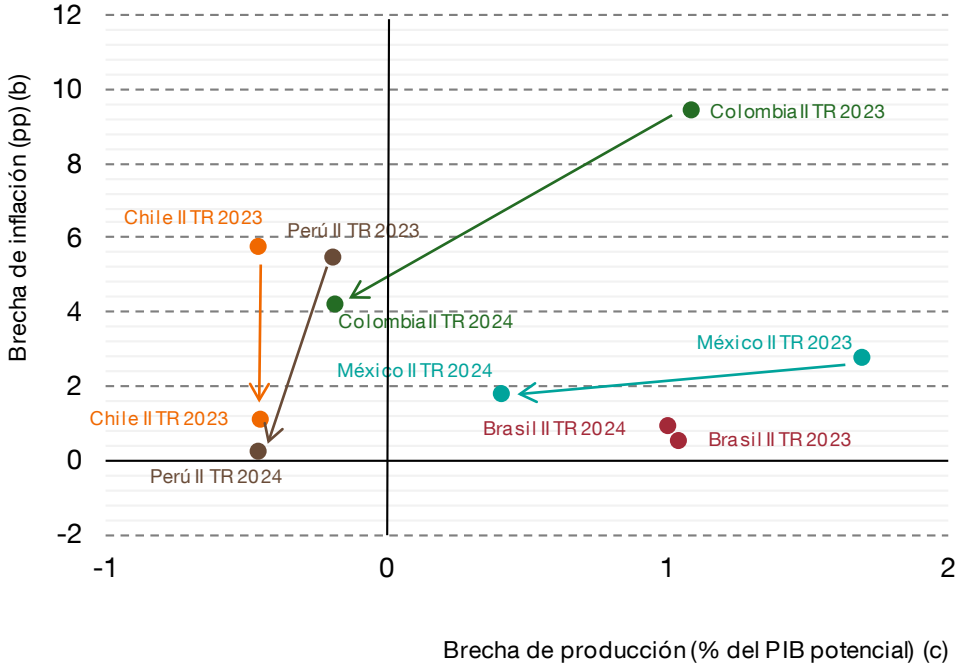
BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- Los tipos de interés oficiales alineados con los derivados de la aplicación de un conjunto amplio de reglas de Taylor.
- Brechas de producción se sitúan cercanas a cero.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y REGLAS DE TAYLOR



BRECHAS DE PRODUCCIÓN E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA

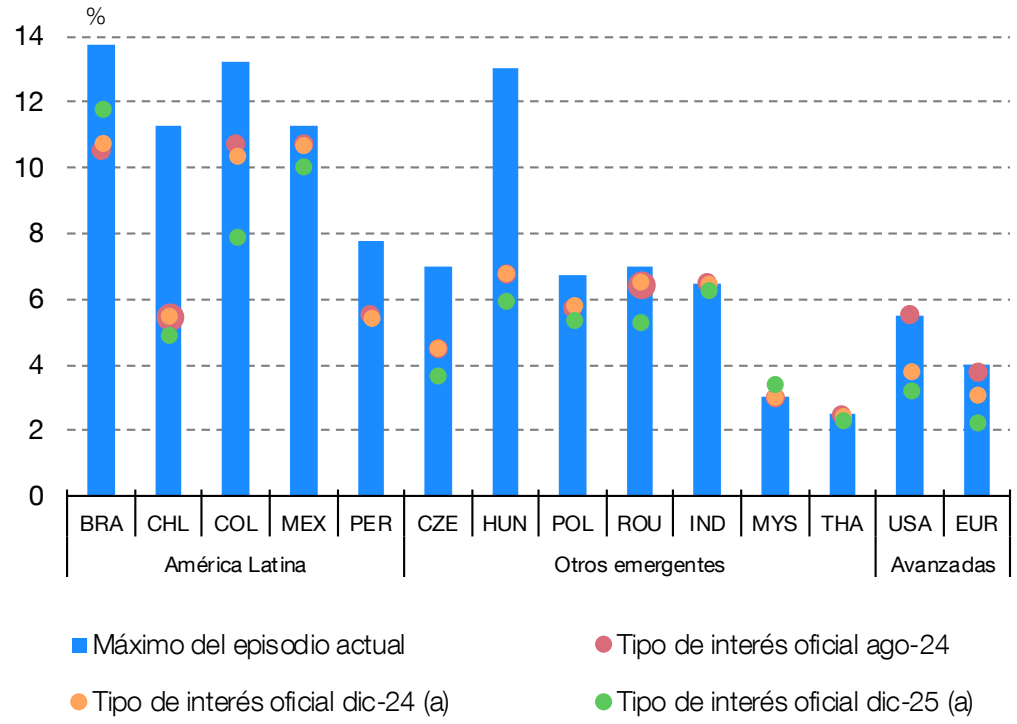


FUENTES: Refinitiv, LatinFocus Consensus, bancos centrales, J.P. Morgan y Banco de España.

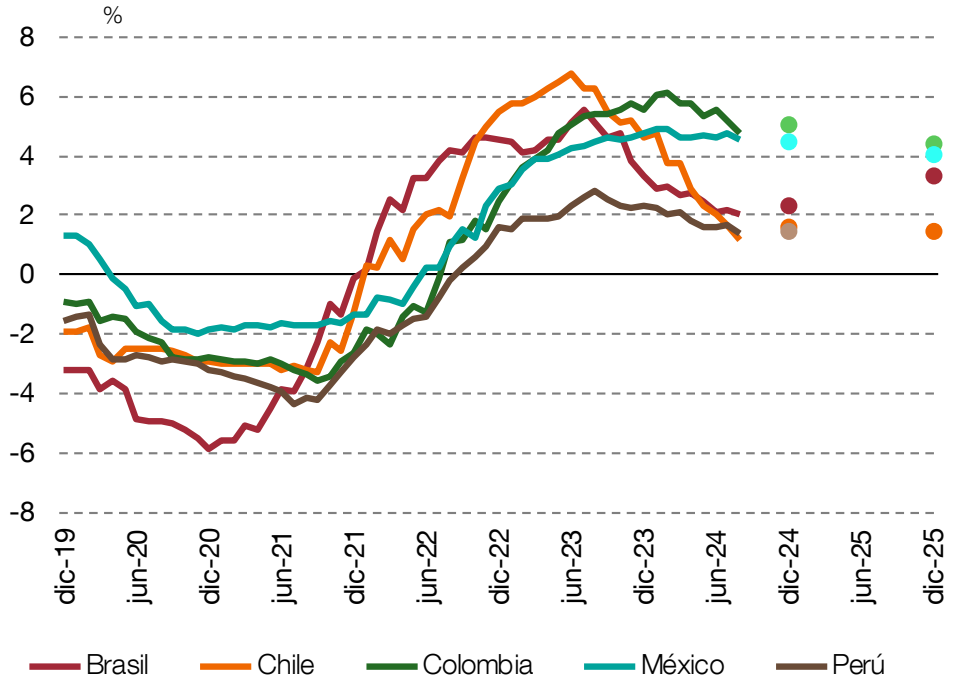
LOS MERCADOS FINANCIEROS DESCUENTAN QUE SE PRODUCIRÁN BAJADAS ADICIONALES EN LOS PRÓXIMOS MESES

- De acuerdo con los mercados de futuros: pocas bajadas adicionales en Chile y Perú; mayor recorrido en Colombia y México; subidas en Brasil.
- Al final de 2025 la política monetaria mantendría un tono restrictivo.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES REALES MENOS TIPOS DE INTERÉS DE EQUILIBRIO (b)

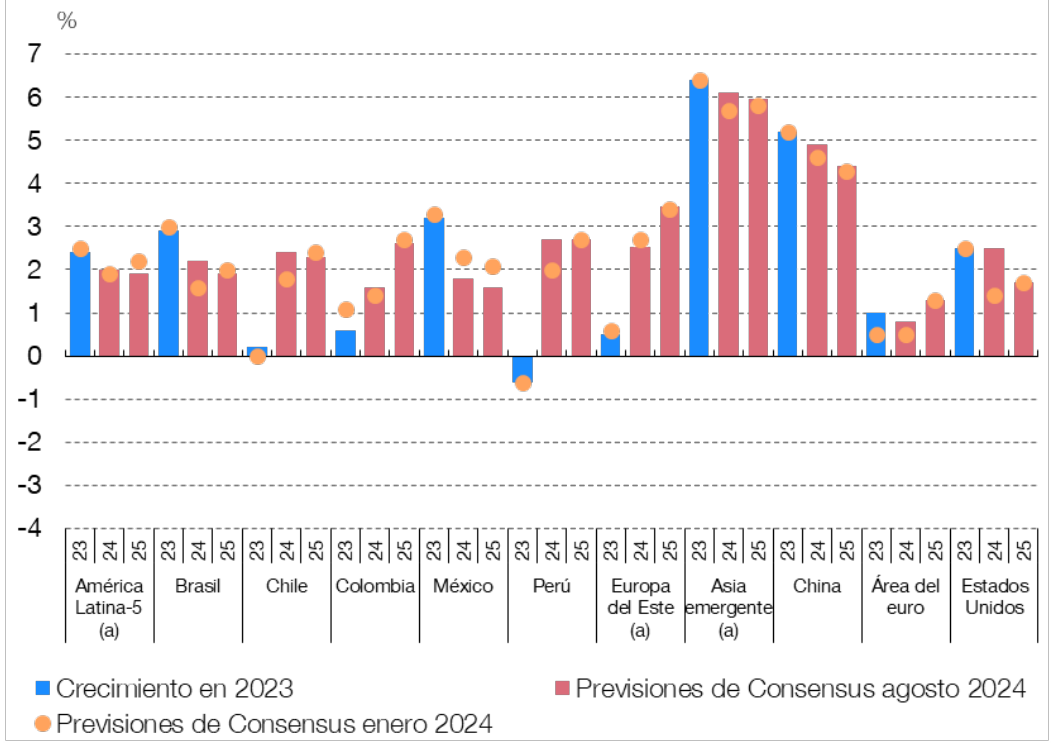


FUENTES: Estadísticas nacionales, J.P. Morgan, LatinFocus y Refinitiv.

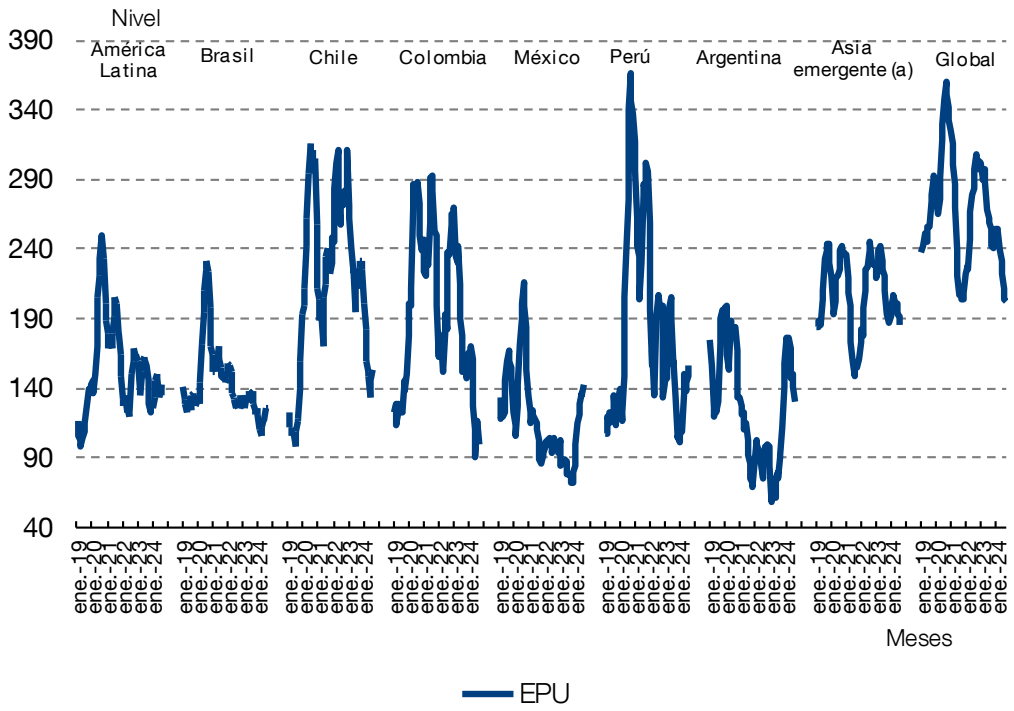
EN 2024 Y 2025 EL CRECIMIENTO ECONÓMICO SE MANTENDRÁ CERCANO AL POTENCIAL PARA LA MAYOR PARTE DE LAS ECONOMÍAS DE LA REGIÓN

- El crecimiento se está viendo favorecido por la resiliencia del mercado de trabajo, por el proceso de bajadas de los tipos de interés oficiales, por el aumento del precio de las materias primas para algunos productores y por la reducción de la incertidumbre sobre las políticas económicas en algunos países.

PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2024 Y 2025



INDICADOR DE INCERTIDUMBRE DE LA POLÍTICA ECONÓMICA (EPU) (b)

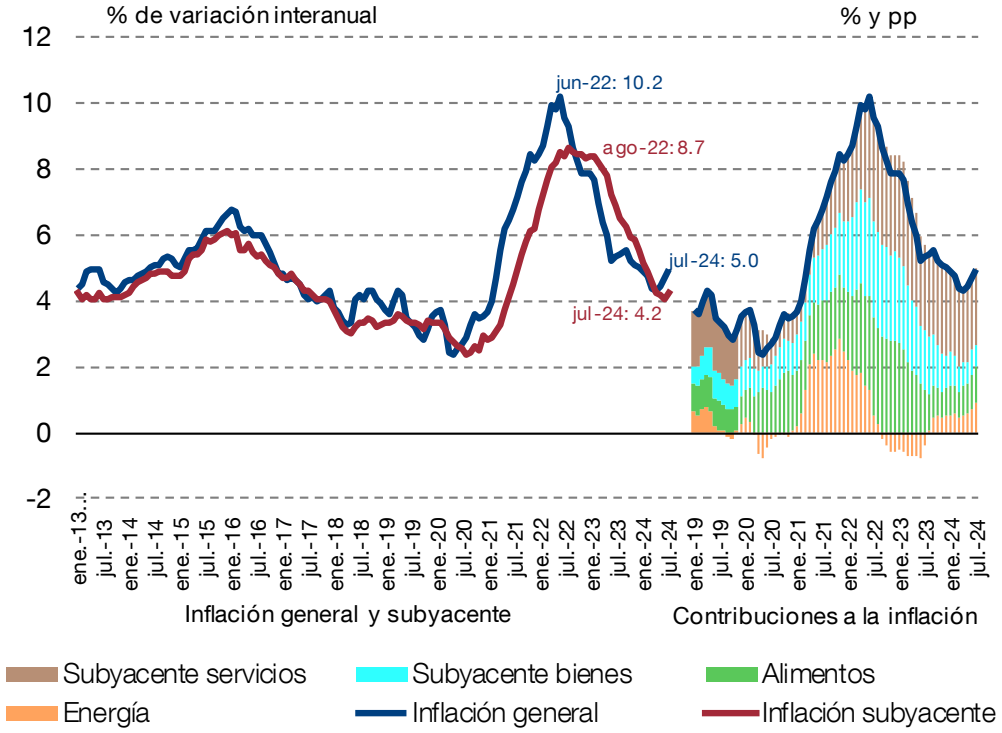


FUENTES: Banco de España, Refinitiv, Consensus Forecasts y estadísticas nacionales.

