BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

INFORME DE ECONOMIA LATINOAMERICANA. PRIMER SEMESTRE DE 2024

María Alejandra Amado, Juan Carlos Berganza y Luis Molina
Departamento de Economía Internacional y Área del Euro
Banco de España

REAL INSTITUTO ELCANO
Madrid, 23 de octubre de 2024

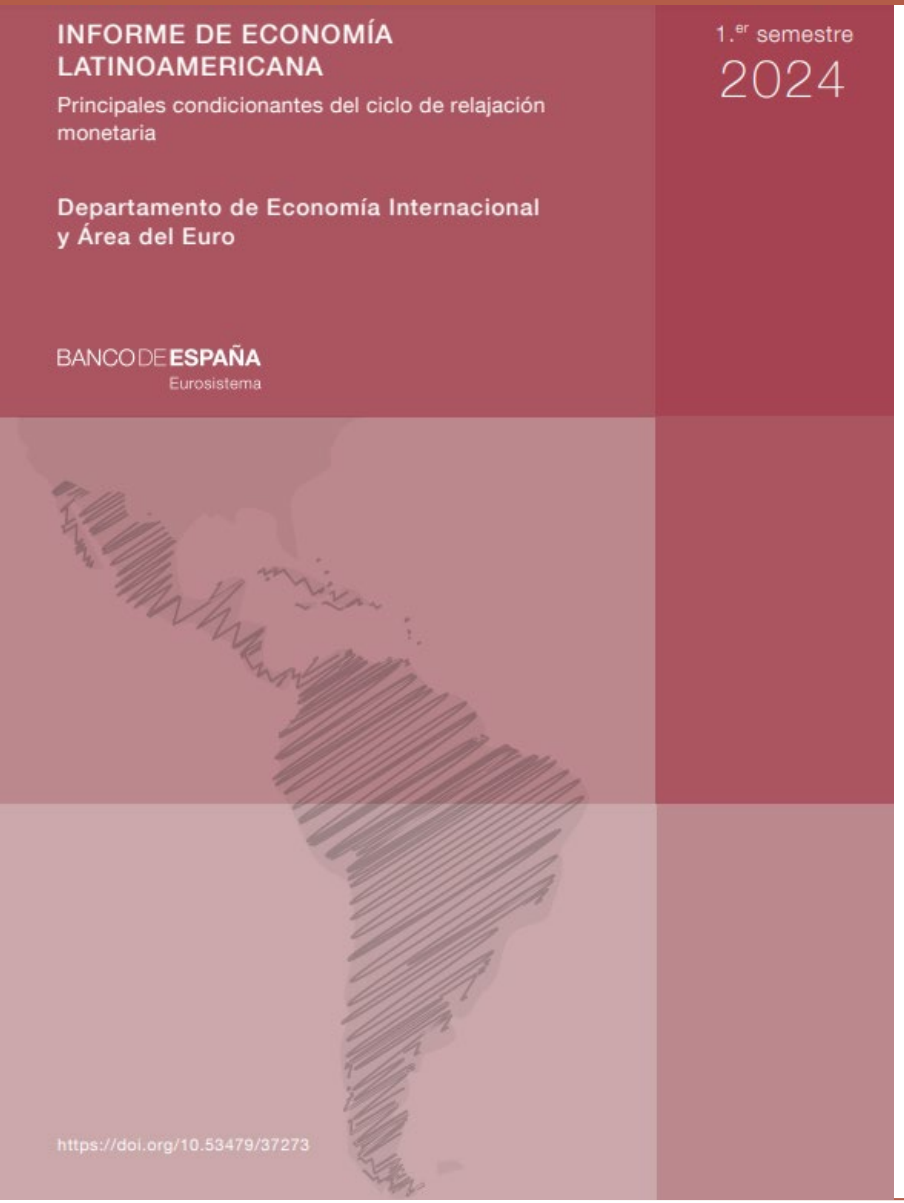
SEGUIMIENTO DE AMÉRICA LATINA EN EL BANCO DE ESPAÑA (PUBLICACIONES REGULARES EN ESPAÑOL E INGLÉS)

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 vulnerabilidad de los países emergentes para la banca española (semestral)**
- **Índices de Incertidumbre de la Política Económica (EPU) para 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 (conjunto de reglas de Taylor)
  - 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 (-75 pb en México y -600 pb en Chile; pausa y subida en Brasil) 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)

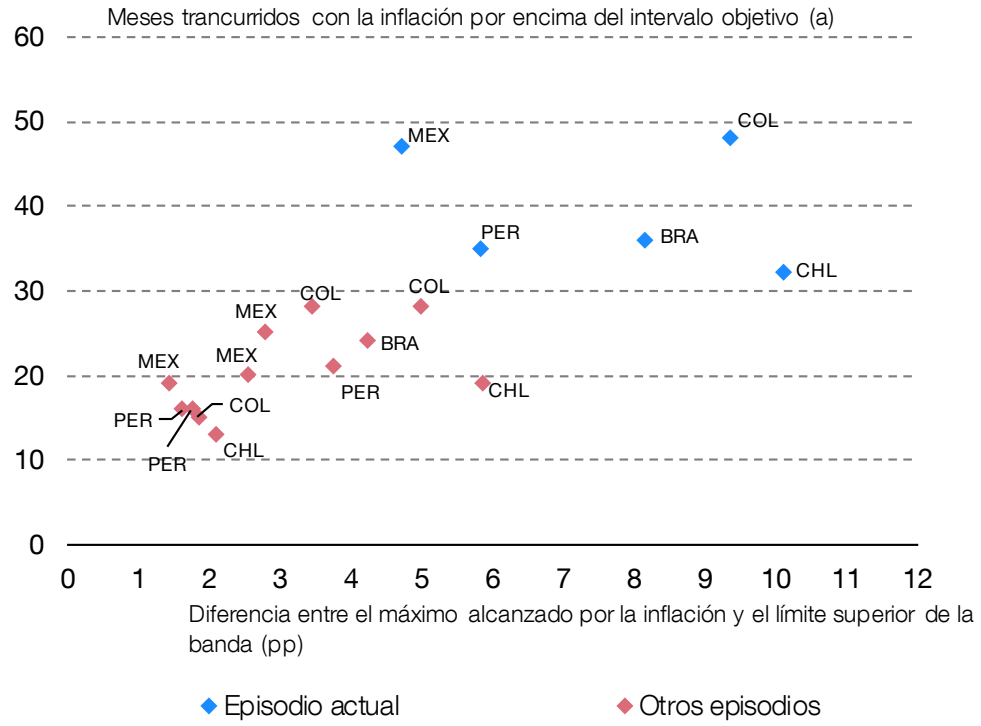
	2023												2024											Tipo de interés oficial (%)
Brasil								-50	-50		-50	-50	-50		-50		-25				+25			10,75
Chile							-100		-75	-50		-75		-100		-75	-50	-25			-25	-25		5,25
Colombia	+75		+25		+25							-25		-25	-50	-50		-50	-50		-50			10,25
México		+50	+25												-25					-25	-25			10,50
Perú	+25								-25	-25	-25	-25	-25	-25		-25	-25			-25	-25			5,25
Hungría										-75	-75	-75	-75	-100	-75	-50	-50	-25	-25		-25			6,50
Polonia									-75	-25														5,75
India		+25																						6,50
Indonesia	+25									+25						+25					-25			6,00
Tailandia	+25		+25		+25			+25	+25													-25		2,25
Área Euro		+50	+50		+25	+25		+25	+25									-25			-25	-25		3,25
Estados Unidos		+25	+25		+25		+25														-50			4,75 - 5,00

FUENTE: Refinitiv.

