

INFORME DE ECONOMÍA LATINOAMERICANA

América Latina: resiliencia y vulnerabilidades
en un entorno incierto

Departamento de Política Monetaria
y Economía Internacional

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

2.º semestre
2025



Editorial

América Latina ha mostrado una notable resiliencia en los últimos meses, en gran medida porque no se han materializado los escenarios más adversos contemplados en el Informe anterior, especialmente en el ámbito arancelario y en las condiciones financieras internacionales. No obstante, el entorno internacional continúa caracterizándose por una elevada incertidumbre, con riesgos que persisten y podrían afectar a la región. Estos riesgos coexisten con desafíos aún no resueltos: la inflación permanece elevada en varios países, el espacio fiscal es limitado y la exposición a *shocks* externos y financieros continúa siendo alta.

La mayoría de los bancos centrales de la región se encuentran en un ciclo de relajación monetaria —con la excepción de Brasil—. La intensidad y el ritmo de los movimientos de tipos de interés han sido desiguales, reflejando diferencias en la coyuntura interna, la exposición a *shocks* externos y el margen fiscal disponible. La inflación, aunque en descenso, persiste en algunos componentes y en determinadas economías no se espera que cierre el año dentro del rango objetivo de los bancos centrales.

El entorno internacional sigue condicionado por las decisiones de Estados Unidos en los ámbitos comercial, migratorio y monetario. La reciente imposición de aranceles y el endurecimiento de las políticas migratorias han tenido hasta el momento efectos desiguales: aún no se han visto muy afectadas las exportaciones de los países de la región a Estados Unidos, pero algunos países han experimentado caídas en las remesas, con impacto directo sobre el consumo y la inclusión financiera. El presente Informe señala que el nuevo impuesto estadounidense a las remesas en efectivo podría tener un impacto limitado en el corto plazo, al tiempo que destaca la importancia de promover canales formales y potenciar la bancarización para mitigar vulnerabilidades.

Las condiciones financieras han mostrado señales contrapuestas: los mercados financieros han registrado dinamismo y las divisas se han apreciado frente al dólar, pero la región se mantiene vulnerable frente a *shocks* externos, especialmente frente a la evolución futura del dólar y de los tipos de interés en las economías avanzadas. Los flujos de capital y la inversión extranjera directa han resistido, aunque persisten riesgos de reversión en un entorno de mayor aversión al riesgo global.

El sector bancario y el crédito mantienen signos de resiliencia, si bien el endurecimiento de las condiciones de financiación en algunos segmentos plantea retos y exige una vigilancia continua de la calidad de los activos y la solidez de las instituciones. En este contexto, el análisis del Informe permite concluir que la caída de las remesas supone un riesgo añadido, ya que estos flujos no solo apoyan el consumo, sino que también contribuyen a mejorar la calidad del crédito y reducir la morosidad, particularmente de las mujeres y de los segmentos de crédito de menor calidad.

En política fiscal, el espacio sigue siendo limitado y, según las simulaciones del Informe, las perspectivas sobre la evolución de la deuda pública en algunos países son desfavorables, lo que exige mantener la credibilidad de los marcos fiscales y la capacidad de respuesta ante nuevos *shocks*.

Por último, la experiencia reciente confirma la importancia de contar con una red de seguridad financiera robusta y diversificada. El Informe muestra que, aunque se han fortalecido los mecanismos nacionales y regionales, persisten brechas de cobertura y coordinación que pueden limitar la respuesta ante episodios de volatilidad internacional.

En síntesis, América Latina afronta un entorno desafiante, en el que la resiliencia demostrada debe complementarse con el refuerzo de la credibilidad fiscal, el fortalecimiento de los mecanismos de protección ante *shocks* externos y los avances en inclusión financiera.

Informe

Índice

Inflación y política monetaria

- 1 En el primer semestre de 2025, la mayoría de las economías latinoamericanas se comportaron según lo previsto, con tasas de crecimiento cercanas a su potencial 5
- 2 La inflación se muestra persistente y en algunos países no se situaría en el intervalo objetivo de sus bancos centrales a finales de 2025 6
- 3 Se aprecia una gran divergencia en la orientación de la política monetaria: endurecimiento en Brasil, recortes moderados en Chile, Colombia y Perú, y relajación significativa en México 7
- 4 Los mercados financieros descuentan pocos movimientos en los tipos oficiales en los próximos meses, muy condicionados por los desarrollos en Estados Unidos 8
- 5 En general, los cambios en los tipos de interés oficiales serían coherentes con la evolución observada y esperada de la inflación 9