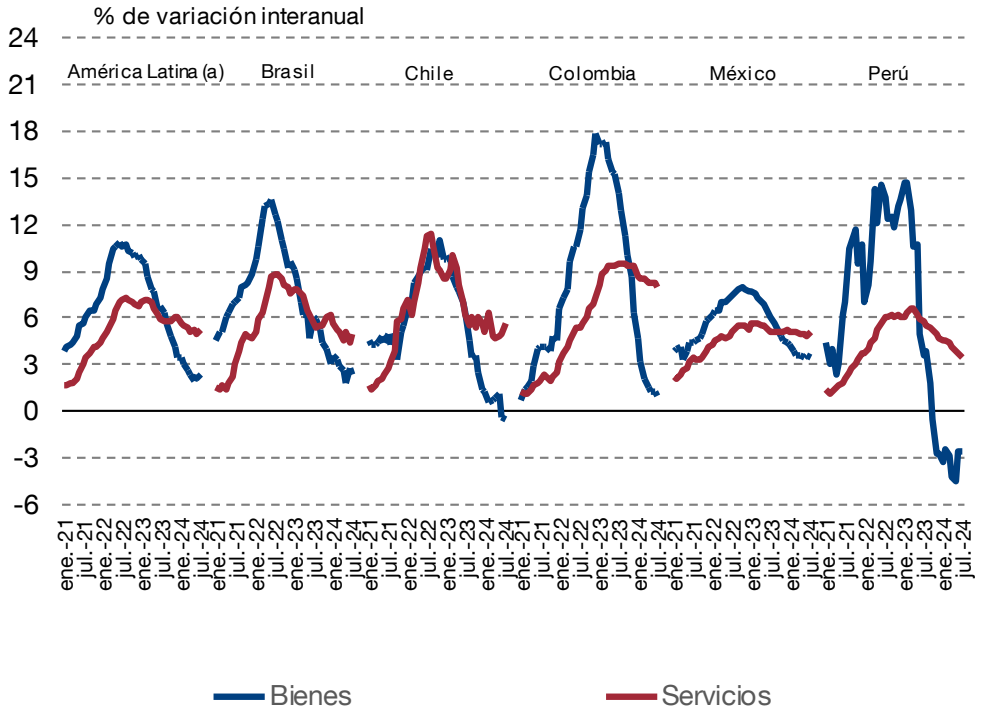
EN AMÉRICA LATINA LA INFLACIÓN SIGUIÓ MODERÁNDOSE DE FORMA GRADUAL EN LA PRIMERA MITAD DE 2024

- La mayor parte de la reducción de la inflación subyacente se explica por el menor incremento de los precios de los bienes. Pero se han observados aumentos recientes en la contribución de la energía y los alimentos.
- En Argentina, la inflación es mucho más elevada y tiene características propias (recuadro 1).

INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA Y CONTRIBUCIONES (a)



INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA: BIENES Y SERVICIOS (b)

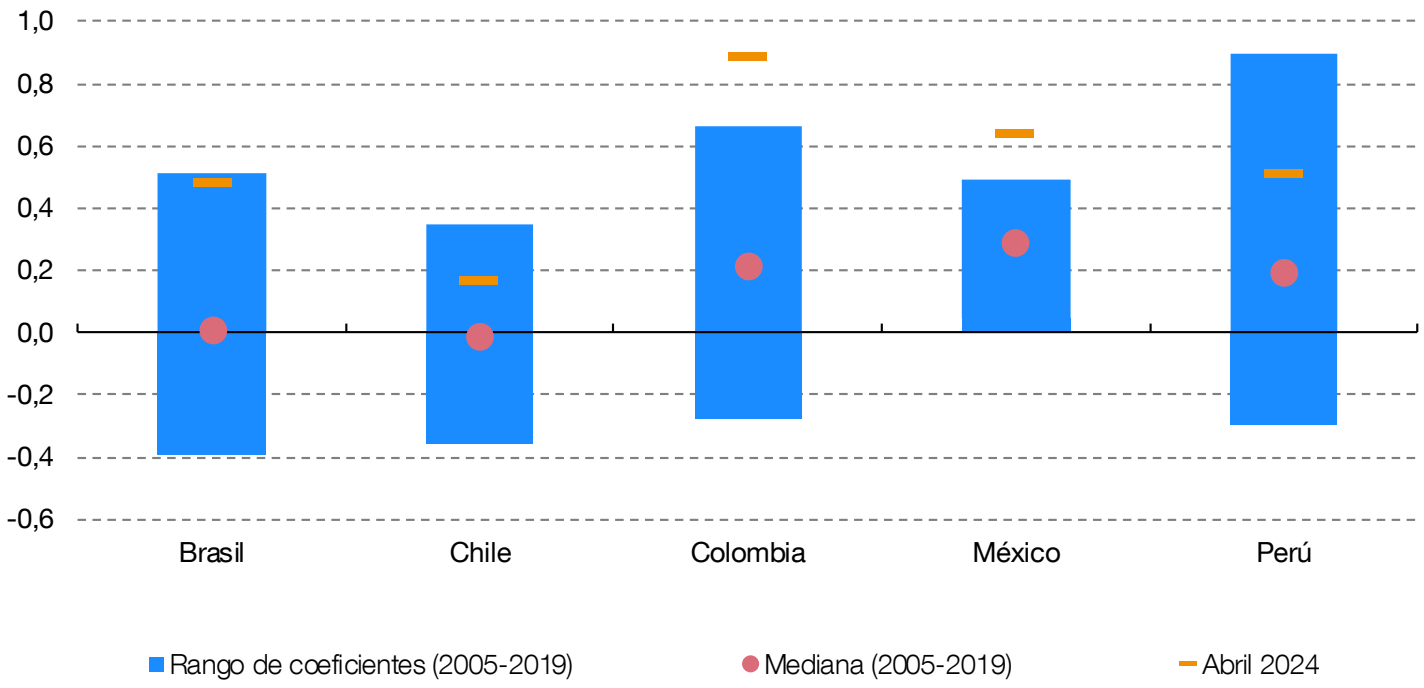


FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

LA INFLACIÓN DE LOS SERVICIOS MANTIENE UNA ELEVADA PERSISTENCIA...

- ...especialmente en Colombia y México.

INFLACIÓN SUBYACENTE DE SERVICIOS. SENSIBILIDAD A LA INFLACIÓN PASADA (a)

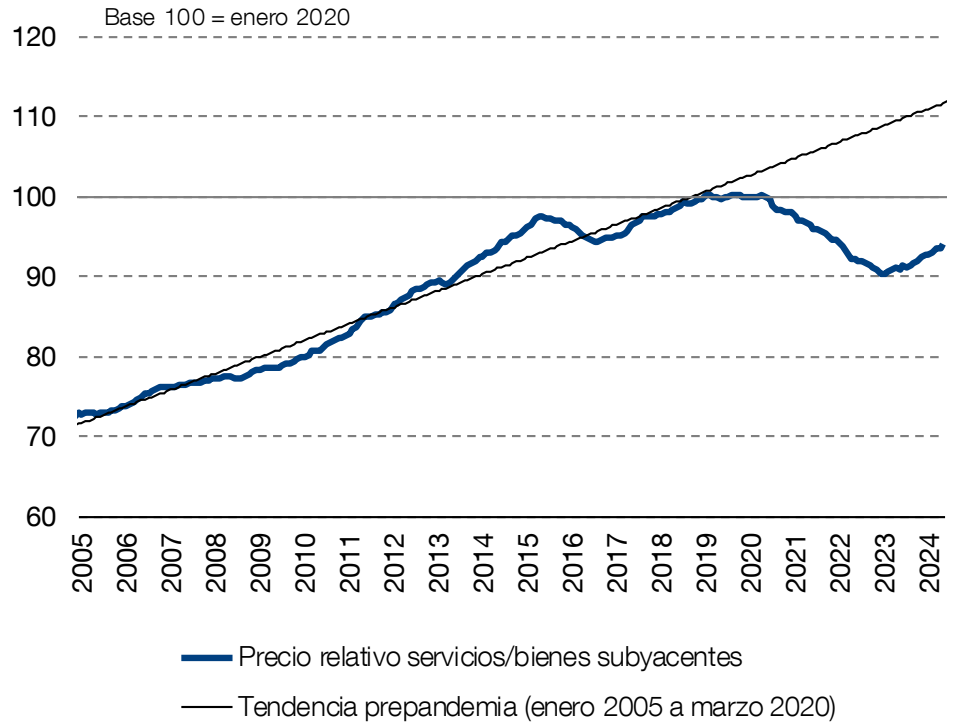


FUENTES: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano y Refinitiv.

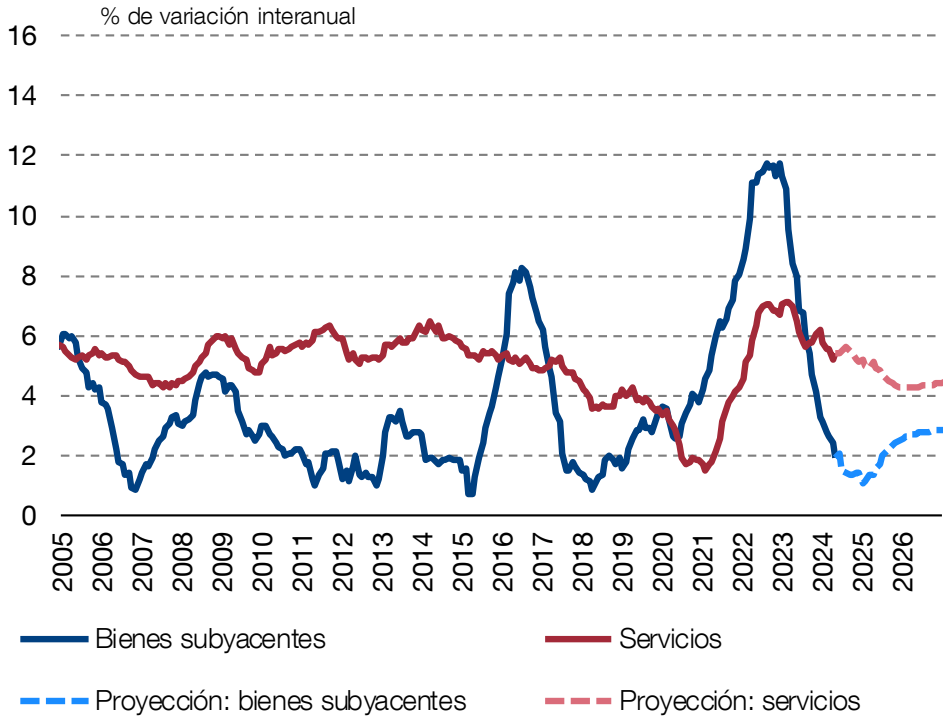
LA PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN DE LOS SERVICIOS PODRÍA PROLONGARSE A CORTO Y A MEDIO PLAZO EN AMÉRICA LATINA

- La relación a largo plazo entre los precios de los bienes y de los servicios se quebró durante la pandemia, pues los primeros crecieron mucho más que los segundos hasta hace unos meses (cambios en patrones de consumo y cuellos de botella).
- De acuerdo con la evolución histórica, la inflación de los servicios permanecería elevada en los próximos trimestres.

PRECIO RELATIVO ENTRE SERVICIOS Y BIENES SUBYACENTES EN AMÉRICA LATINA (a)



INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA: BIENES SUBYACENTES Y SERVICIOS (a) (b)

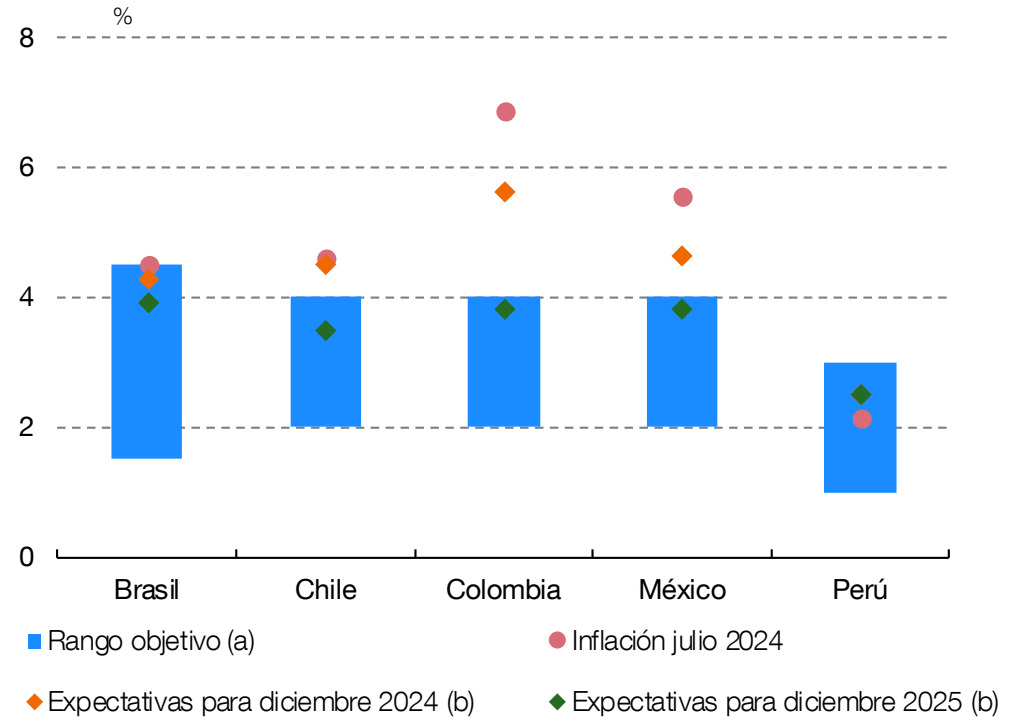


FUENTES: estadísticas nacionales, Fondo Monetario Internacional, Banco de España y Refinitiv.

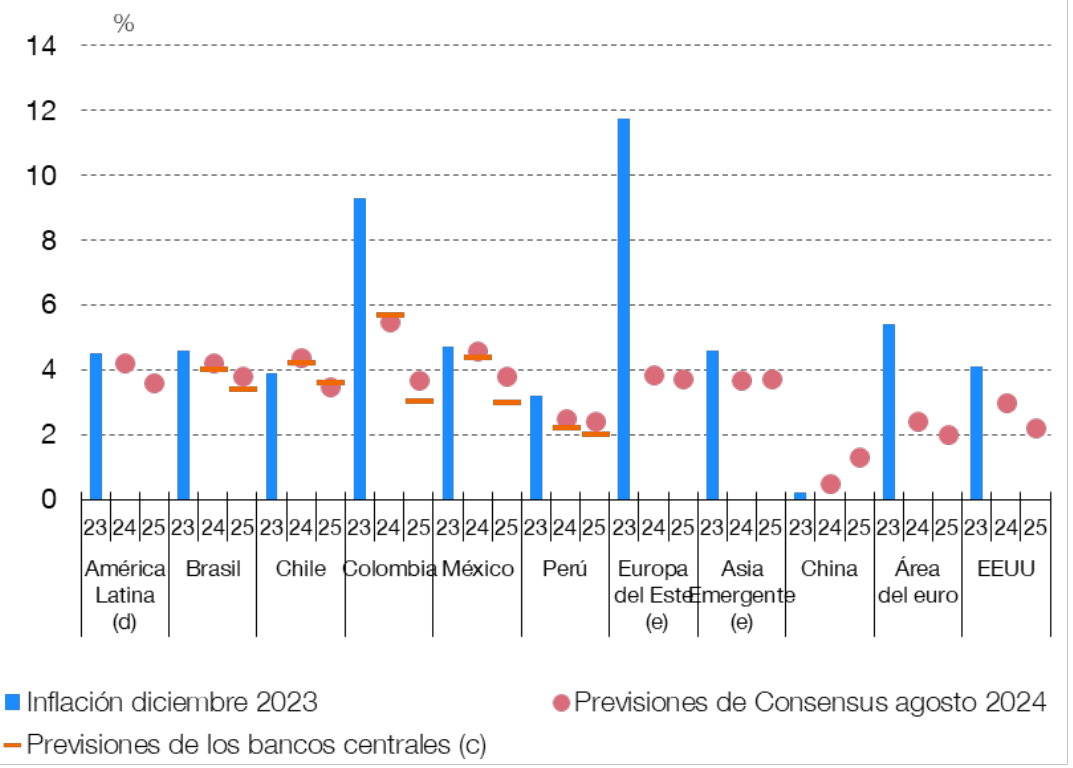
SE ESPERA QUE CONTINÚE EL PROCESO GRADUAL DE REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN HASTA ALCANZAR LOS RANGOS OBJETIVOS DE LOS BANCOS CENTRALES

- La mayoría de los bancos centrales de la región siguen señalando en sus informes regulares que dominan los riesgos al alza.

INFLACIÓN, OBJETIVOS DE INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



PREVISIONES DE INFLACIÓN

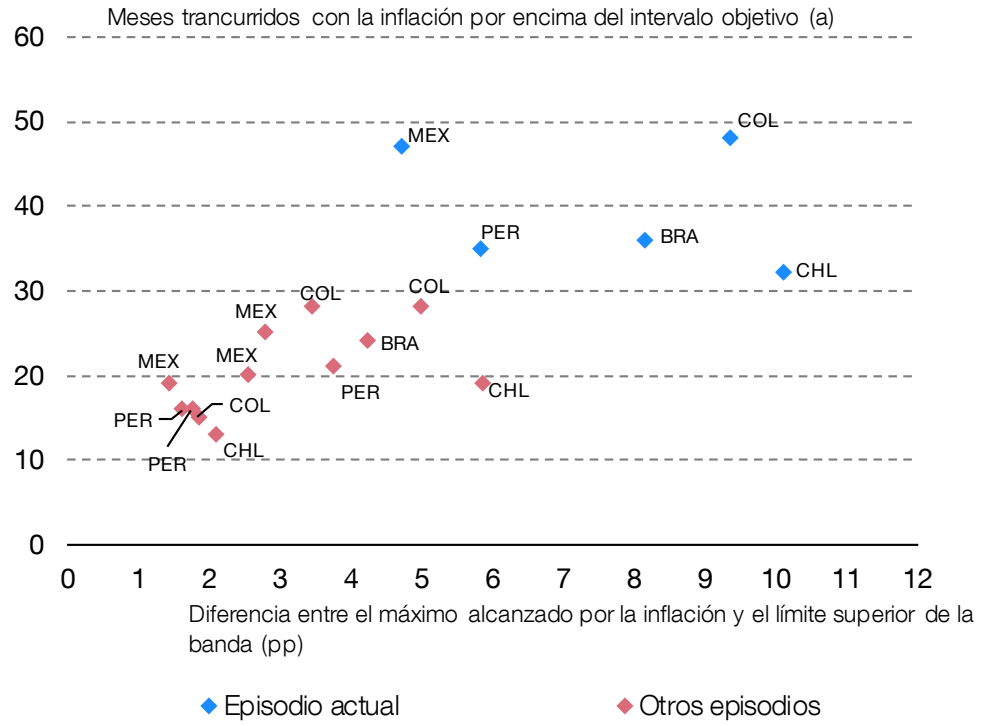


FUENTES: LatinFocus, Consensus Forecasts, Refinitiv y estadísticas nacionales.