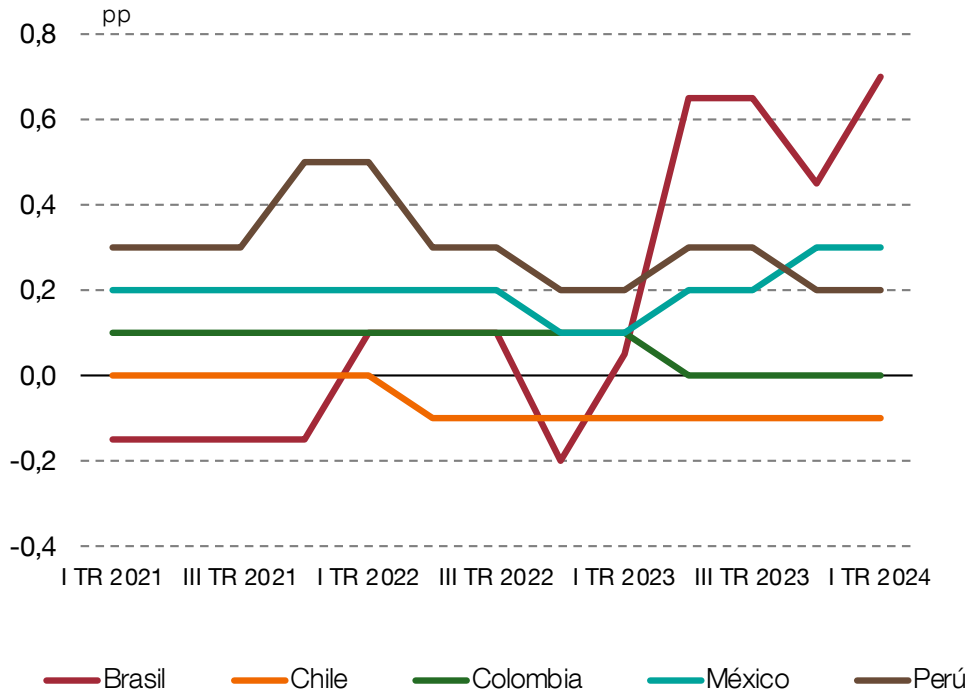
LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN CONTINÚAN ANCLADAS

- 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)

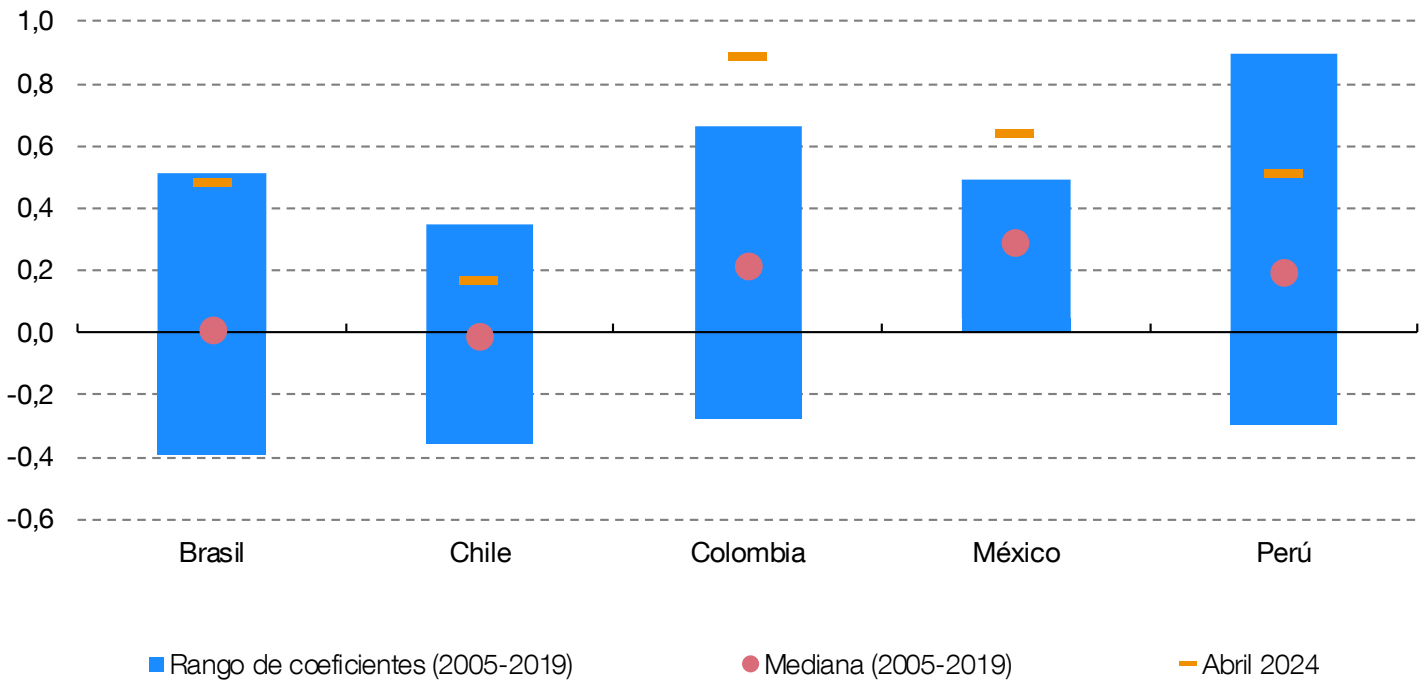


FUENTES: Refinitiv, LatinFocus y Consensus Forecasts.

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

- ...especialmente en Colombia y México.

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

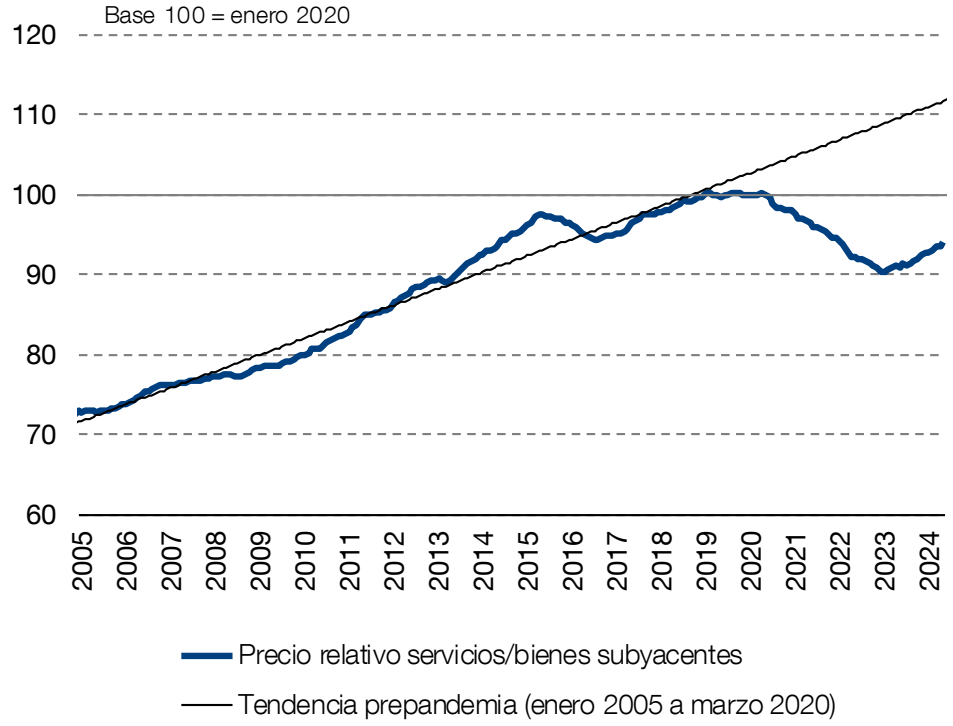


FUENTES: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano y Refinitiv.

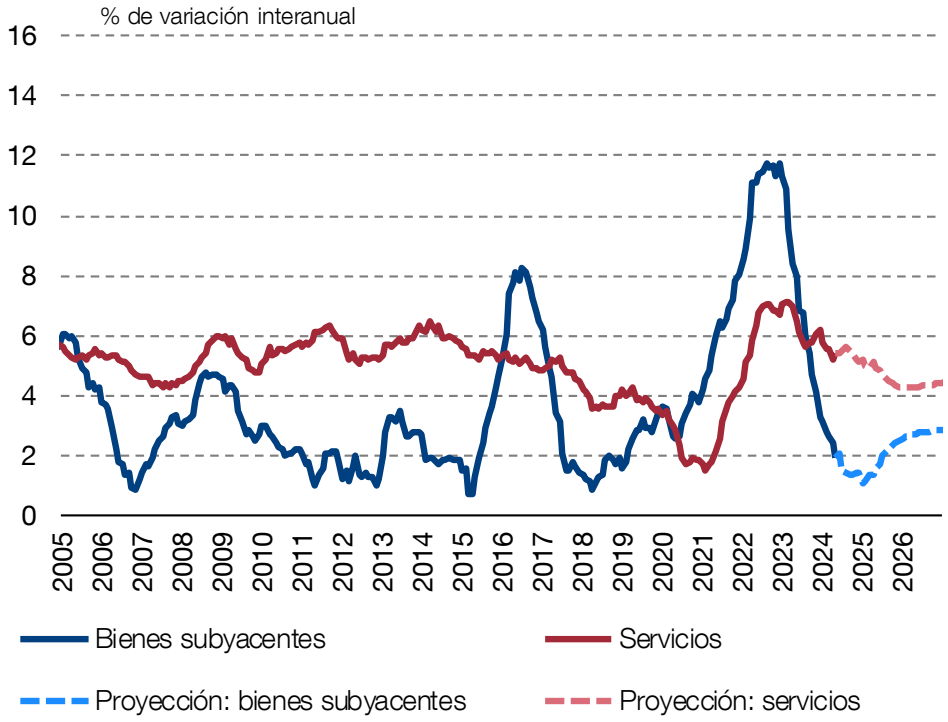
LA PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN DE LOS SERVICIOS PODRÍA PROLONGARSE A CORTO Y A MEDIO PLAZO EN AMÉRICA LATINA

- 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.