Efectos de los cambios en la política comercial y migratoria de Estados Unidos

- 6 La imposición de aranceles por parte de Estados Unidos fue desigual en América Latina 10
- 7 De momento, no parece apreciarse un impacto adverso significativo de la nueva situación sobre las importaciones desde Estados Unidos 12
- 8 Las simulaciones apuntan a un potencial mayor efecto adverso de los aranceles en México en comparación con el resto de la región 13
- 9 De acuerdo con las simulaciones disponibles, algunos sectores se verían particularmente afectados por los aranceles 14
- 10 Estados Unidos ha endurecido sus políticas migratorias, lo que podría afectar negativamente a los envíos de remesas a la región 15

Mercados financieros

- 11 A pesar del contexto de incertidumbre, se sigue observando una mejoría generalizada de los mercados financieros de la región 16

- 12 El riesgo global y el cambio en la percepción de las condiciones de Estados Unidos contribuyeron a apreciar las divisas de la región a partir de abril 17
- 13 La reducción del riesgo local rebajó los tipos de interés a largo plazo en moneda local 18
- 14 Se mantienen las entradas de capitales de cartera 19
- 15 Se observa una alta vulnerabilidad de América Latina ante la evolución del dólar y los tipos de interés estadounidenses 20
- 16 Los precios de las principales materias primas de exportación de la región registraron tendencias divergentes 21

Sector bancario y riesgos para la estabilidad financiera

- 17 El crédito se desacelera por la caída de la demanda y la restricción de las condiciones de financiación en los segmentos de consumo e hipotecas 22
- 18 Las tensiones bancarias se muestran contenidas, pero persisten riesgos específicos en la región 23

Política fiscal

- 19 La recuperación fiscal es desigual en los distintos países, con superávit en México y deterioro en Brasil y Colombia 24
- 20 Destaca el elevado nivel de endeudamiento de Brasil 25

Argentina

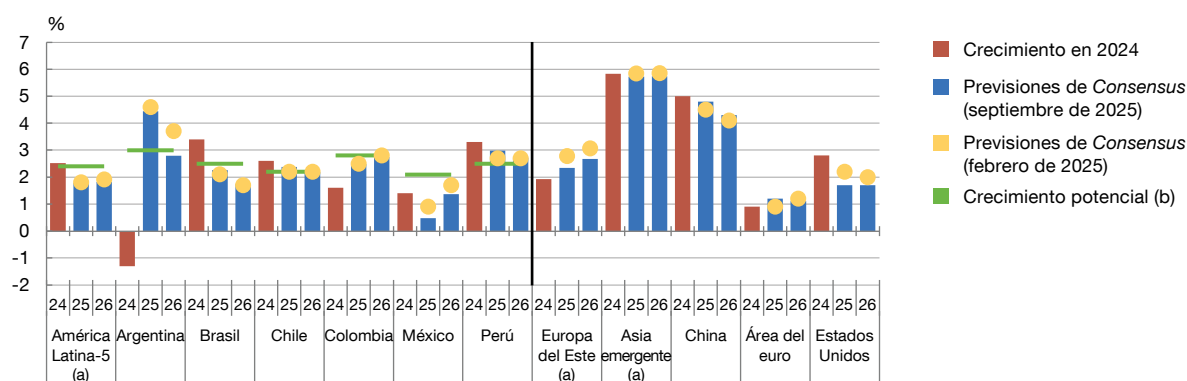
- 21 La economía argentina creció a un ritmo muy moderado en el primer semestre de 2025, mientras que la inflación continúa en descenso y se mantiene el superávit fiscal 26
- 22 En Argentina, el régimen del tipo de cambio se flexibilizó, aunque persisten los elevados riesgos de inestabilidad 28

1 En el primer semestre de 2025, la mayoría de las economías latinoamericanas se comportaron según lo previsto, con tasas de crecimiento cercanas a su potencial