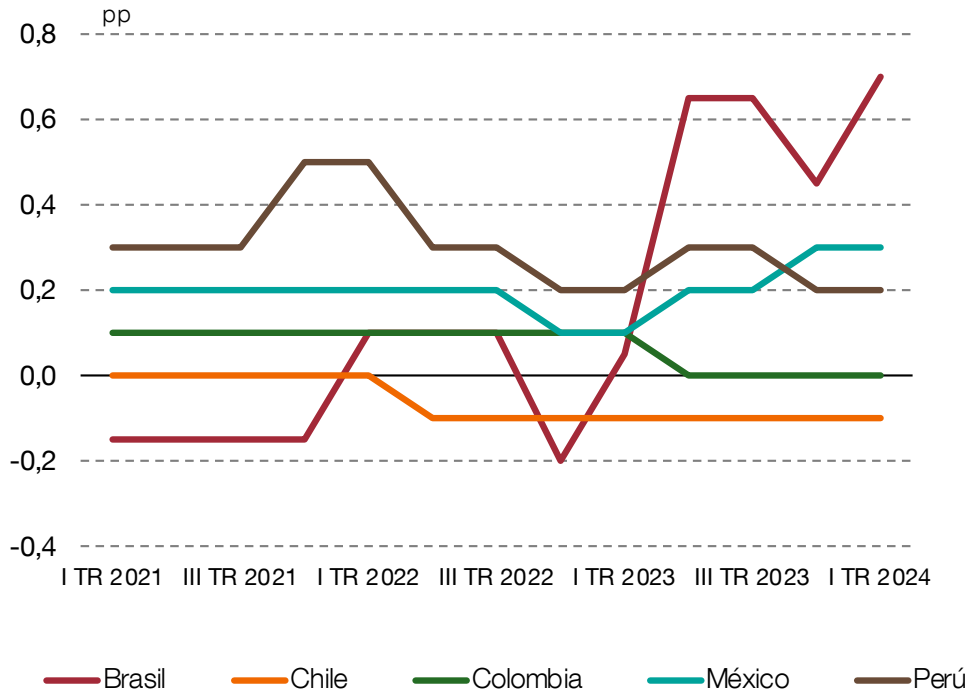
LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN CONTINÚAN ANCLADAS

- El actual episodio inflacionista ha presentado en la región las mayores desviaciones (en magnitud y duración) de la inflación de los intervalos objetivos.
- Pero las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas (cierta dinámica al alza en Brasil).

PERSISTENCIA DE LA INFLACION POR ENCIMA DEL RANGO OBJETIVO EN EL EPISODIO RECIENTE



DIFERENCIA ENTRE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACION A LARGO PLAZO Y LOS OBJETIVOS DE INFLACION (b)

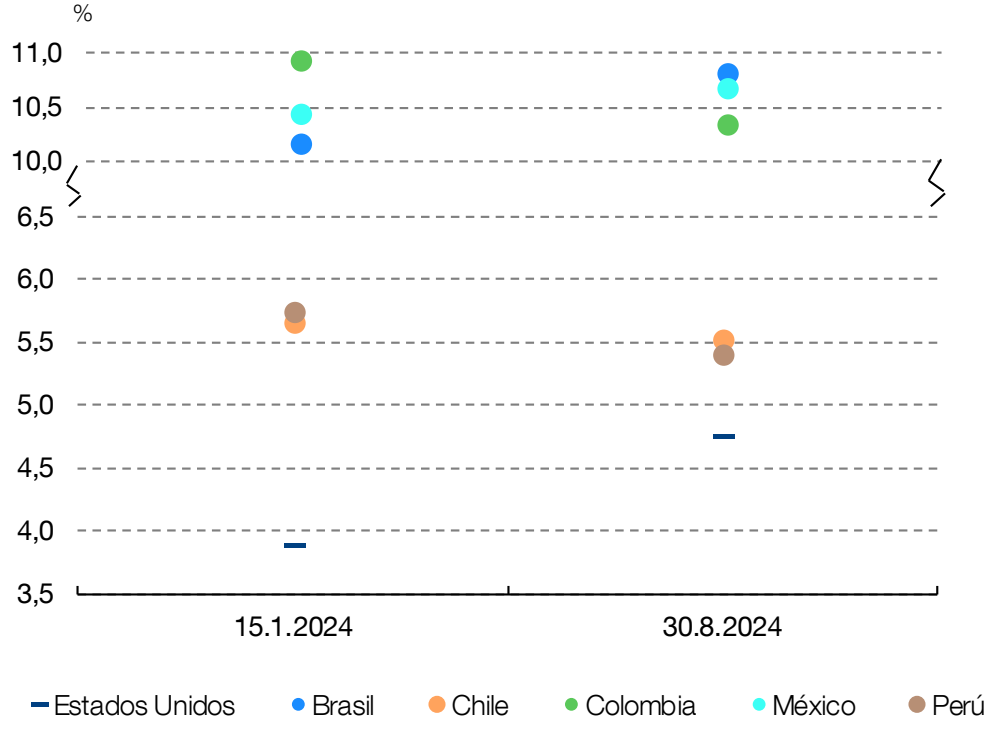


FUENTES: Refinitiv, LatinFocus y Consensus Forecasts.

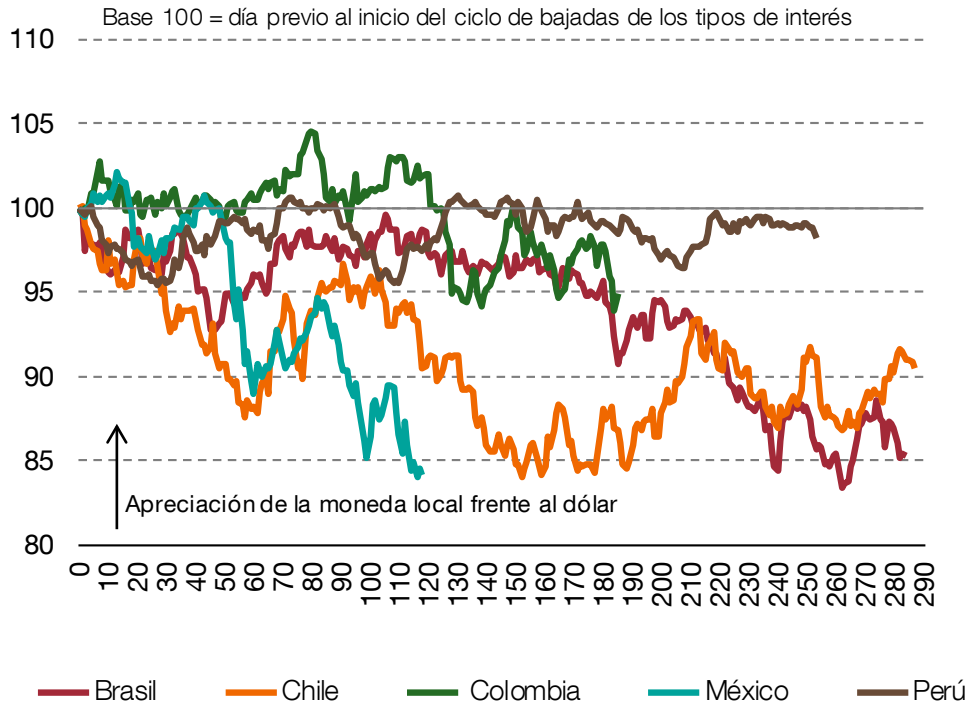
EL PROCESO DE RELAJACIÓN MONETARIA PODRÍA VERSE CONDICIONADA POR LAS DECISIONES QUE SE ADOPTEN EN ESE ÁMBITO EN ESTADOS UNIDOS

- Los cambios en el ritmo esperado de bajadas en Estados Unidos ha tenido un efecto heterogéneo en la región.
- 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.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DESCONTADOS POR LOS MERCADOS DE FUTUROS PARA DICIEMBRE DE 2024



TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

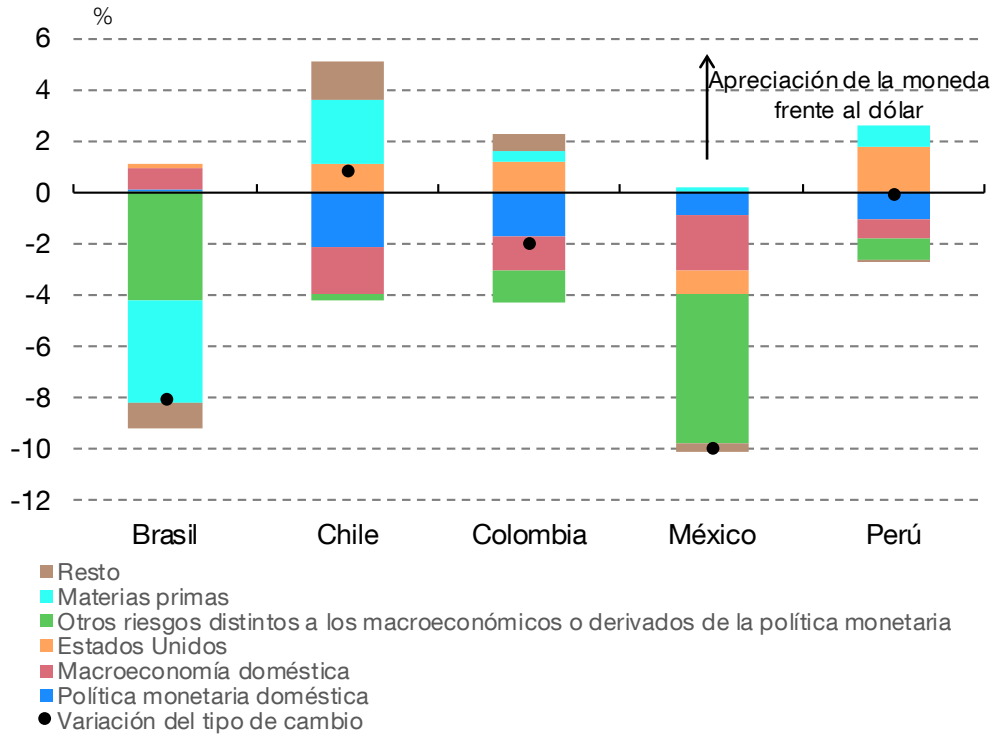


FUENTE: J.P. Morgan y Refinitiv.

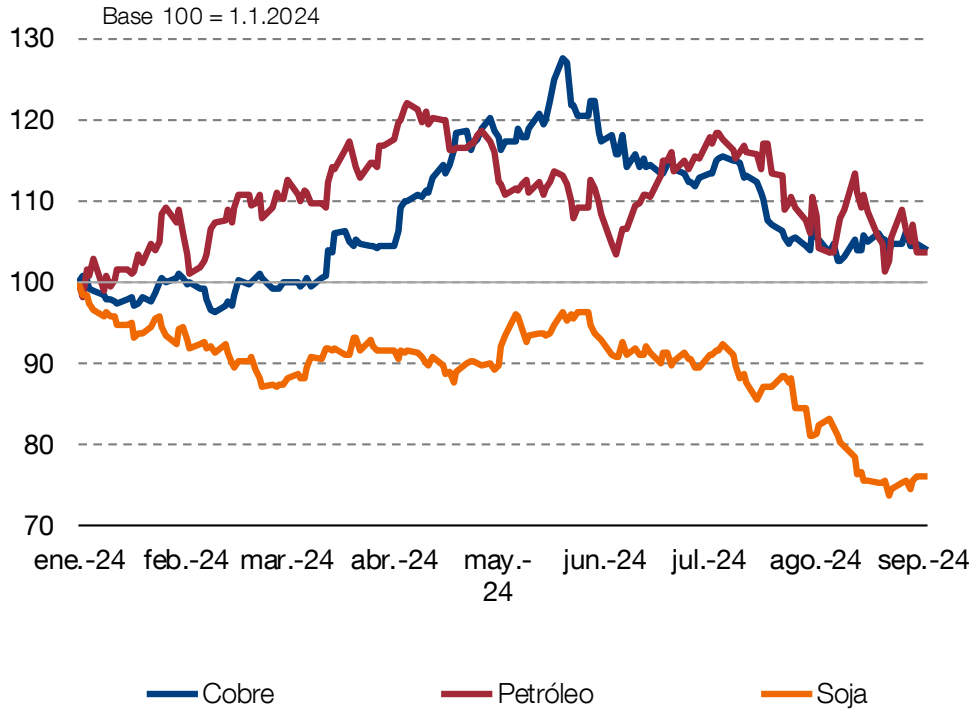
EL AUMENTO DEL PRECIO DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS CONTRARRESTA PARCIALMENTE LA CONVERGENCIA EN TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

- Otros riesgos (no relacionados con la evolución macroeconómica o la política monetaria) explica en gran parte las depreciaciones en Brasil y México.

DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a) (b)



EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS (c)

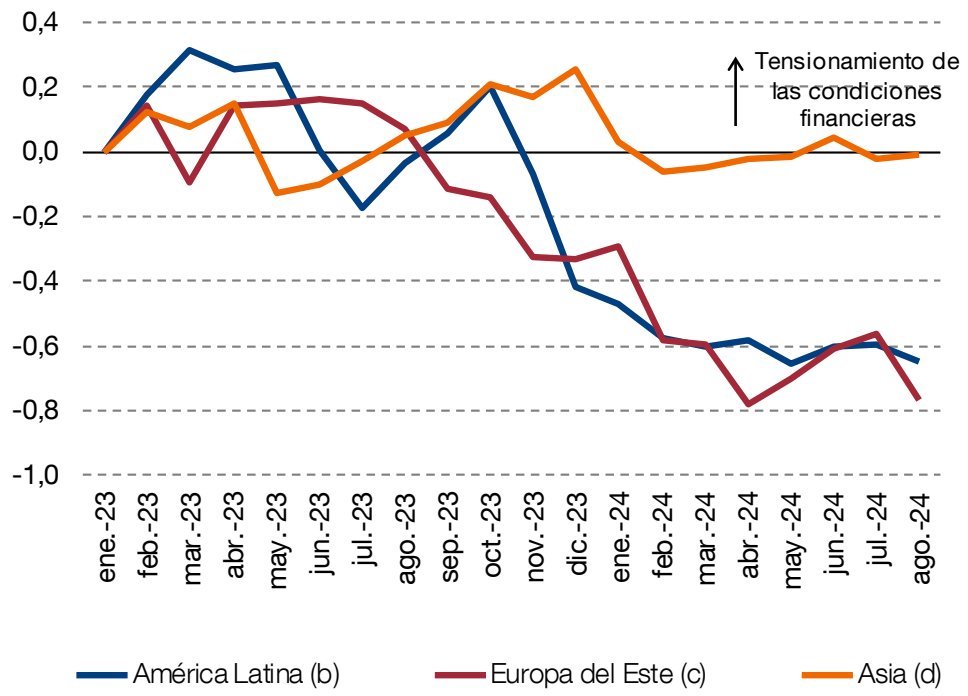


FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

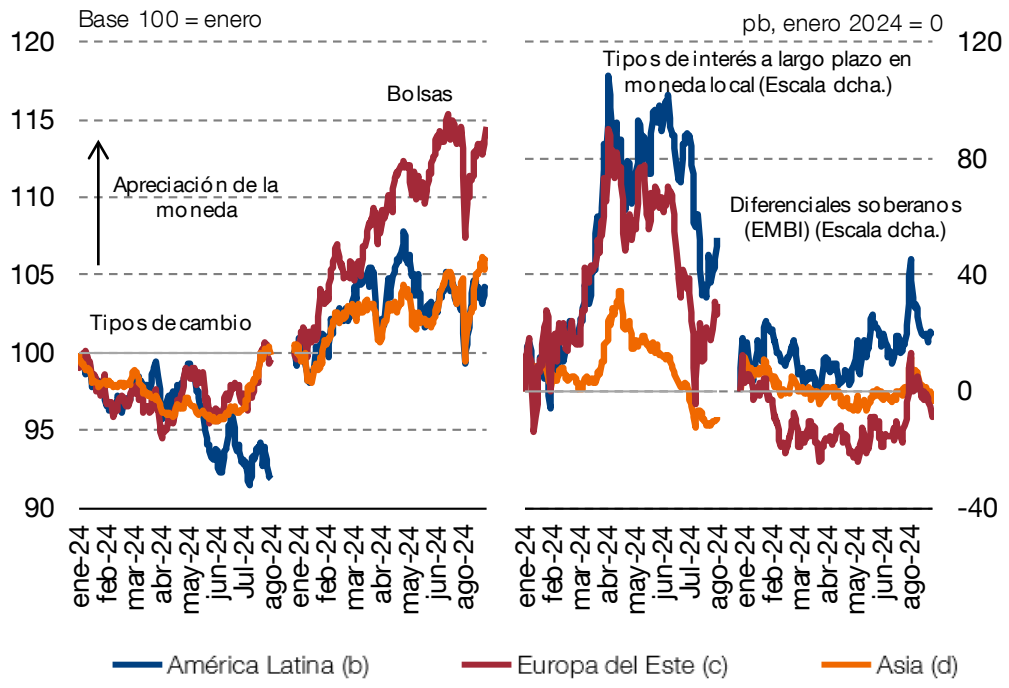
LAS CONDICIONES FINANCIERAS SE MANTUVIERON LAXAS A PESAR DE ALGÚN EPISODIO RECIENTE DE VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

- Apoyadas por los recortes de tipos de interés oficiales, depreciaciones de los tipos de cambio y reducción en los tipos de interés a largo plazo.

ÍNDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS (a)



VARIABLES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

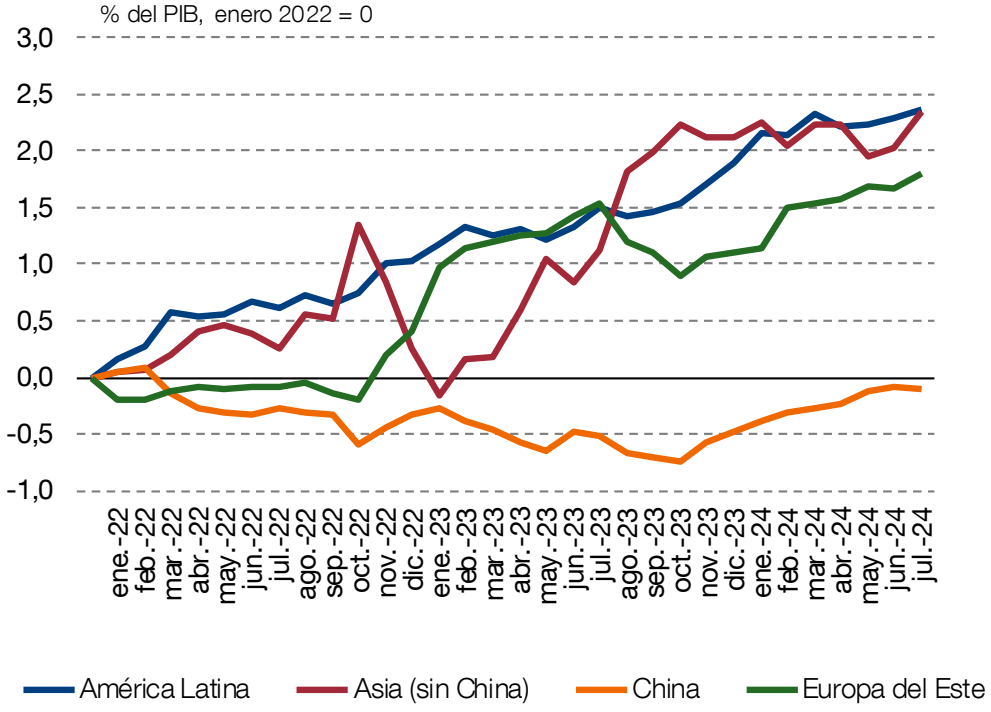


FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

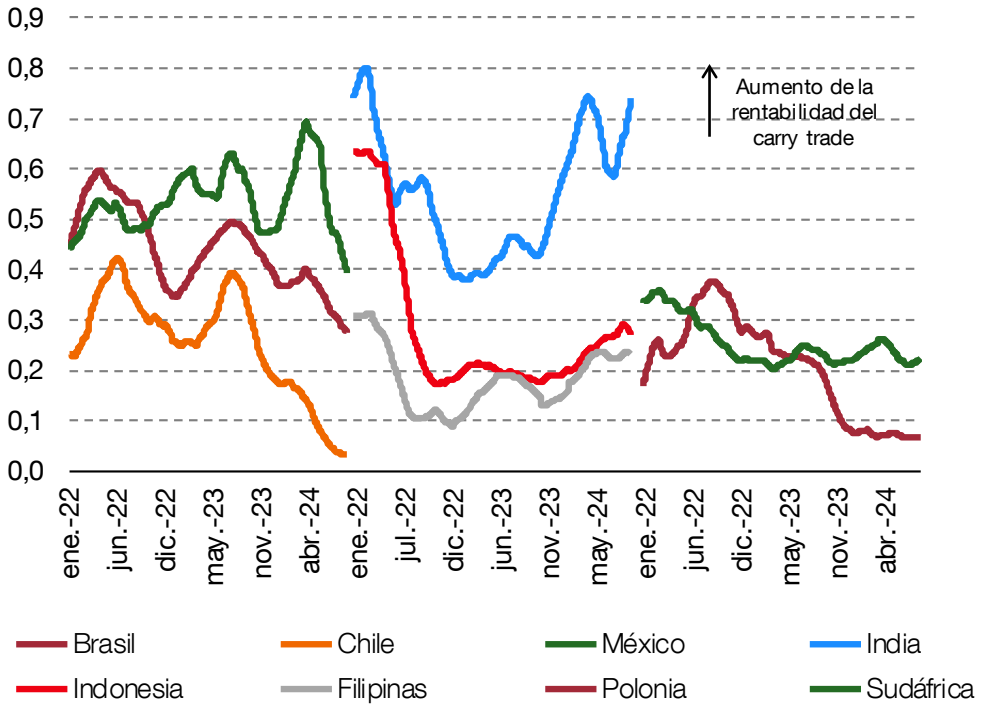
LOS FLUJOS DE CAPITAL DE CARTERA HAN MANTENIDO CIERTO DINAMISMO

- El descenso de la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* en algunas economías de la región ha llevado a algunos inversores a modificar el país de destino de sus inversiones de cartera dentro de la región.

FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA



INDICADOR DE RENTABILIDAD DE LAS OPERACIONES DE CARRY TRADE (a)

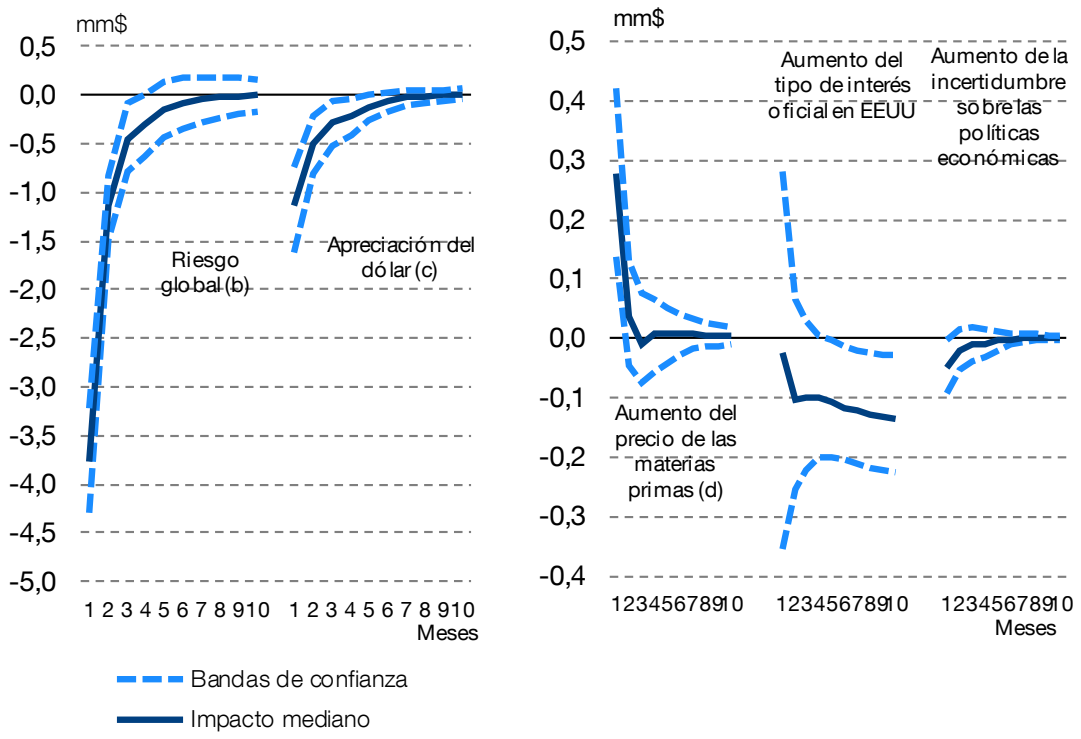


FUENTES: Banco de España, Instituto de Finanzas Internacionales y Refinitiv.

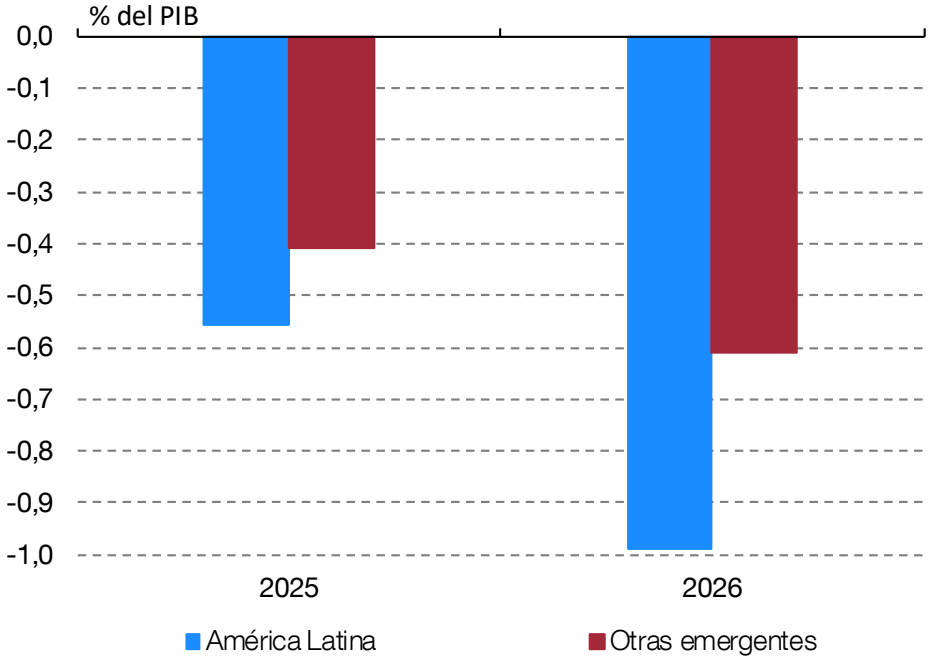
LOS FLUJOS DE CARTERA SE RESENTIRÍAN EN UN ESCENARIO DE MAYOR ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN ESTADOS UNIDOS

- Este escenario de endurecimiento llevaría aparejado un aumento del riesgo global, una apreciación del dólar y una caída del precio de las materias primas.

FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA HACIA AMÉRICA LATINA: FUNCIONES DE IMPULSO-RESPUESTA (a)



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 ESPERDO EN ESTADOS UNIDOS (e)

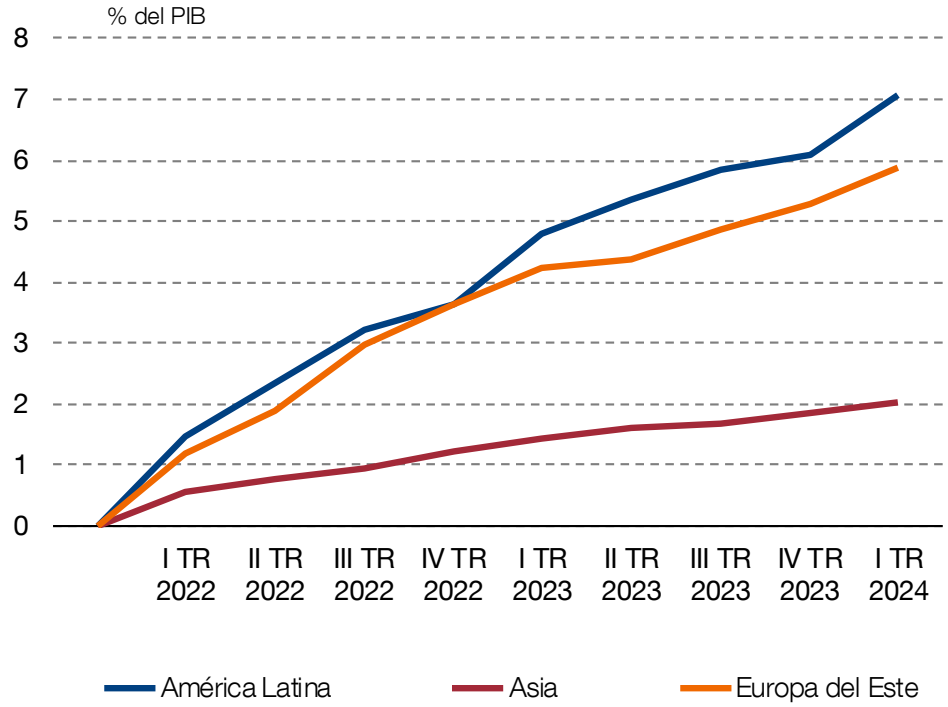


FUENTES: Instituto de Finanzas Internacionales, Refinitiv y elaboración propia.

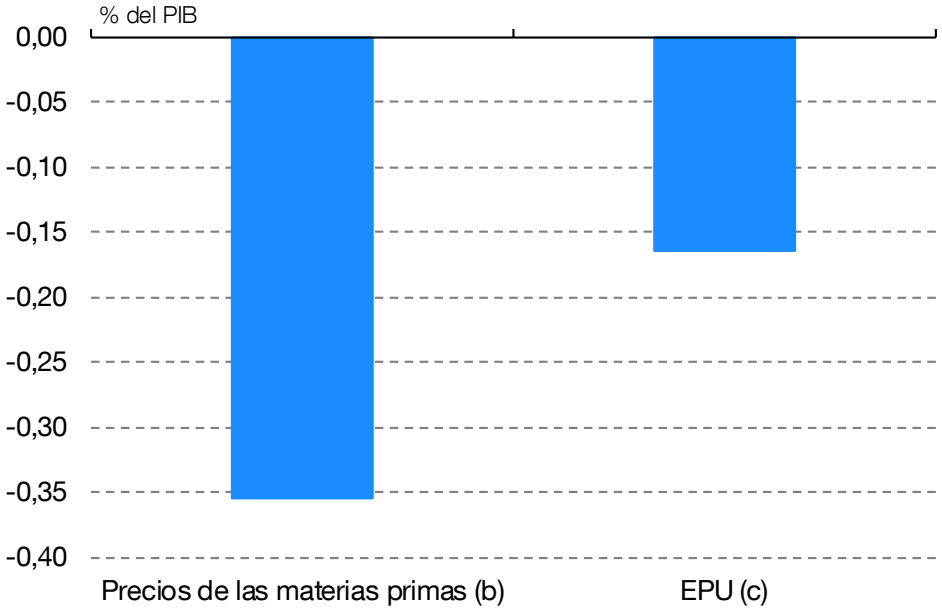
LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA RECIBIDA DISMINUYÓ LIGERAMENTE

- Los riesgos de financiación externa parecen contenidos pues los déficits por cuenta corriente se han reducido y están cubiertos por las entradas de IED.
- La IED recibida por la región responde a factores más estructurales que la de cartera.