DESCOMPOSICIÓN DE LOS MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

- Basado en el modelo de Brandt et al (2021) y Lodge et al (2023)
- BVAR estimado con las siguientes restricciones de signos:

	Política monetaria local expansiva	Shock macro local favorable	Política monetaria EEUU expansiva	Shock macro EEUU favorable	Otros riesgos
Tipo a corto	-	+			
Tipo a largo	-	+	-	+	-
Bolsa local	+	+			+
Bolsa EEUU			+	+	+
Diferencial tipos a largo con EEUU	-	+	+	-	-
Tipo de cambio versus USD (+: depreciación)	+	-	-	+	-

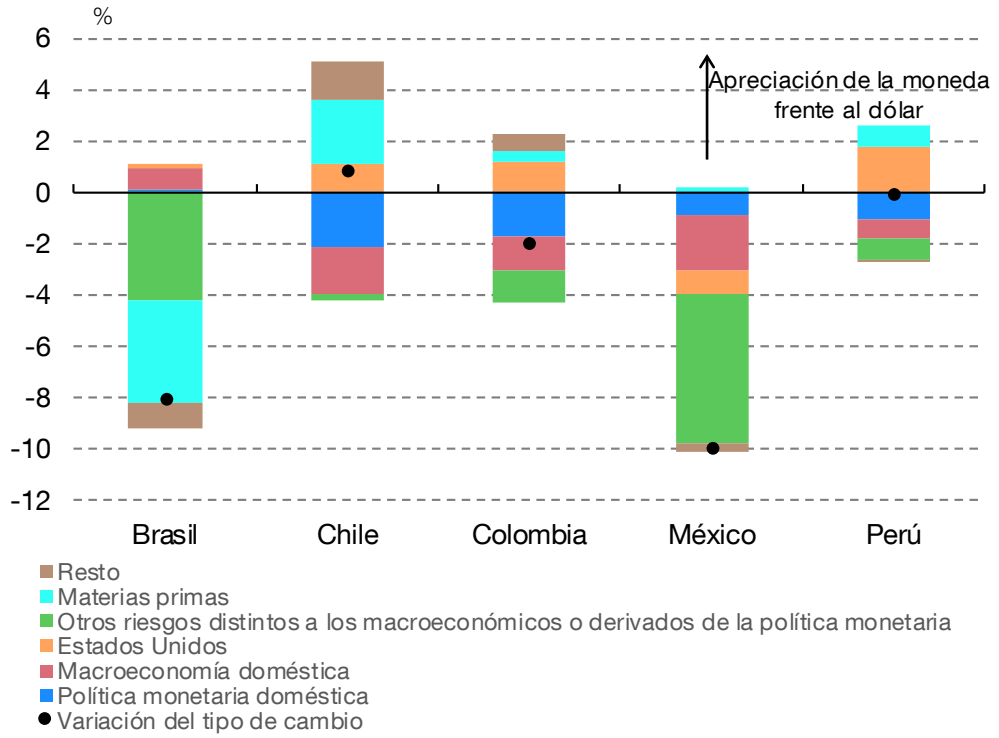
- Desde 2015 a agosto 2024 (datos diarios), por país (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú)
- Precio de las materias primas (soja en Brasil, petróleo para México y Colombia, metales para Chile y Perú) como variable exógena, además de la constante.

FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

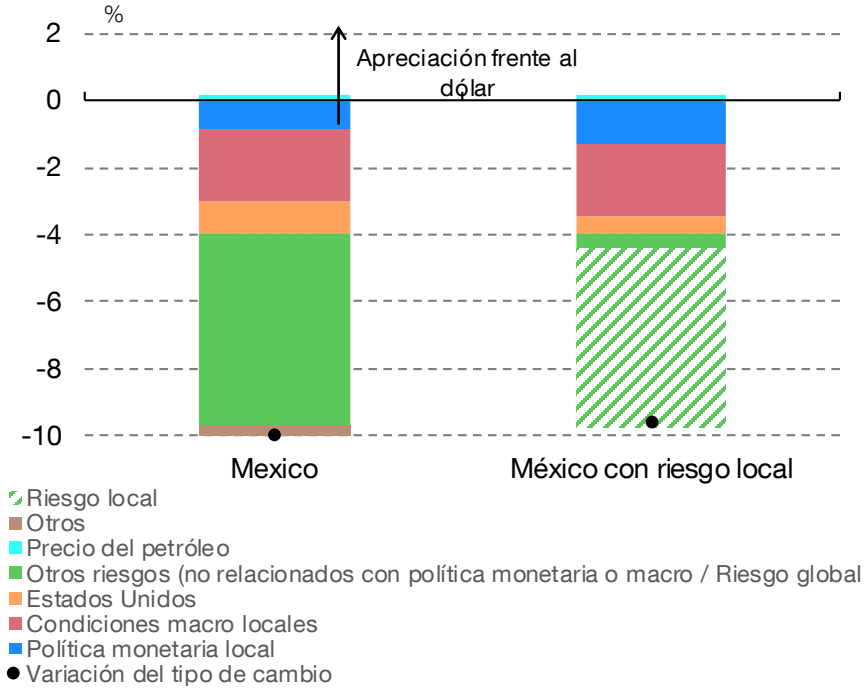
EL AUMENTO DEL PRECIO DE ALGUNAS MATERIAS PRIMAS CONTRARRESTA PARCIALMENTE LA CONVERGENCIA EN TIPOS DE INTERÉS OFICIALES

- Otros riesgos (no relacionados con la evolución macroeconómica o la política monetaria) explica en gran parte las depreciaciones en Brasil y México.
- Añadimos un nuevo shock que permita dividir ese riesgo entre riesgo global y riesgos locales (aún *work in progress*):

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



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

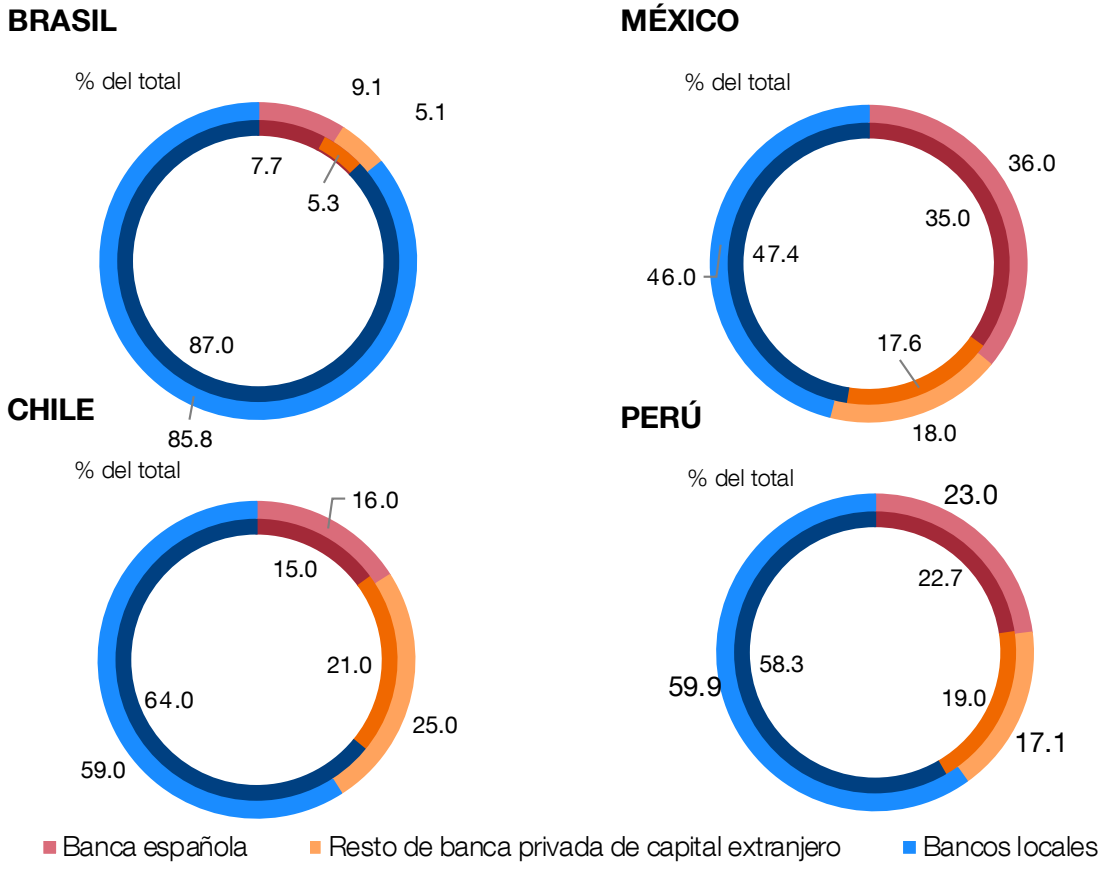


FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

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

- En este recuadro se analiza en qué medida la evolución del crédito bancario en América Latina se ve afectada por el tono de la política monetaria doméstica e internacional.
- Esta cuestión tiene especial relevancia en la actualidad porque las diferencias en la conducción de la política monetaria a nivel global pueden afectar de manera heterogénea a los sistemas bancarios de la región, que se encuentran muy internacionalizados.