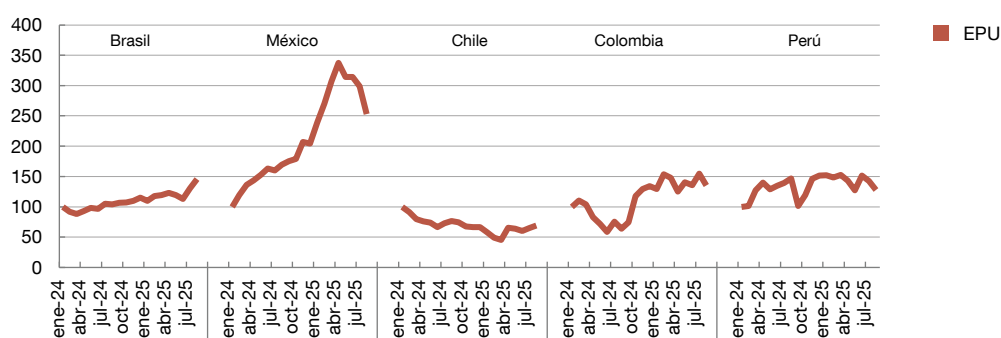
- En la primera mitad de 2025, la mayor parte de las economías latinoamericanas registraron tasas de crecimiento en línea con las previsiones iniciales del año, cercanas a su potencial (en torno al 2,5 % para el conjunto de la región de acuerdo con el FMI). Este comportamiento de la actividad estuvo respaldado por la resiliencia del mercado laboral, con tasas de desempleo históricamente bajas —especialmente en Brasil—, y por una política monetaria que, aunque sigue siendo restrictiva, ha mostrado cierta relajación en varios países.
- No obstante, el crecimiento de la región no está siendo homogéneo (gráfico 1.a). En el primer semestre del año, México experimentó una desaceleración significativa y **Argentina mostró menor dinamismo**. Sin embargo, Brasil siguió registrando un crecimiento elevado.
- Las perspectivas para 2026 apuntan hacia tasas de crecimiento de alrededor del 2 % para la región, con varios factores condicionantes. Entre los factores externos, destacan la incertidumbre sobre la política económica de Estados Unidos —especialmente en **materia monetaria, comercial** (fichas 6-9) y **migratoria**—, la debilidad de la economía china y la volatilidad de los **precios de las materias primas**. A nivel interno, la limitada capacidad de respuesta de la **política fiscal en algunos países** (fichas 19 y 20) y la **incertidumbre sobre el rumbo de las políticas económicas**, particularmente en México (gráfico 1.b), podrían limitar el crecimiento.

Gráfico 1

1.a Previsiones de crecimiento del PIB



1.b Índices de incertidumbre de la política económica (EPU) (c)



FUENTES: Banco de España, LSEG Datastream, *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 Previsiones de crecimiento a largo plazo del FMI obtenidas del *WEO* de abril de 2025.

c Los índices de *Economic Policy Uncertainty* (EPU) se encuentran disponibles en el sitio web del Banco de España.

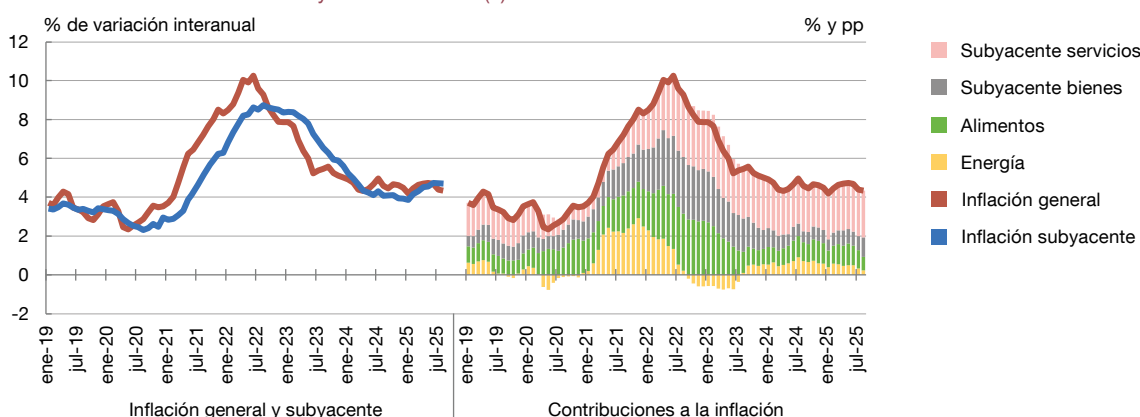


2 La inflación se muestra persistente y en algunos países no se situaría en el intervalo objetivo de sus bancos centrales a finales de 2025