IED RECIBIDA (ACUMULADA)



VARIACIÓN DE LA IED RECIBIDA EN LA REGIÓN ANTE DIVERSOS SHOCKS NEGATIVOS (a)

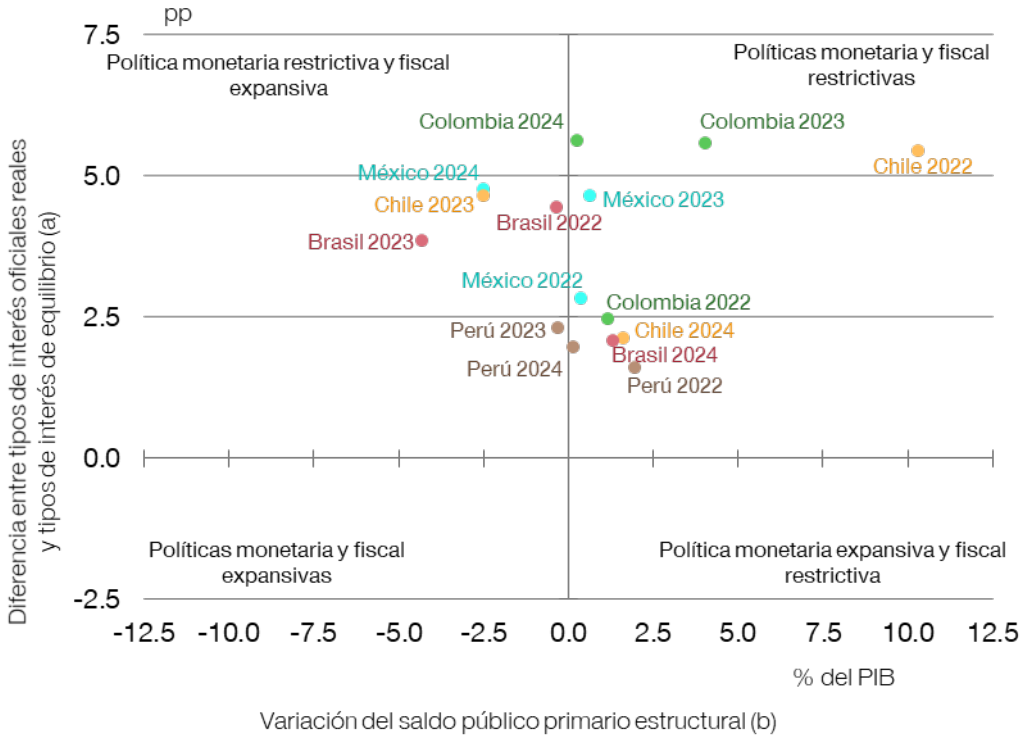


FUENTES: Refinitiv y elaboración propia.

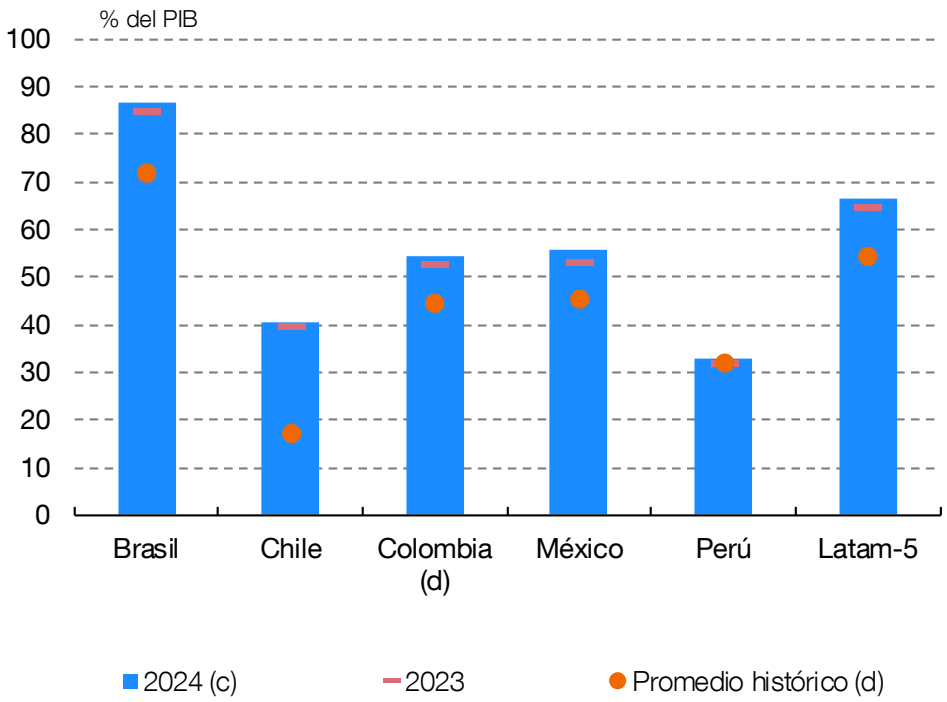
EL TONO DE LA POLÍTICA FISCAL TAMBIÉN PODRÍA CONDUCIR A UN PROCESO DE RELAJACIÓN MONETARIA MÁS GRADUAL

- La deuda pública en 2024 crecería ligeramente en 2024 impulsada por los elevados tipos de interés y los saldos fiscales primarios deficitarios.
- Recaudación tributaria en América Latina (recuadro 3).

TONO DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL



DEUDA PÚBLICA

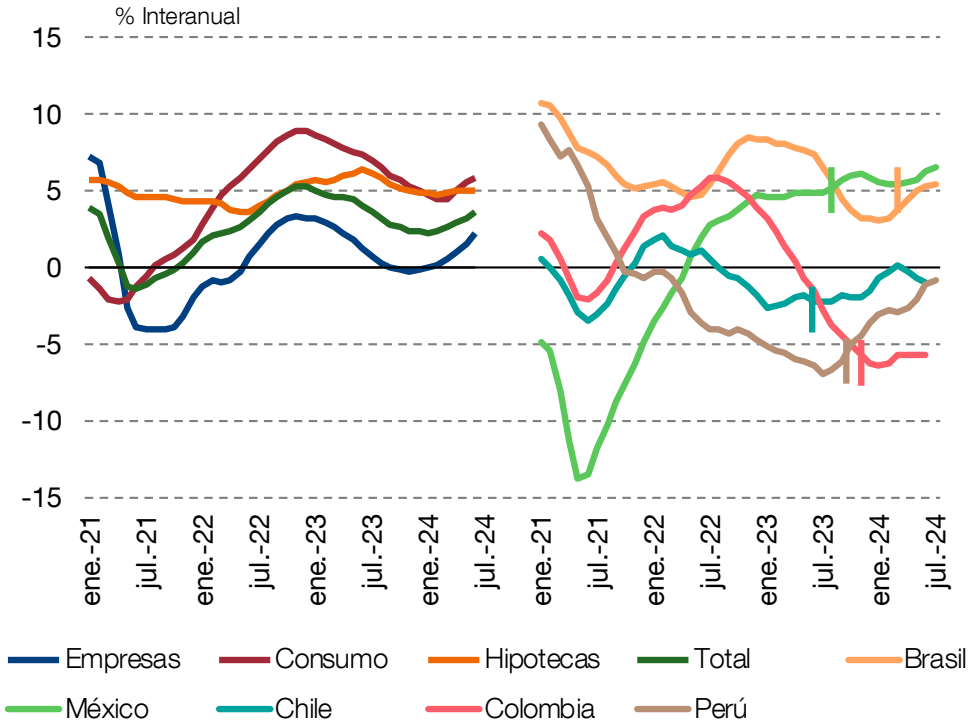


FUENTES: Refinitiv y FMI (Fiscal Monitor y World Economic Outlook de abril de 2024).

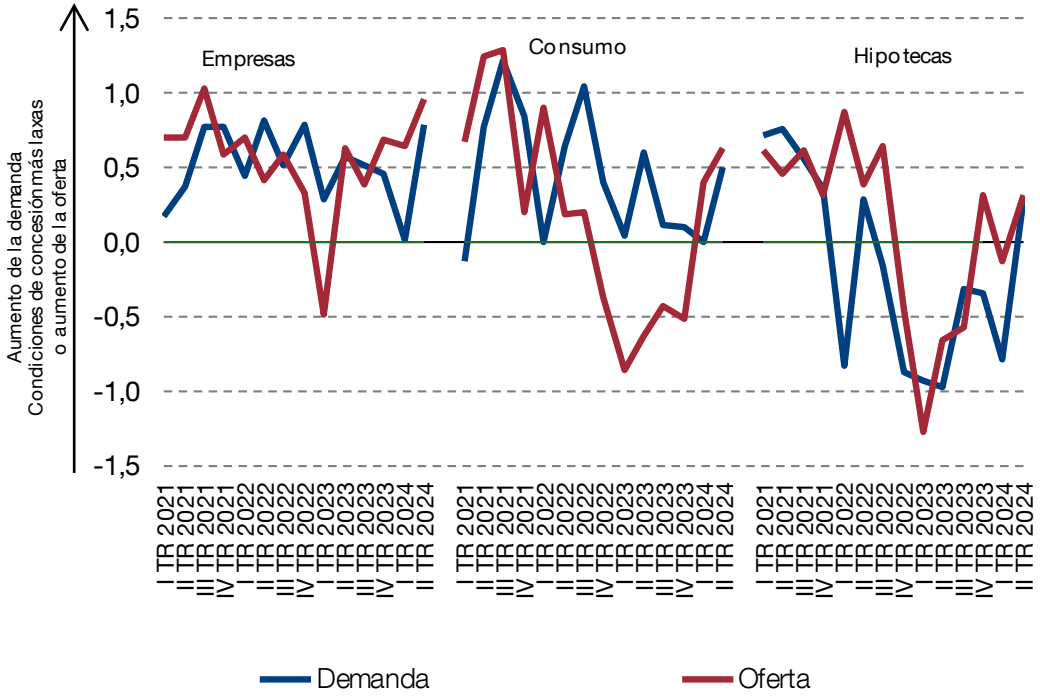
EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO HA INICIADO UN LIGERO REPUNTE TRAS EL COMIENZO DEL CICLO DE RELAJACIÓN MONETARIA

- Según las encuestas de condiciones crediticias de los bancos centrales, la demanda de crédito ha crecido mientras que las condiciones de concesión de créditos se han relajado.

VARIACIONES DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO (REAL) EN AMÉRICA LATINA (a)



ÍNDICE DE CONDICIONES CREDITICIAS: AMÉRICA LATINA (b)

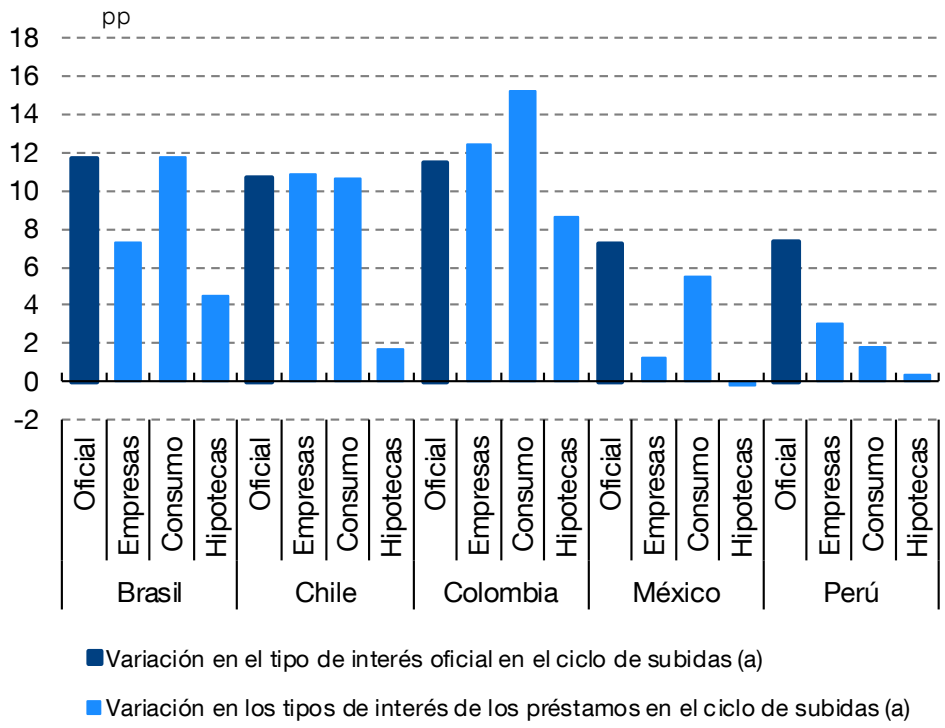


FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

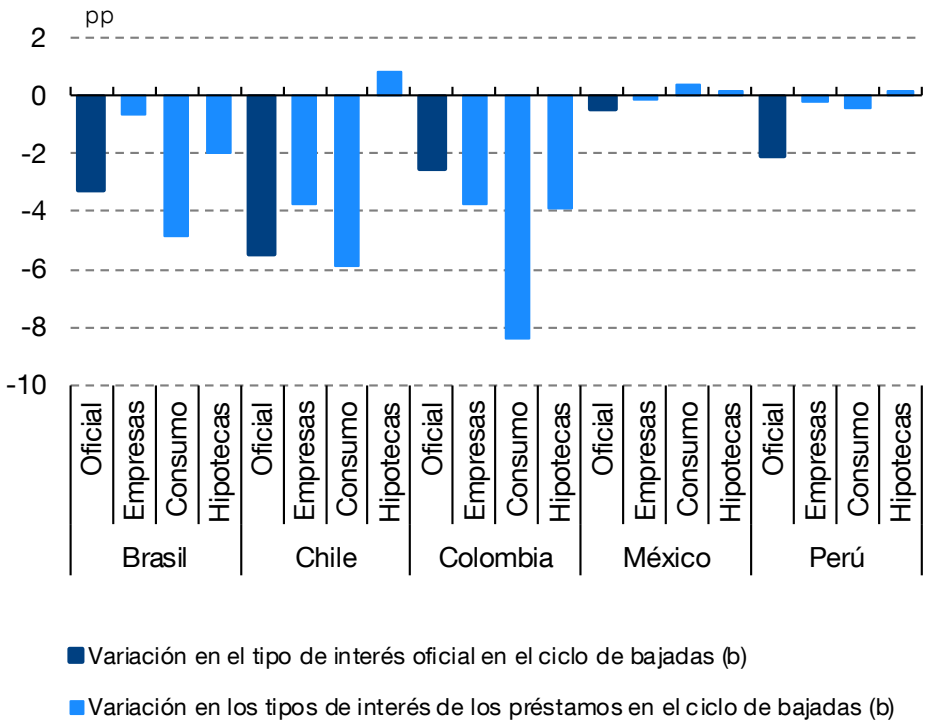
LOS CAMBIOS EN LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES SE HAN TRASLADADO A LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS

- Aunque con cierta heterogeneidad por países y segmentos.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS



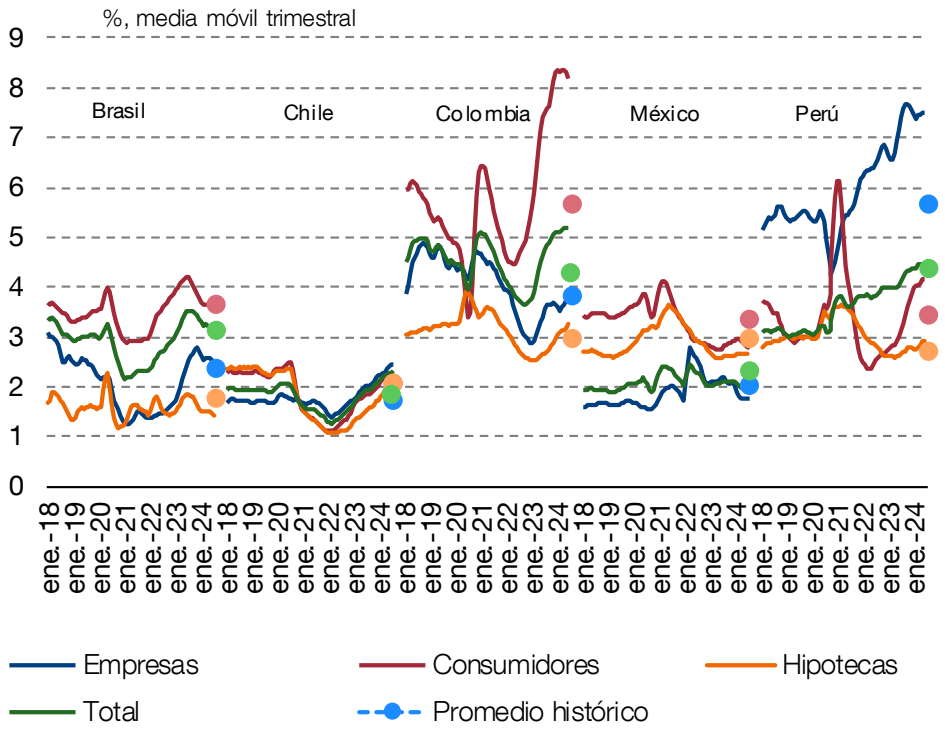
FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

LOS PRÉSTAMOS DE DUDOSO COBRO SE HAN ESTABILIZADO EN NIVELES ELEVADOS

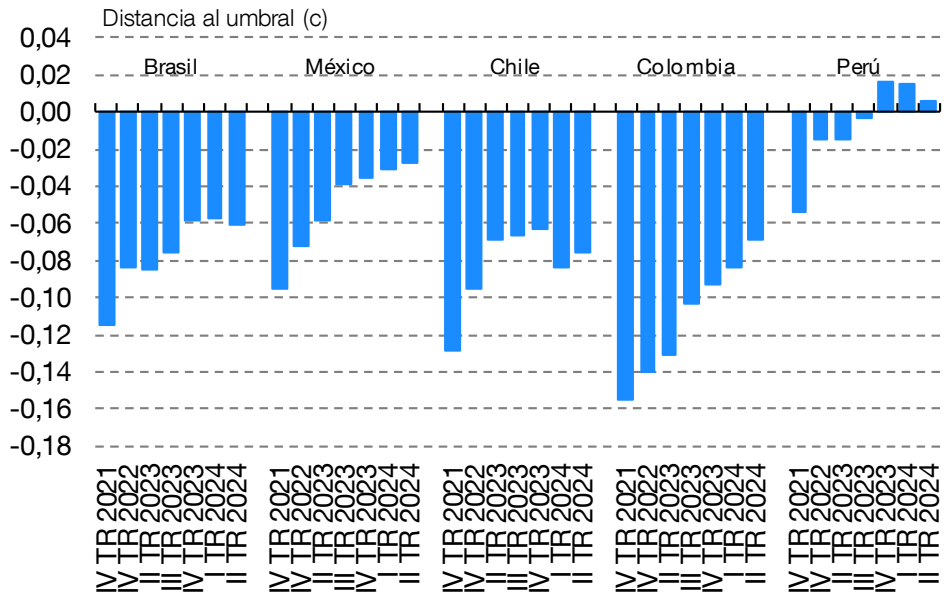
BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- Los indicadores sintéticos que adelantan una posible crisis bancaria se mantienen por debajo del umbral de riesgo, sin cambios significativos.