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

- La política monetaria externa puede afectar al crédito local a través de varios canales:

  (1) Coste de financiación externa, particularmente importante para bancos extranjeros que operan en la región mediante sucursales.
  (2) Demanda de crédito a través su impacto en precios de activos y flujos de capital.
  (3) Indirectamente por la respuesta de política monetaria doméstica.

- 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 utilizan datos bancarios que publican las autoridades monetarias y supervisoras de Brasil, México, Chile y Perú.

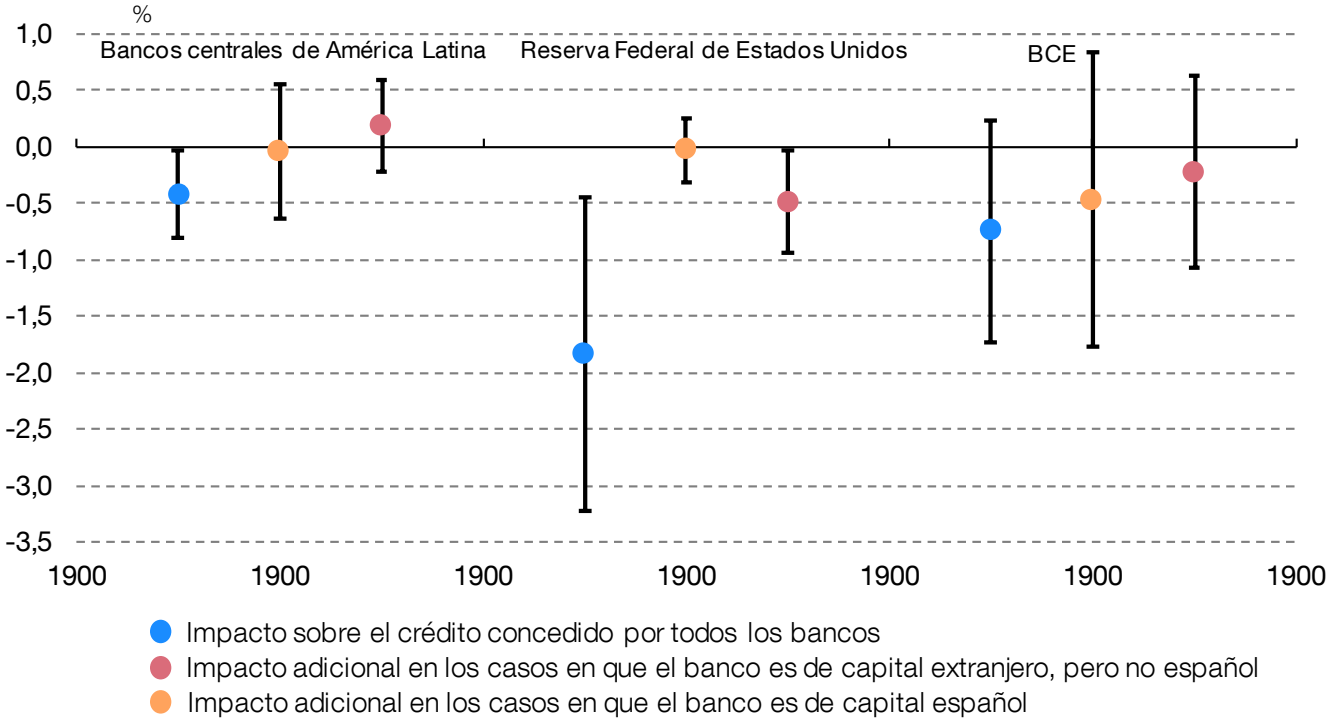
- Las perturbaciones de política monetaria (domésticas y externas) se aproximan por residuos de *reglas de Taylor.*

- 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 -).

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.

INDICADORES DE INCERTIDUMBRE DE LA POLÍTICA ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA

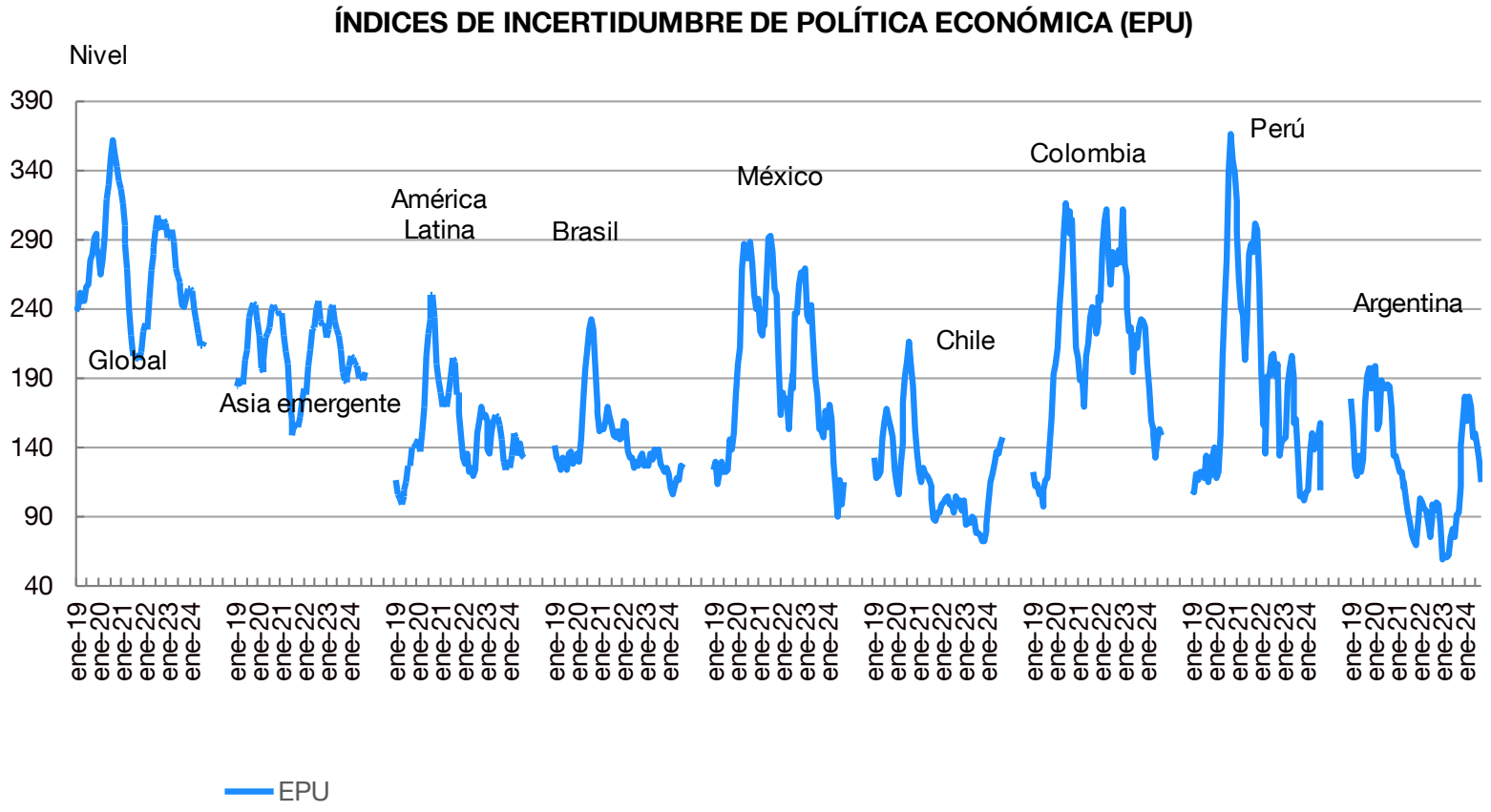
- Elaboramos EPU para los seis principales países de la región (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú), a los que hemos añadido recientemente los de Centroamérica (Guatemala, Honduras, Nicaragua, El Salvador, Costa Rica) y República Dominicana. Están en proceso de validación Bolivia, Ecuador, Paraguay, Uruguay, Venezuela.
- Actualizados mensualmente en la página web del Banco de España:

https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/analisis-e-investigacion/america-latina/contenidos/publicaciones-latinoamerica/indices-de-incertidumbre-de-la-politica-economica--epu--para-los-principales-paises-de-america-latina-y-espana.html