PRÉSTAMOS DE DUDOSO COBRO (a)



VULNERABILIDAD FRENTE A UNA CRISIS BANCARIA (b)

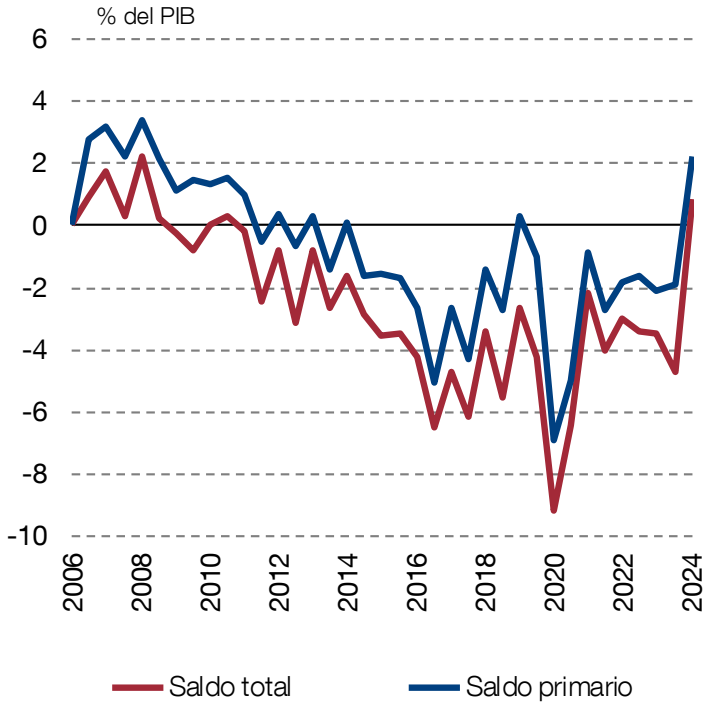


FUENTES: Banco de España, Refinitiv y estadísticas nacionales.

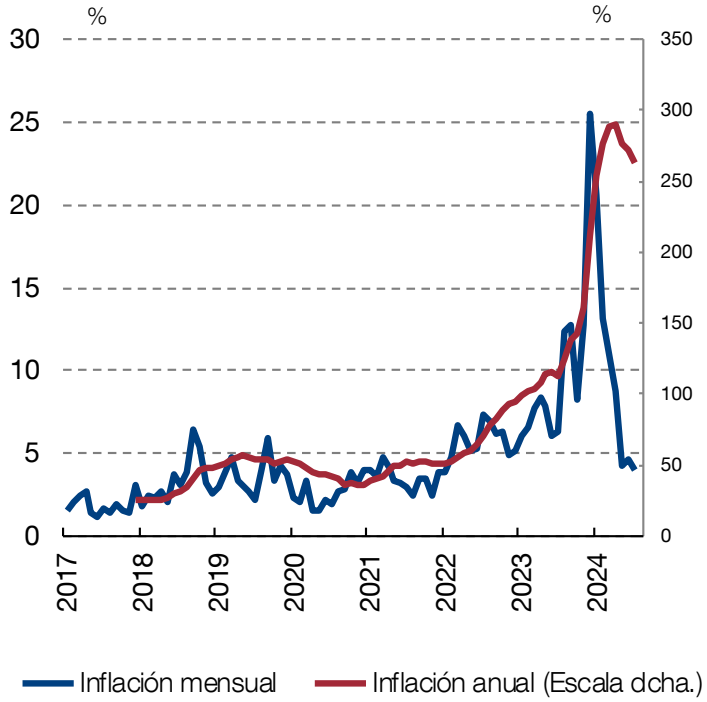
RECUADRO 1. LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA

- El nuevo Gobierno argentino ha llevado a cabo un programa de consolidación fiscal cuyo objetivo es eliminar el déficit fiscal (5% del PIB en 2024) con el objetivo de acabar con la principal causa de emisión monetaria.
- Esta fuerte consolidación fiscal ha llevado a que la inflación muestre una marcada tasa descendente y ha penalizado la actividad económica.

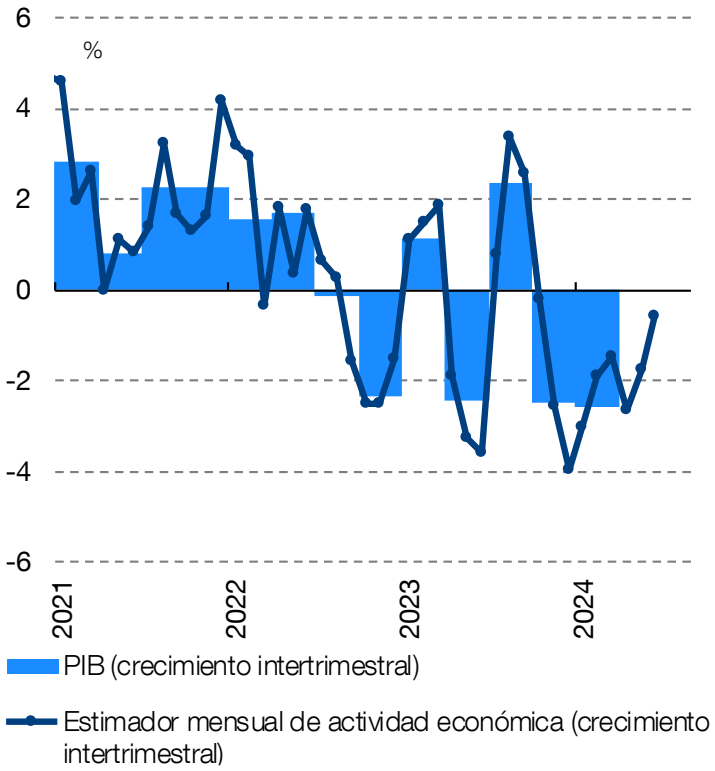
SALDO PÚBLICO (a)



INFLACIÓN (c)



ACTIVIDAD ECONÓMICA (d)

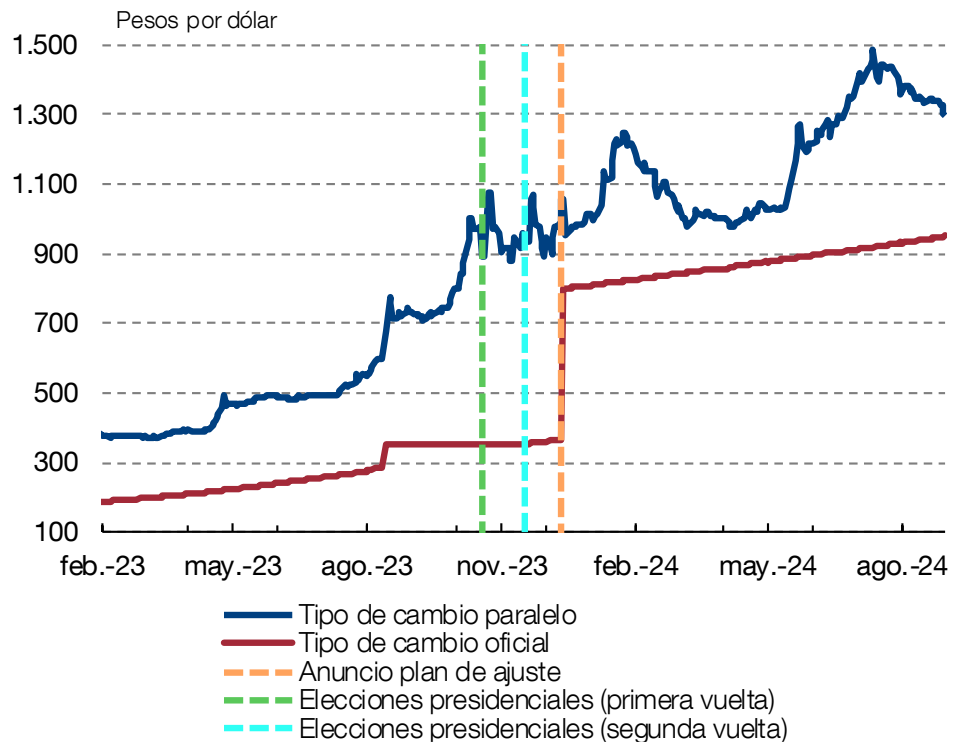


FUENTES: Estadísticas nacionales, Banco Central de la República Argentina, FMI, LatinFocus y Banco de España.

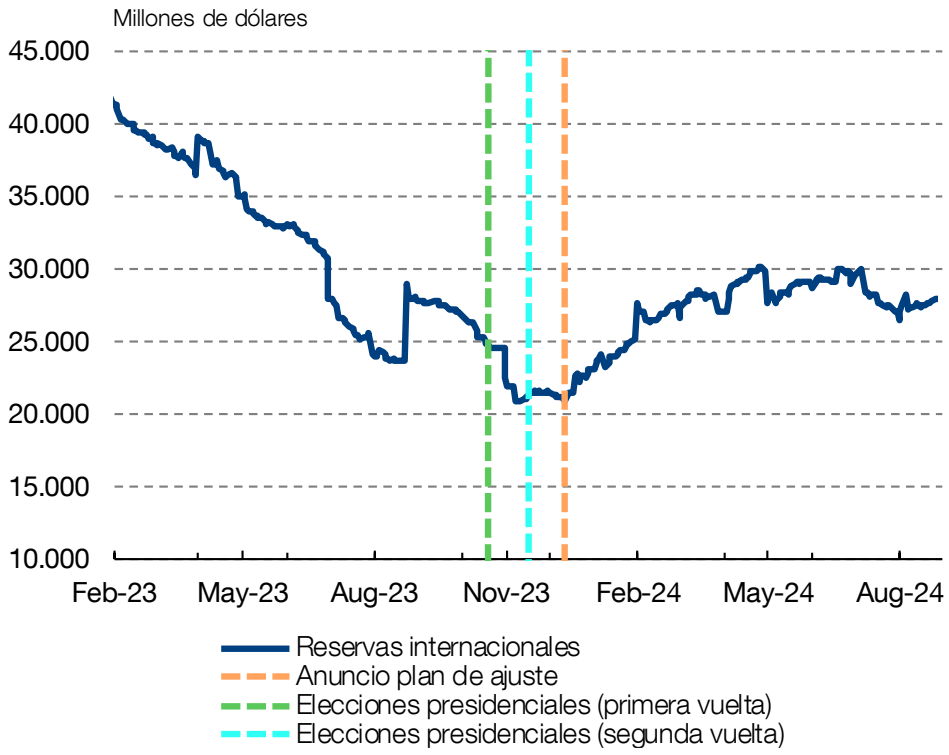
RECUADRO 1. LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA

- El nuevo Gobierno también anunció una fuerte devaluación del tipo de cambio oficial y una tasa de devaluación automática (*crawling peg*) del 2% mensual.
- Se ha observado una mejora en las principales variables financieras argentinas y el banco central ha pasado a acumular reservas internacionales.

TIPO DE CAMBIO



RESERVAS INTERNACIONALES

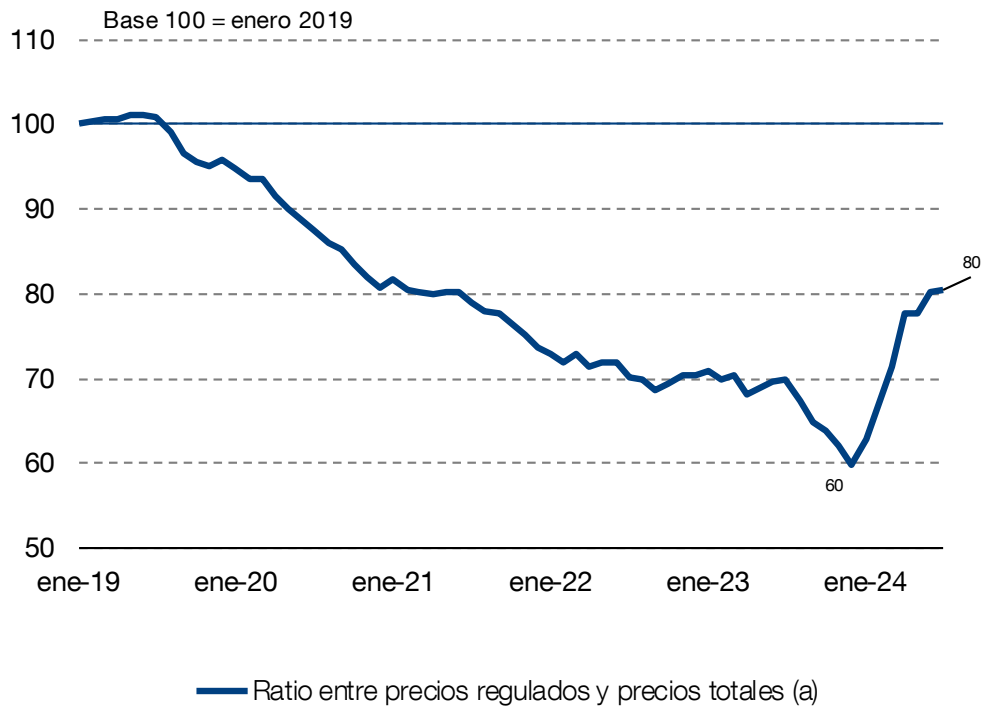


FUENTES: Refinitiv, Banco Central de la República Argentina y Banco de España.

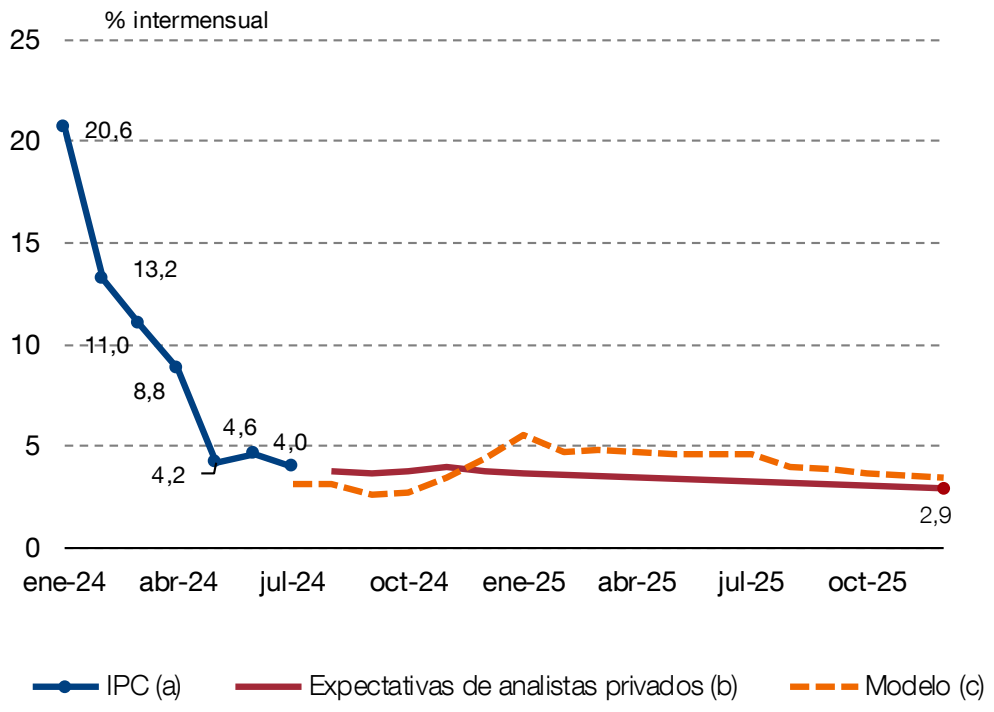
RECUADRO 1. LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ARGENTINA

- La estabilización de la inflación dependerá de la evolución futura de las finanzas públicas y de los ajustes pendientes de los precios de los servicios públicos.
- También dependerá del comportamiento del tipo de cambio (las expectativas de inflación aún se mantienen elevadas como consecuencia de la depreciación esperada del tipo de cambio, que excede la del *crawling peg*).

PRECIO RELATIVO DE LOS BIENES REGULADOS



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

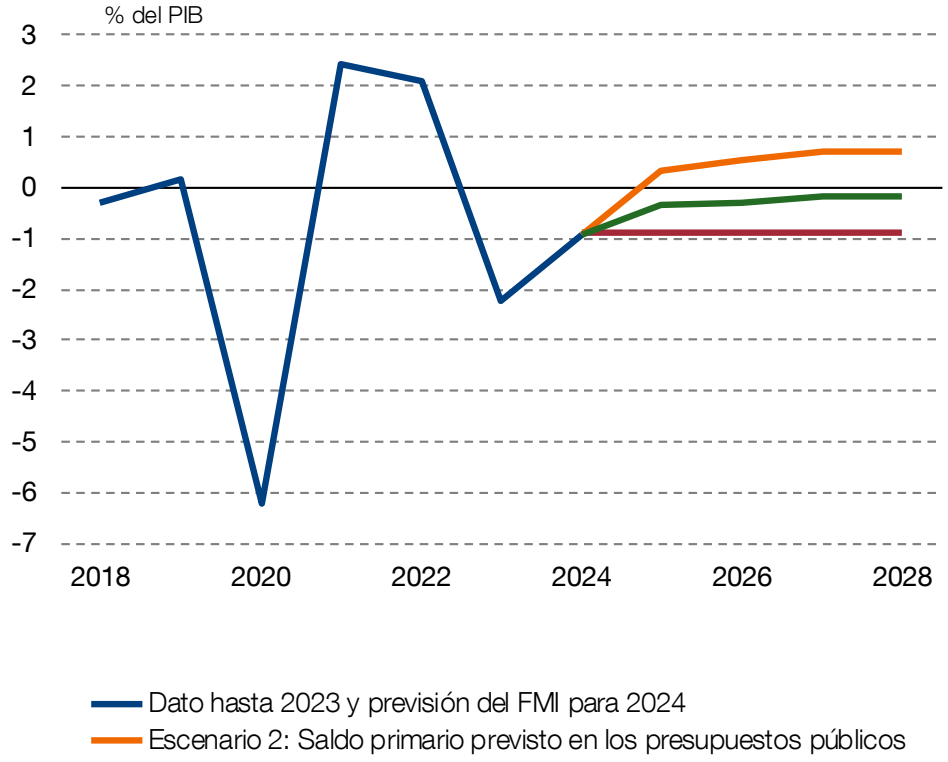


FUENTES: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la República Argentina , Banco Central de la República Argentina y Banco de España.

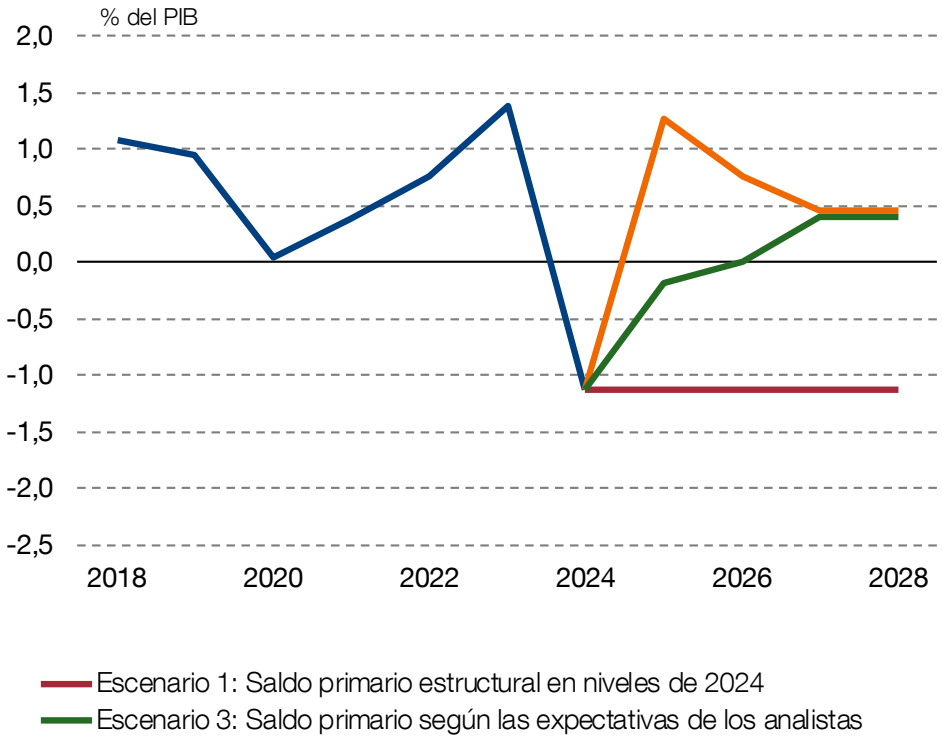
RECUADRO 2. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN BRASIL Y MÉXICO EN LA PRÓXIMA DÉCADA

- Las perspectivas sobre las dinámicas de las finanzas públicas difieren sustancialmente entre las previsiones de los Gobiernos y los analistas (plasmados en los saldos primarios estructurales).

BRASIL. SALDO PRIMARIO ESTRUCTURAL (a)



MEXICO. SALDO PRIMARIO ESTRUCTURAL (a)

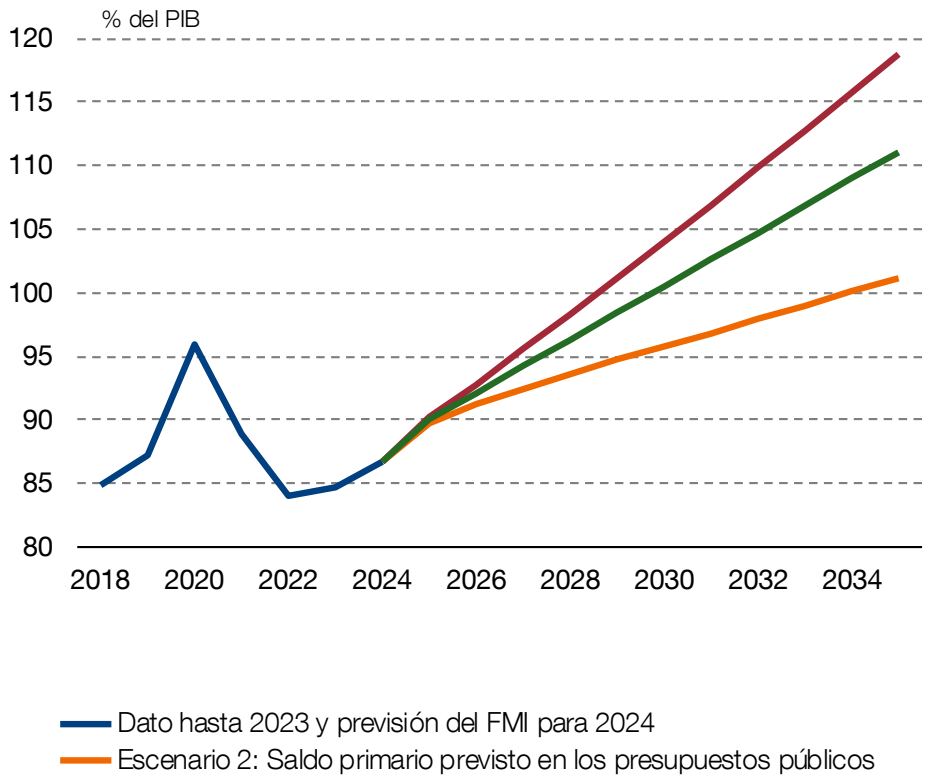


FUENTES: Banco de España, FMI, Refinitiv, encuestas a especialistas realizadas por los bancos centrales y presupuestos públicos.

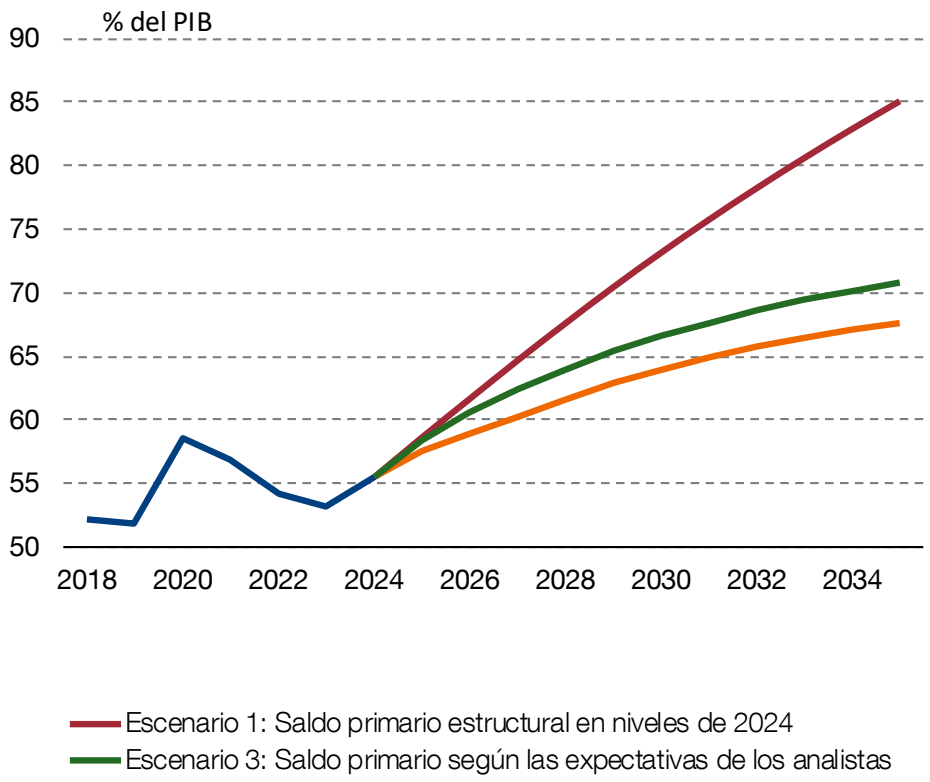
RECUADRO 2. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN BRASIL Y MÉXICO EN LA PRÓXIMA DÉCADA

- Una nueva herramienta DSA para calcular diferentes escenarios de sostenibilidad de la deuda (DO Banco de España, 2412).

BRASIL. DEUDA PÚBLICA



MEXICO. DEUDA PÚBLICA

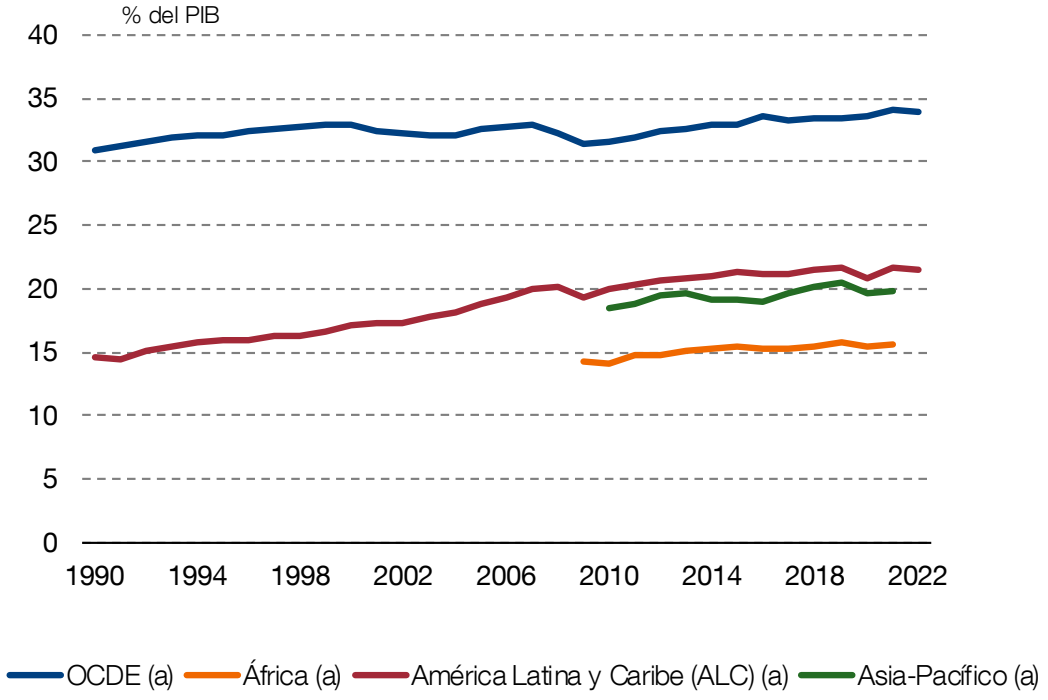


FUENTES: Banco de España, FMI, Refinitiv, encuestas a especialistas realizadas por los bancos centrales y presupuestos públicos.

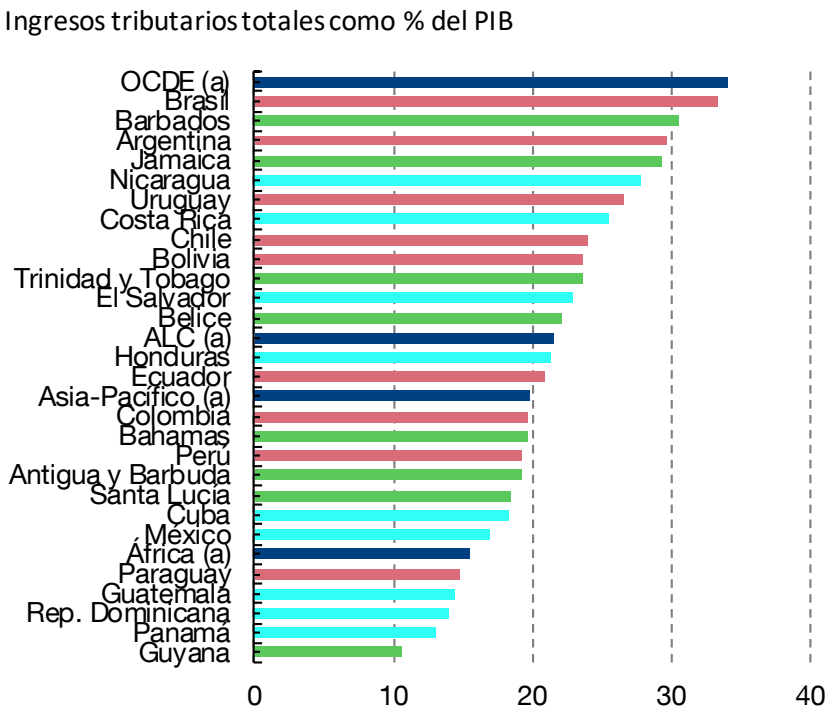
RECUADRO 3. PANORAMA DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

- La recaudación tributaria en LATAM es superior a la de otras regiones emergentes pero resulta muy inferior a la de las economías de la OCDE. El promedio regional esconde una notable heterogeneidad.
- Esta recaudación se ha incrementado considerablemente en LATAM pero la brecha con la OCDE se ha mantenido relativamente estable desde 2007.