- Referencias:
  - (i) Erik Andres-Escayola & Corinna Ghirelli & Luis Molina & Javier J. Perez & Elena Vidal, 2024. "Using Newspapers for Textual Indicators: Guidance Based on Spanish- and Portuguese-Speaking Countries," Computational Economics, vol. 64(2), pages 643-692, August;
  - (ii) Marina Diakonova & Corinna Ghirelli & Juan Quiñónez, 2024. "Economic policy uncertainty in Central America and the Dominican Republic", Banco de España Occasional Papers 2426.
- Metodología a la Baker, Bloom y Davis (2016) (diccionario y repositorio Factiva), con el mayor número de periódicos disponibles possible
- Múltiples aplicaciones: funciones de respuesta del PIB, mejora de las predicciones de *nowcasting*, coste del conflicto en Rusia, *spillovers* sobre los principales inversores en la region…

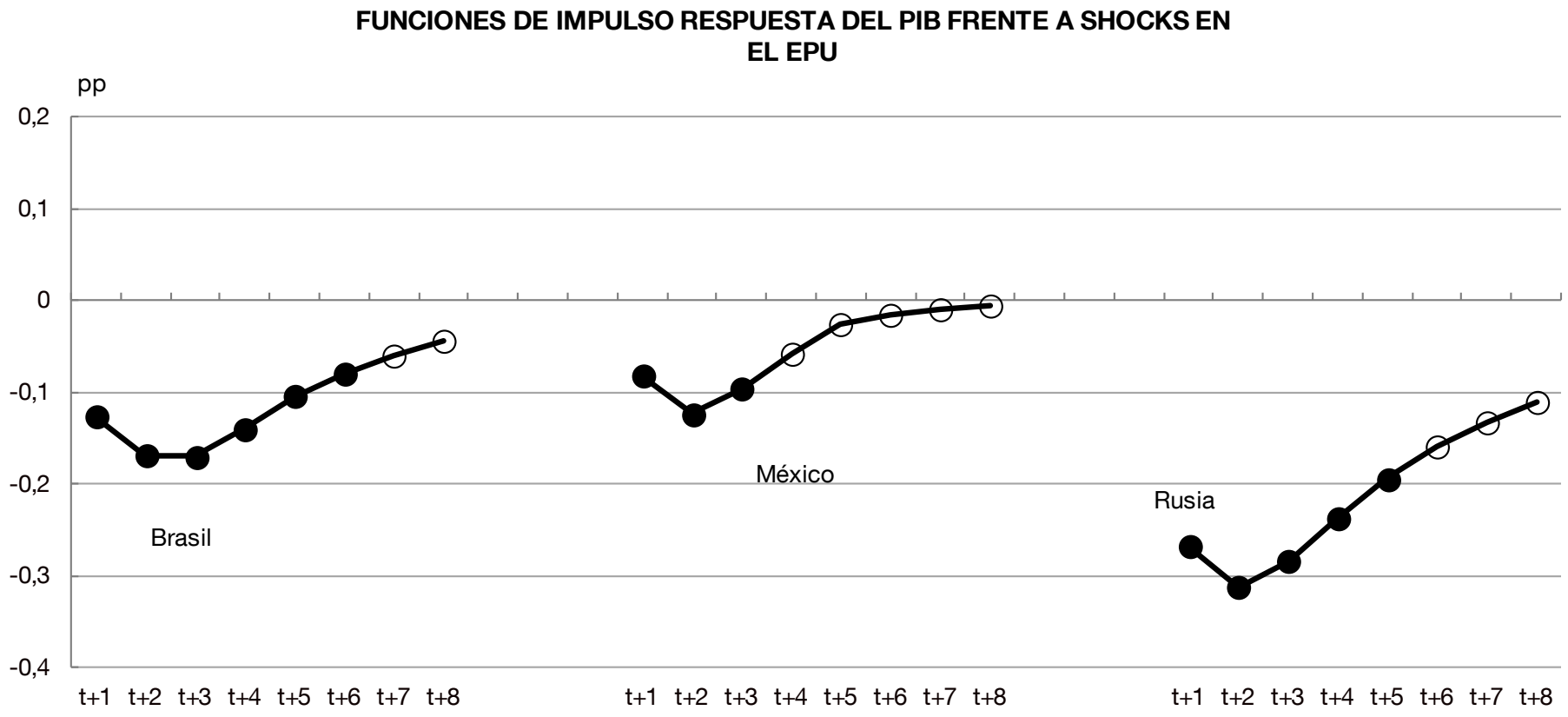
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INCERTIDUMBRE SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

- Caída de la incertidumbre tras el intenso ciclo político.



FUENTES: elaboración propia

- Ejemplo: reacción del PIB ante shocks a la incertidumbre:

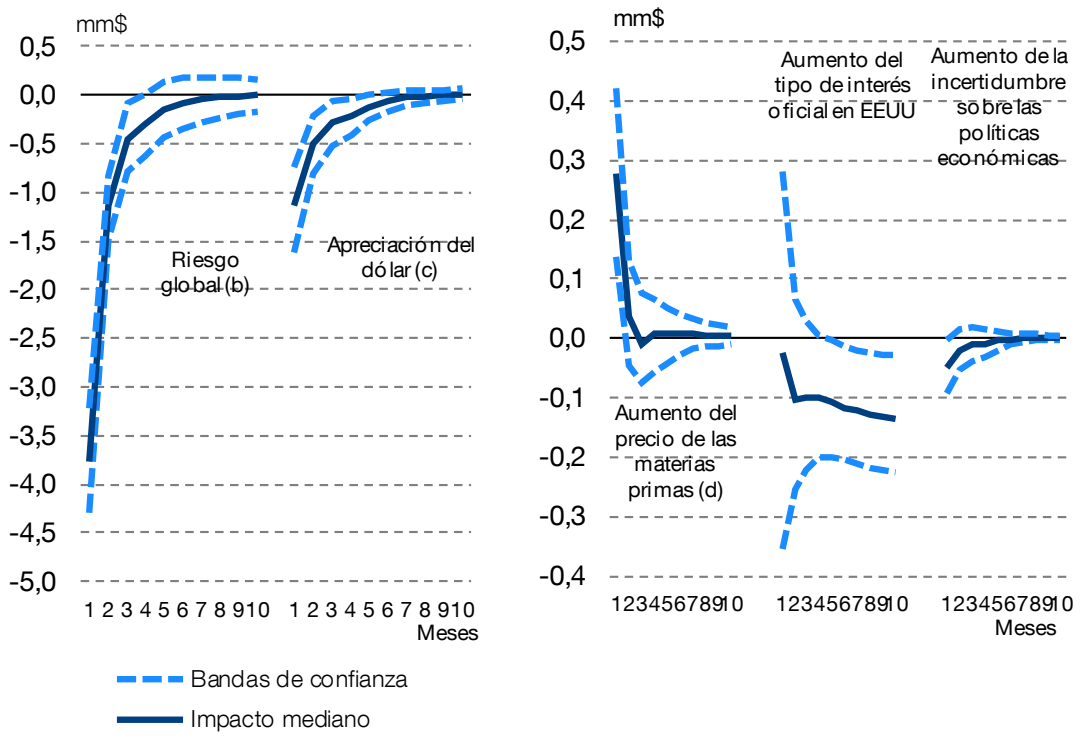


FUENTES: elaboración propia. Los marcadores sombreados representan las respuestas que son significativas.

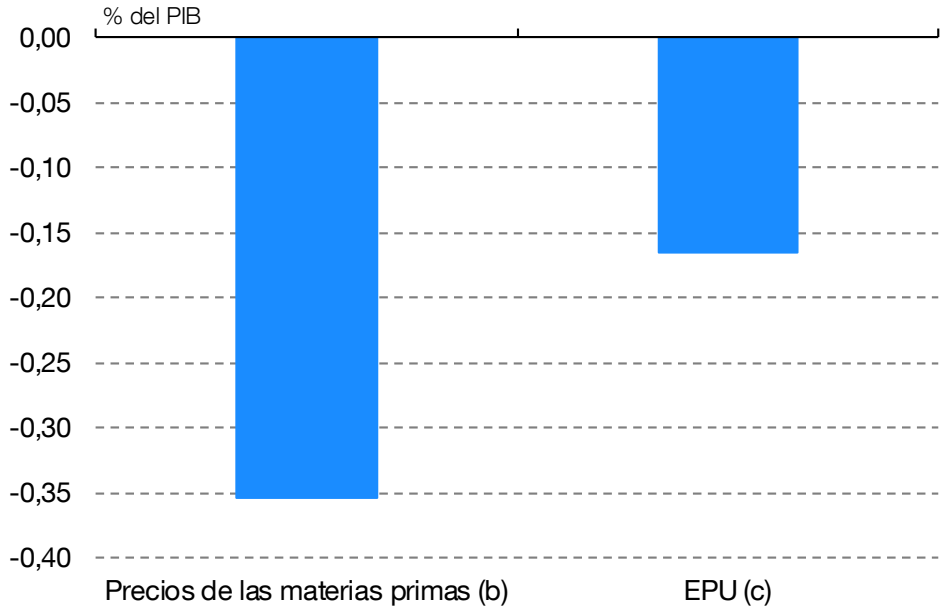
LA INCERTIDUMBRE DE LA POLÍTICA ECONÓMICA AFECTA A LOS FLUJOS DE CAPITALES

- Tanto a los de cartera como a los de IED recibida (actúa como proxy de la calidad institucional):