RECAUDACIÓN TRIBUTARIA COMO PORCENTAJE DEL PIB, PROMEDIOS REGIONALES, 1990-2022



RECAUDACIÓN TRIBUTARIA COMO PORCENTAJE DEL PIB EN AMÉRICA LATINA Y CARIBE (ALC) Y PROMEDIOS REGIONALES. AÑO 2022



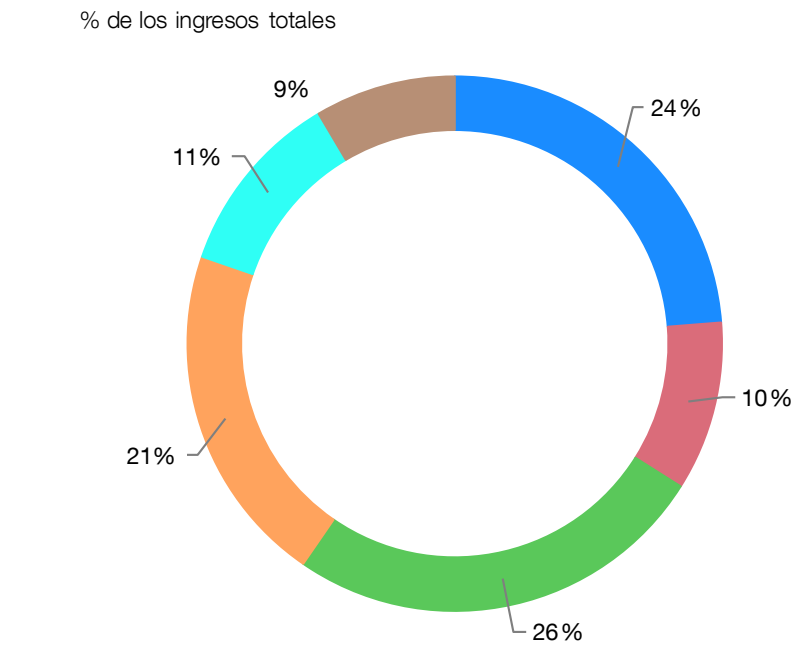
FUENTES: OCDE y FMI.

RECUADRO 3. PANORAMA DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

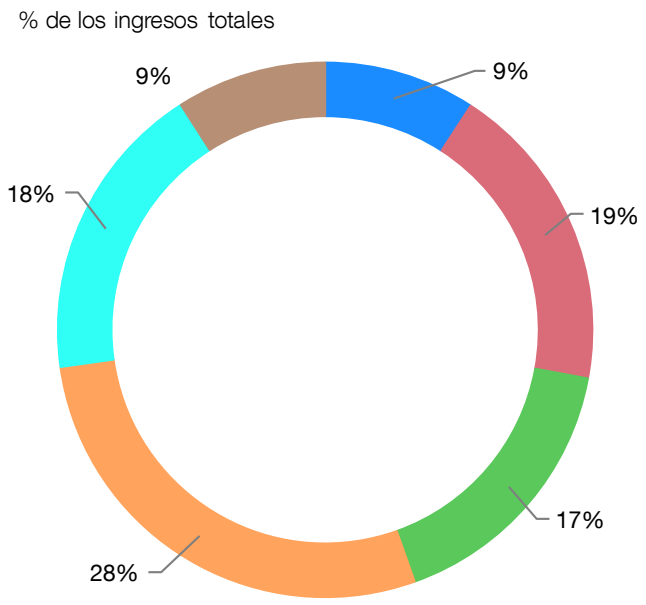
- LATAM, como otras regiones emergentes, depende principalmente de los impuestos indirectos.
- El peso de la imposición sobre las empresas es significativamente mayor que en la OCDE (tipos impositivos del IS son relativamente elevados y otros factores como reglas de depreciación y otras disposiciones-).

ESTRUCTURAS TRIBUTARIAS

OCDE (a)



AMERICA LATINA Y CARIBE (ALC) (a)



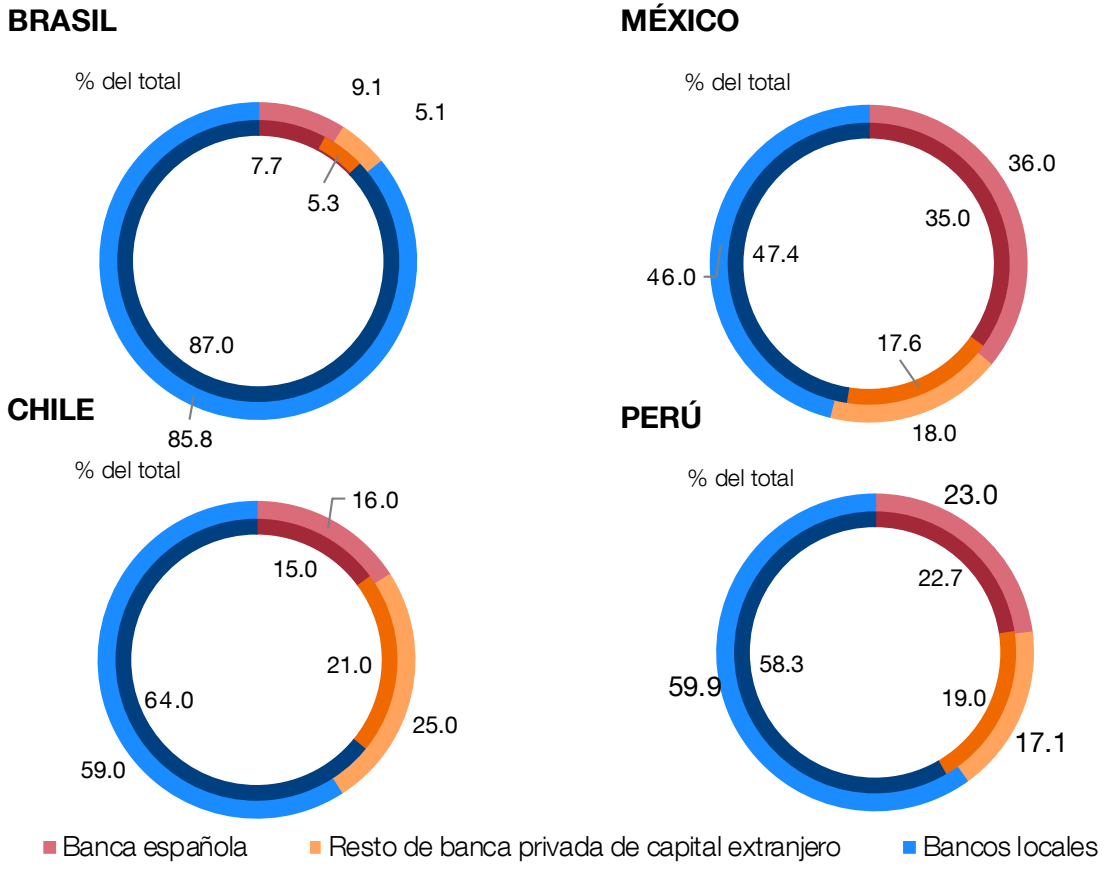
Impuesto sobre la renta de las personas físicas
Impuesto a la renta de las sociedades
Cotizaciones a la seguridad social
Impuesto sobre el valor añadido
Otros impuestos sobre bienes y servicios
Otros impuestos

FUENTE: OCDE.

RECUADRO 4. EFECTOS SOBRE EL CRÉDITO BANCARIO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NACIONALES E INTERNACIONALES

- Se estima un modelo econométrico para determinar en qué medida las dinámicas del saldo de crédito de los bancos de la región se ven afectadas por las políticas monetarias de la FED, el BCE y los bancos centrales regionales.
- Se distingue a los bancos dependiendo del origen del capital (nacional vs. extranjero y en este último grupo si el origen es español o no – modelo de negocio con filiales autónomas -).

COMPOSICIÓN DE LOS CRÉDITOS Y DEPÓSITOS POR ORIGEN DEL BANCO (a)

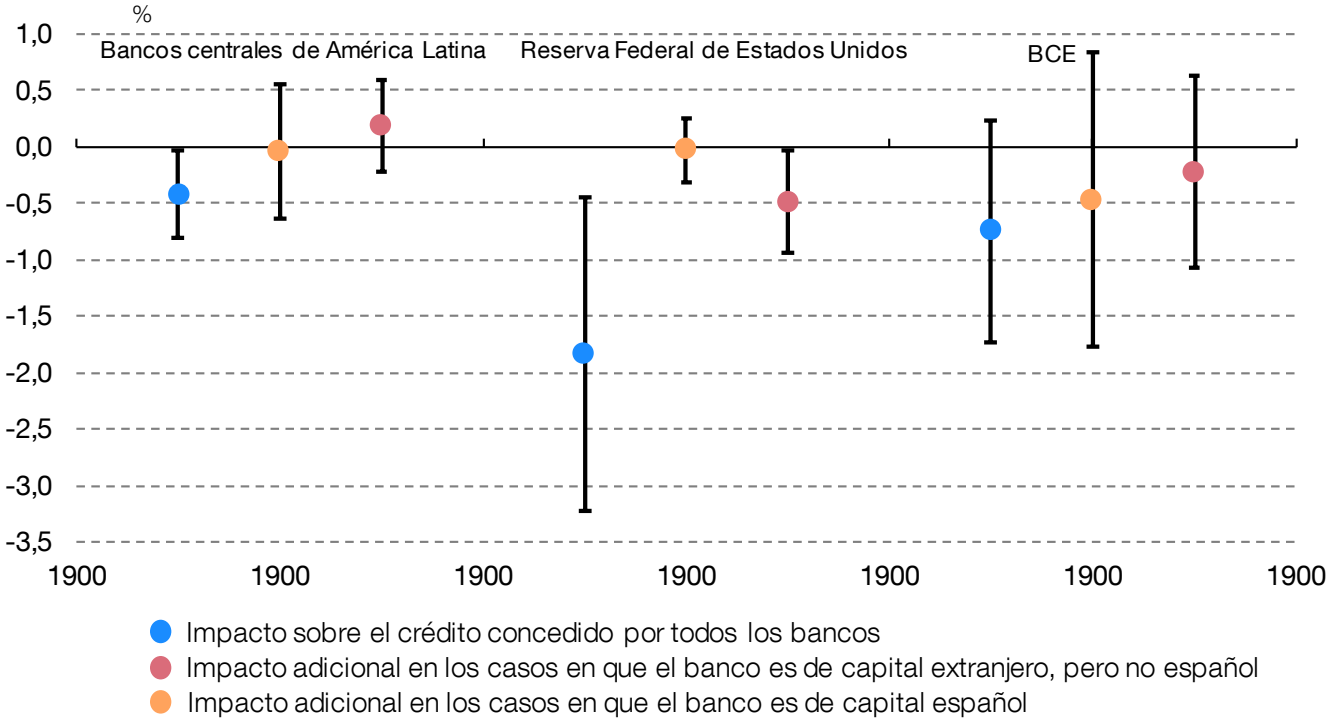


FUENTES: Autoridades monetarias y supervisoras y Banco de España.

RECUADRO 4. EFECTOS SOBRE EL CRÉDITO BANCARIO DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS NACIONALES E INTERNACIONALES

- Principales resultados (efectos contractivos sobre el crédito de endurecimiento de la política monetaria):
  - Aumento de 1 pp de tipos por los BCs nacionales reduce en un 0,42% el volumen de crédito independiente del origen del capital;
  - El efecto contractivo de la FED es mayor (-1,8%) e incluso superior para el crédito de los bancos extranjeros no españoles;
  - El endurecimiento por parte del BCE no tiene un impacto significativo sobre el crédito concedido en estos países.

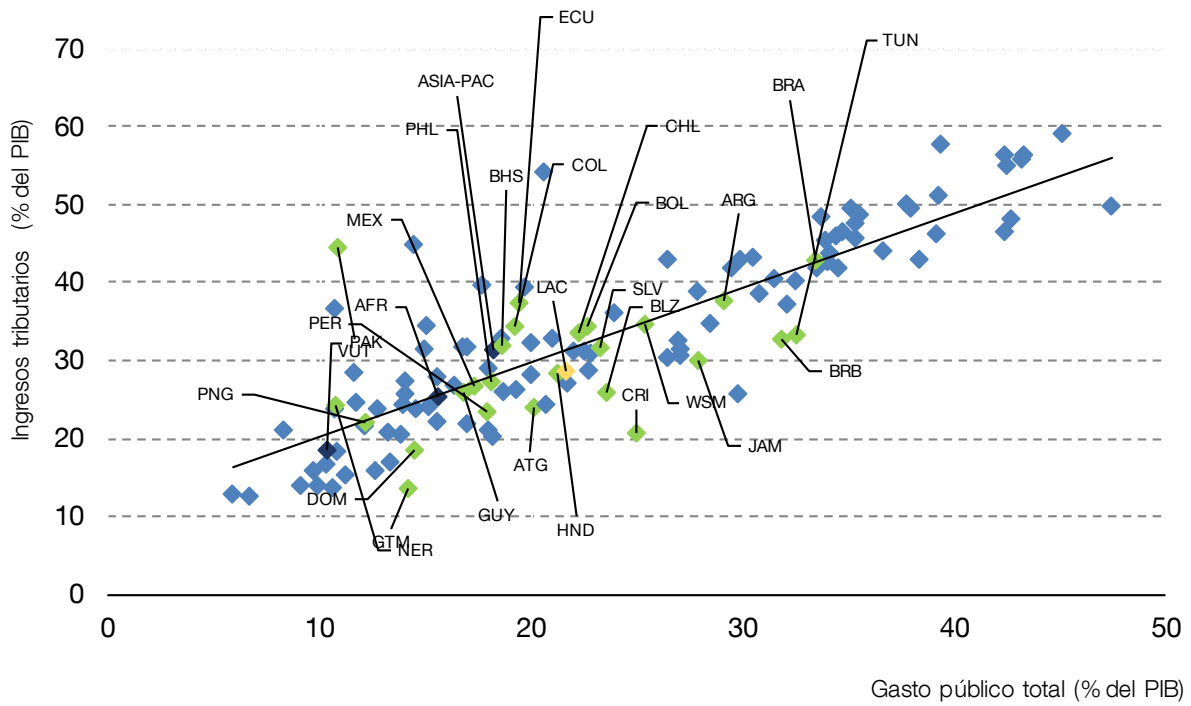
IMPACTO SOBRE EL SALDO DEL CRÉDITO BANCARIO DE UN AUMENTO EN 1 PP DE LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE POLÍTICA MONETARIA (a)



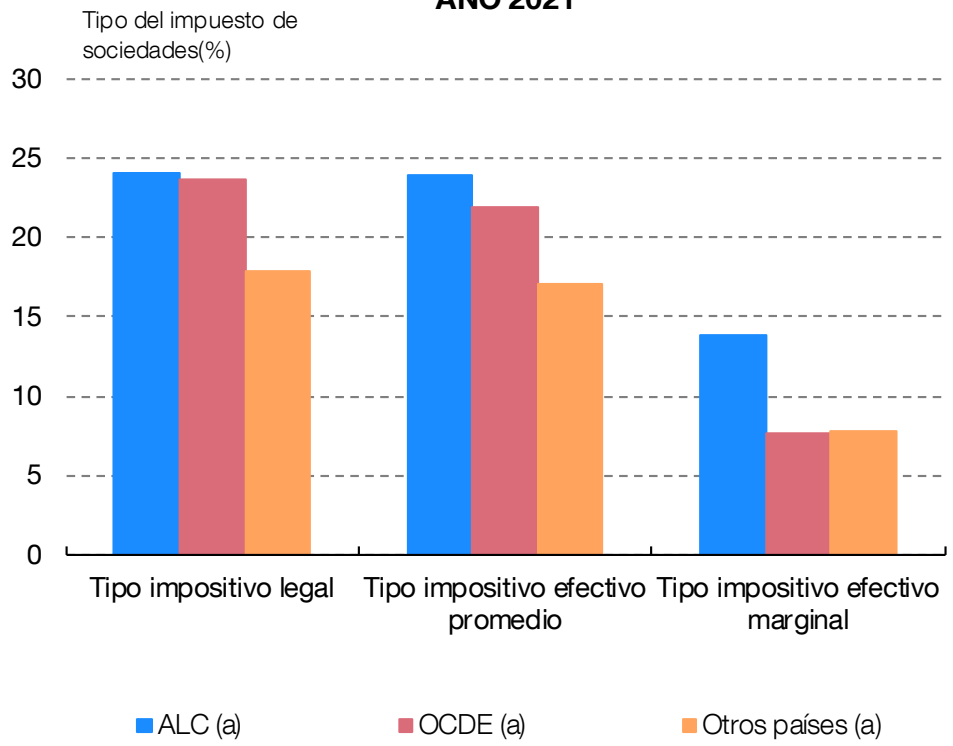
FUENTE: Estimaciones propias a partir de datos de las autoridades monetarias y supervisoras.

MUCHAS GRACIAS POR SU ATENCIÓN

GASTO PÚBLICO TOTAL E INGRESOS TRIBUTARIOS COMO PORCENTAJE DEL PIB (2021)



TIPO IMPOSITIVO LEGAL Y TIPO IMPOSITIVO PROMEDIO Y MARGINAL, AÑO 2021



FUENTE: OCDE Y FMI.