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



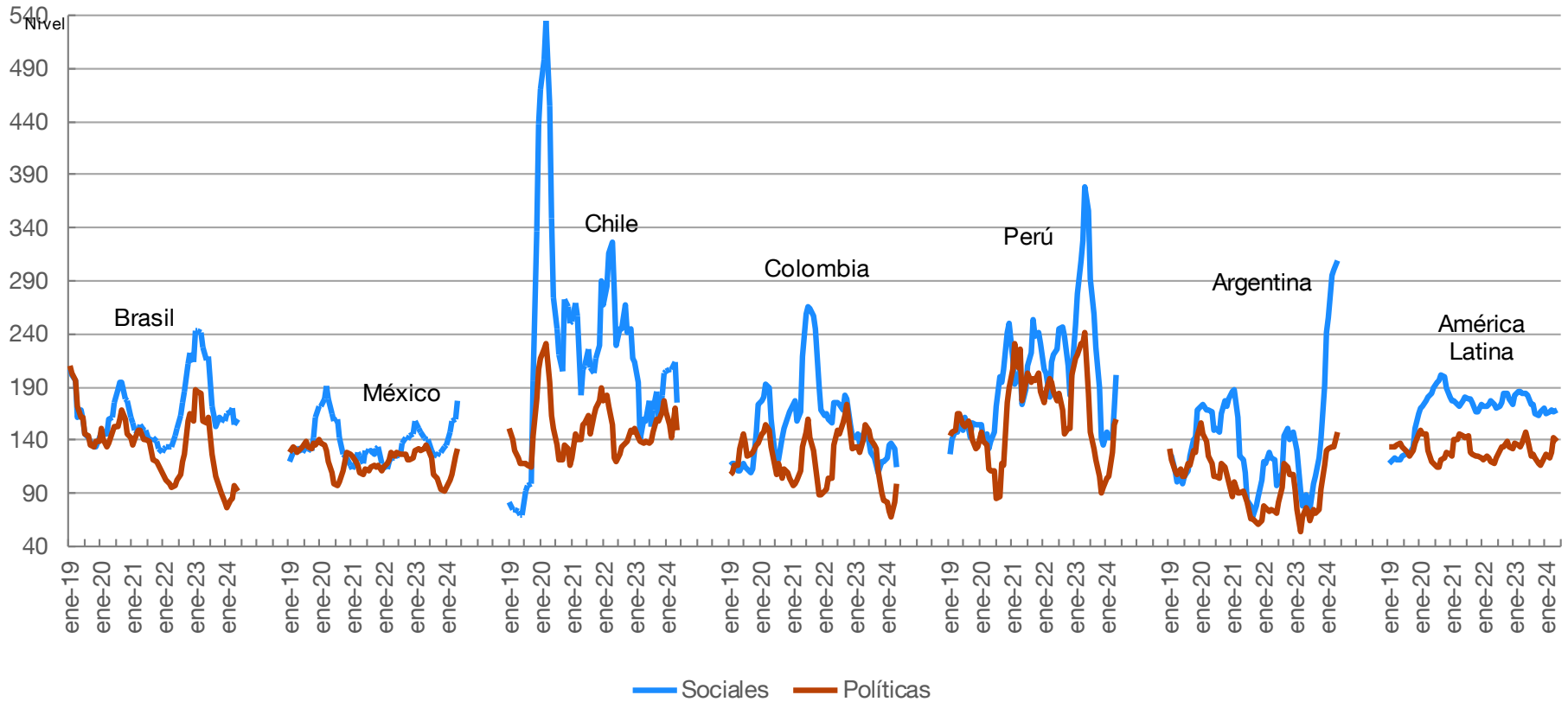
VARIACIÓN DE LA IED RECIBIDA EN LA REGIÓN ANTE DIVERSOS SHOCKS NEGATIVOS (a)



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

OTROS INDICADORES TEXTUALES

- Índices de tensiones sociales y de tensiones políticas para los seis principales países de la región, usando la misma metodología que para el EPU pero cambiando el "diccionario".
- Efecto sobre los diferenciales soberanos (work in progress).

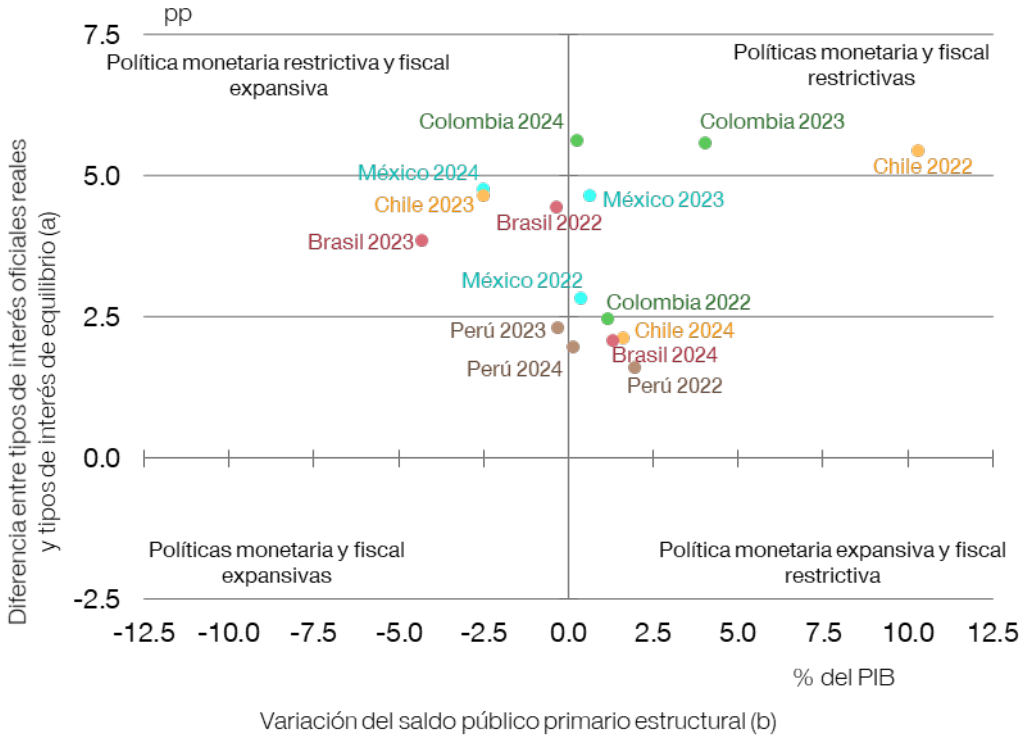


FUENTES: elaboración propia

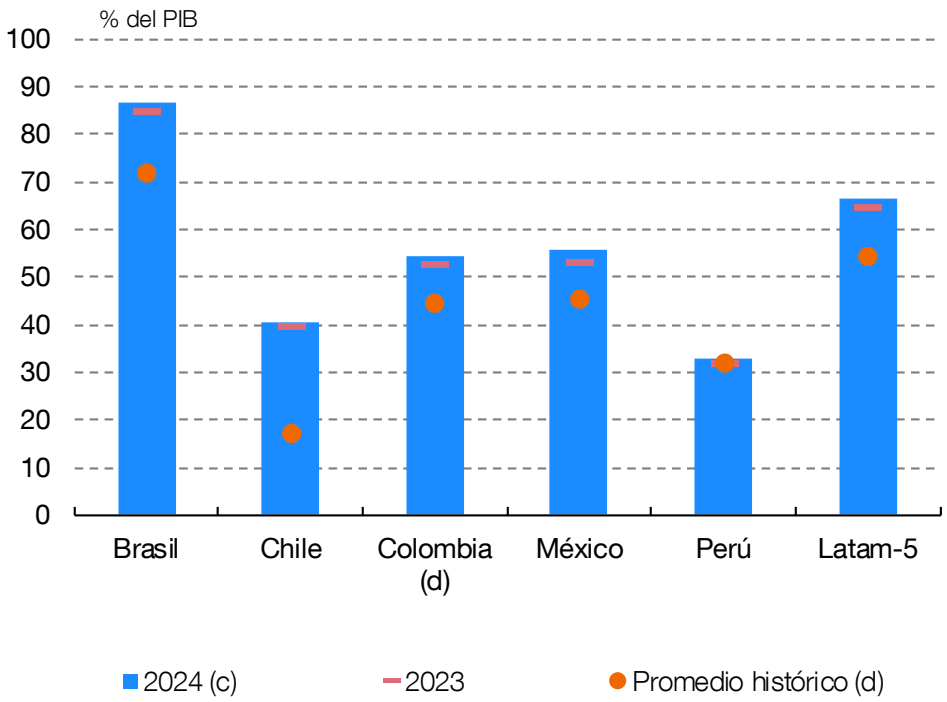
EL TONO DE LA POLÍTICA FISCAL TAMBIÉN PODRÍA CONDUCIR A UN PROCESO DE RELAJACIÓN MONETARIA MÁS GRADUAL

- 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



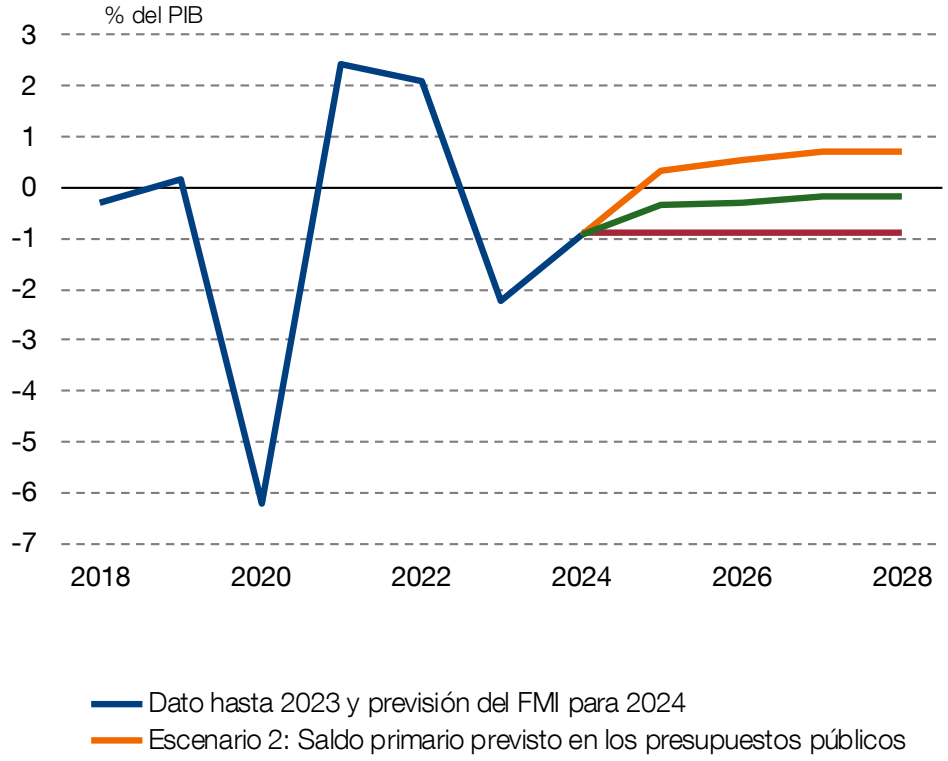
DEUDA PÚBLICA



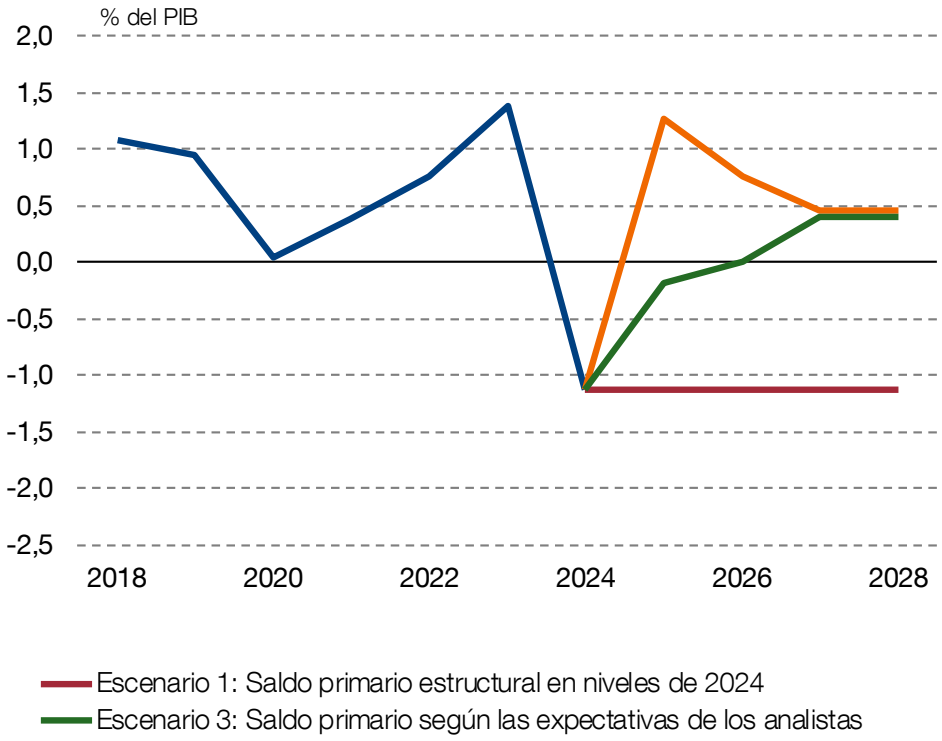
FUENTES: Refinitiv y FMI (Fiscal Monitor y World Economic Outlook de abril de 2024).

- 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)

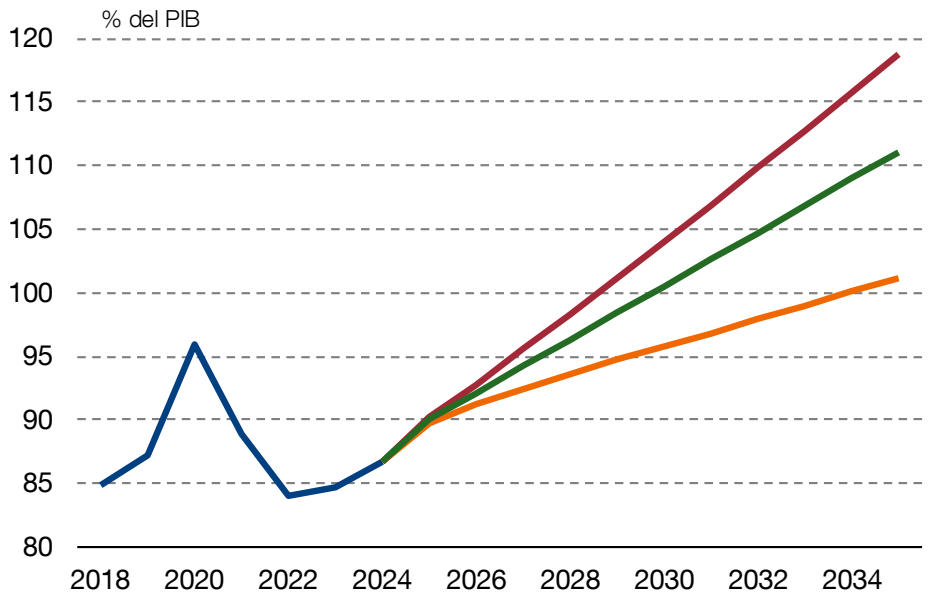


FUENTES: Banco de España, FMI, Refinitiv, encuestas a especialistas realizadas por los bancos centrales y presupuestos públicos.

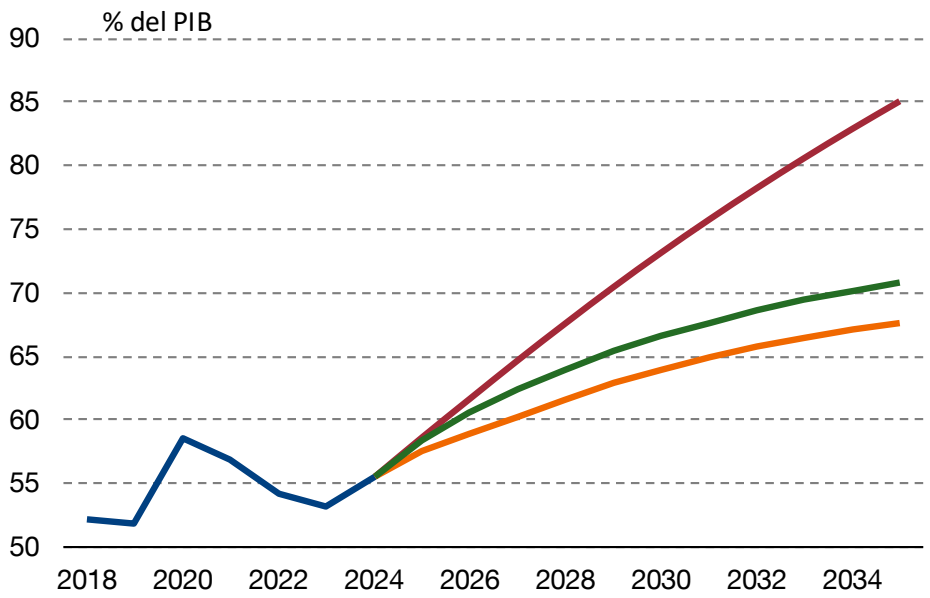
RECUADRO 2. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN BRASIL Y MÉXICO EN LA PRÓXIMA DÉCADA

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

BRASIL. DEUDA PÚBLICA



MEXICO. DEUDA PÚBLICA



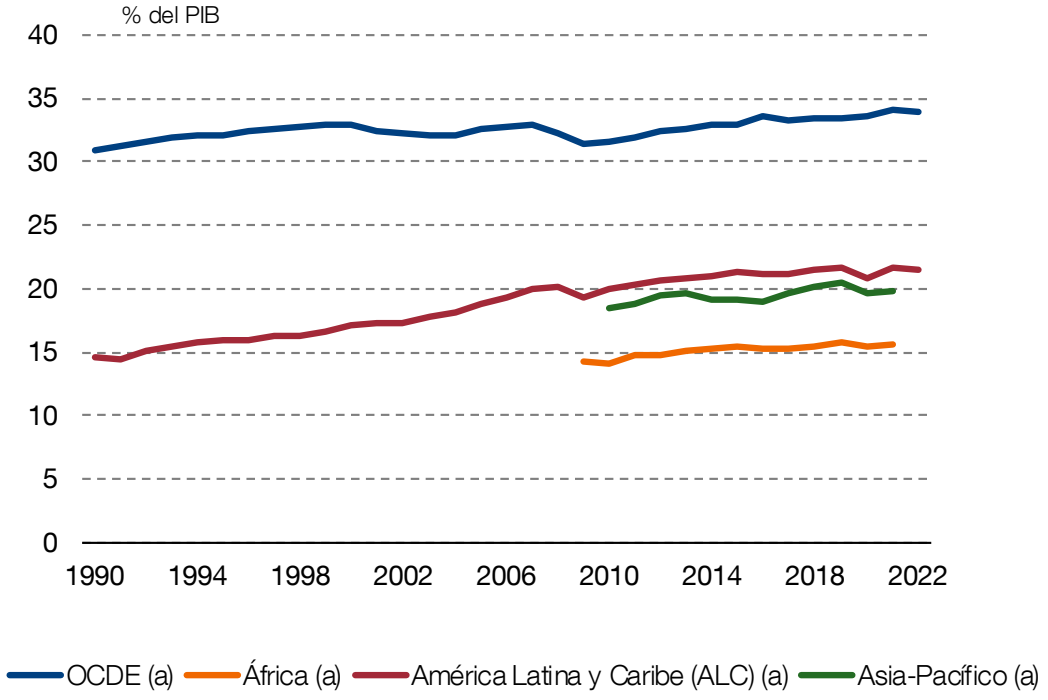
Dato hasta 2023 y previsión del FMI para 2024
Escenario 2: Saldo primario previsto en los presupuestos públicos
Escenario 1: Saldo primario estructural en niveles de 2024
Escenario 3: Saldo primario según las expectativas de los analistas

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

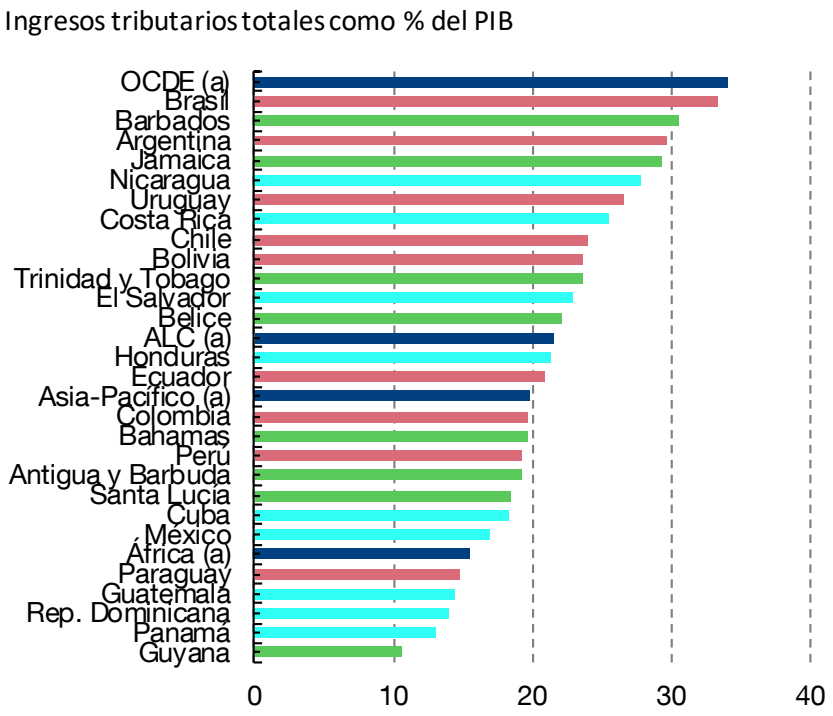
RECUADRO 3. PANORAMA DE LA RECAUDACIÓN TRIBUTARIA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

- 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



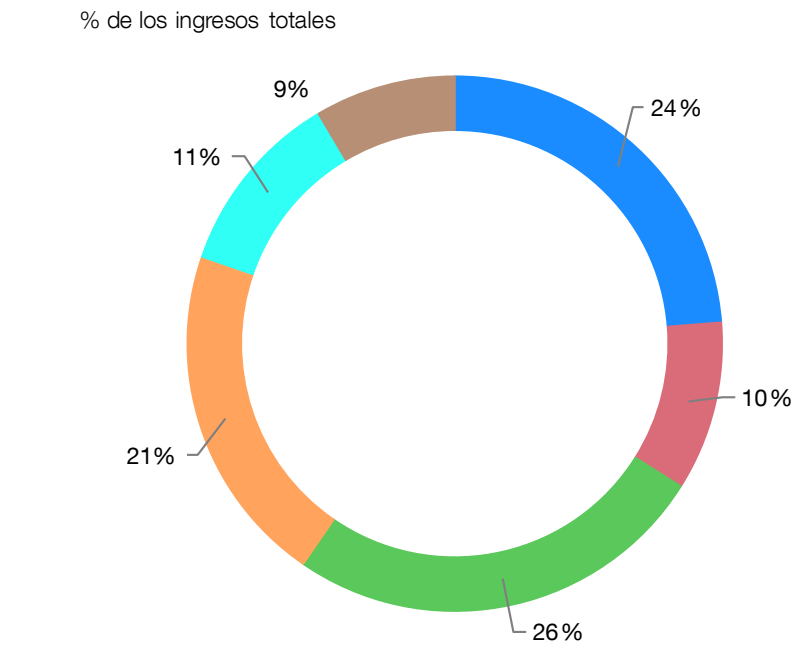
FUENTES: OCDE y FMI.

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

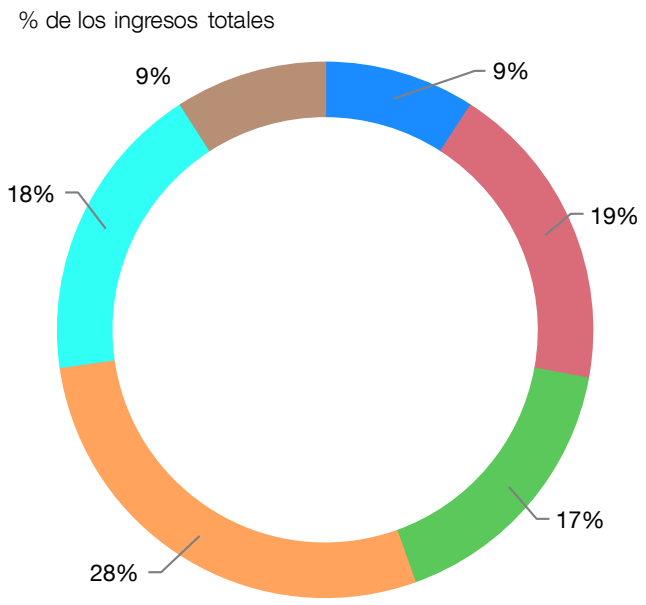
- LATAM, como otras regiones emergentes, depende principalmente de los impuestos indirectos.
- El peso de la imposición sobre las empresas es significativamente mayor que en la OCDE (tipos impositivos del IS son relativamente elevados y otros factores como reglas de depreciación y otras disposiciones-).

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.

MUCHAS GRACIAS POR SU ATENCIÓN