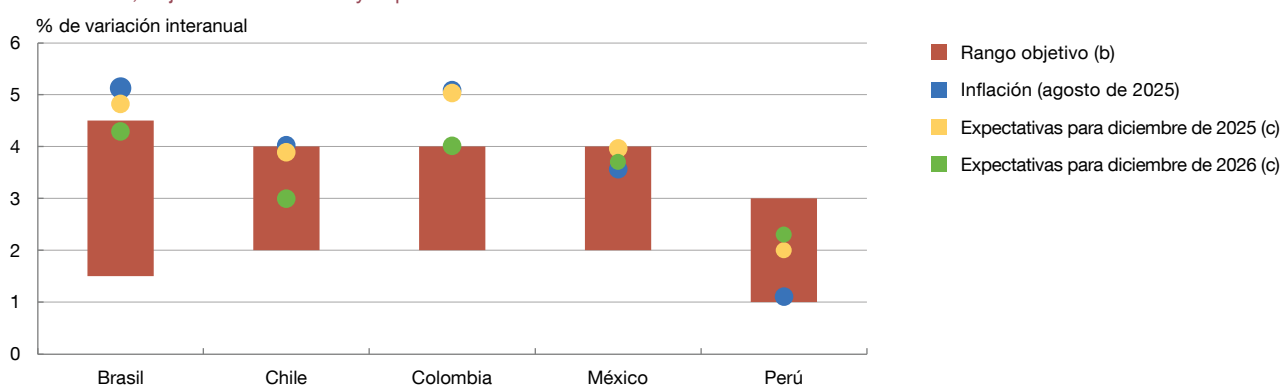
- En las cinco principales economías latinoamericanas con objetivo explícito, la inflación se mantuvo estable en la primera mitad de 2025, en torno al 4,3 % interanual (gráfico 2.a). El componente de alimentos y el energético redujeron su contribución positiva. Sin embargo, la inflación subyacente aumentó del 3,9 % en diciembre de 2024 al 4,7 % en agosto de 2025, impulsada tanto por los bienes como por los servicios.
- El comportamiento fue desigual entre países: todos registraron descensos en la tasa de inflación, salvo Brasil, donde se observó un repunte. Según las encuestas de los bancos centrales (gráfico 2.b), se prevé que la inflación se moderará en Brasil, Chile y Colombia, mientras que en México y Perú —los únicos países ya dentro del intervalo objetivo— podría aumentar. En Brasil y Colombia, el rango meta solo se alcanzaría en 2026.
- La mayoría de los bancos centrales consideran que los riesgos inflacionarios siguen sesgados al alza (salvo en Perú, donde son neutros). Entre los sesgos alcistas destacan el desanclaje de expectativas, la persistencia de la inflación subyacente, presiones salariales, políticas fiscales expansivas, fenómenos climáticos, tensiones geopolíticas y, especialmente, el impacto de las políticas comerciales y monetarias de Estados Unidos, que podrían provocar depreciaciones de los tipos de cambio a pesar de la apreciación observada en 2025.

Gráfico 2

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



2.b Inflación, objetivos de inflación y expectativas de inflación



FUENTES: LSEG Datastream y estadísticas nacionales.

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

b 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.

c Las expectativas de inflación para 2025 y 2026 se obtienen de las encuestas realizadas por los bancos centrales.



3 Se aprecia una gran divergencia en la orientación de la política monetaria: endurecimiento en Brasil, recortes moderados en Chile, Colombia y Perú, y relajación significativa en México

- En 2025, los principales bancos centrales latinoamericanos con objetivo de inflación han adoptado posturas de política monetaria diferentes (cuadro 1). Brasil continuó con su ciclo de endurecimiento, incrementando los tipos de interés oficiales en 225 pb durante la primera mitad del año, en respuesta al repunte inflacionario, una brecha de producción positiva y la preocupación sobre la **sostenibilidad fiscal**. Este último factor se asocia a un cierto desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo. La comunicación oficial sugiere que el ciclo de subidas ha concluido, aunque los tipos se mantendrían elevados durante varios trimestres.
- Por el contrario, México redujo sus tipos en 250 pb, lo que refleja una moderación de la inflación y una actividad económica menos dinámica, con recortes de 50 puntos principalmente, aunque los últimos han sido de menor magnitud. Chile, Colombia y Perú optaron por mantener sus tipos en la mayoría de las reuniones, realizando solo recortes puntuales de 25 pb, lo que indica una postura cautelosa ante la evolución de la inflación y la actividad.
- A escala internacional, la Reserva Federal de Estados Unidos retomó en septiembre de 2025 su ciclo de relajación monetaria, mientras que el BCE pausó sus recortes de tipos tras la última bajada de junio y otras economías emergentes, como India, Indonesia y Polonia, continuaron reduciéndolos. Estas decisiones globales condicionan el margen de maniobra de los bancos centrales latinoamericanos y la evolución de sus mercados financieros.

Cuadro 1
Cambios mensuales en los tipos de interés oficiales (pb) (a)

	2024												2025									Tipo de interés oficial (%)
	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	E	F	M	A	M	J	J	A	S	
Brasil	-50		-50		-25				+25		+50	+100	+100		+100		+50	+25				15,00
Chile		-100		-75	-50	-25			-25	-25		-25							-25			4,75
Colombia		-25	-50	-50		-50	-50		-50	-50		-25				-25						9,25
México			-25					-25	-25		-25	-25		-50	-50		-50	-50		-25	-25	7,50
Perú	-25	-25		-25	-25			-25	-25		-25		-25				-25				-25	4,25
Hungría	-75	-100	-75	-50	-50	-25	-25		-25													6,50
Polonia																	-50		-25		-25	4,75
India														-25		-25		-50				5,50
Indonesia				+25					-25				-25				-25		-25	-25	-25	4,75
Área del euro						-25			-25	-25		-25	-25		-25	-25		-25				2,00
EEUU									-50		-25	-25									-25	4,00-4,25

FUENTE: LSEG Datastream.

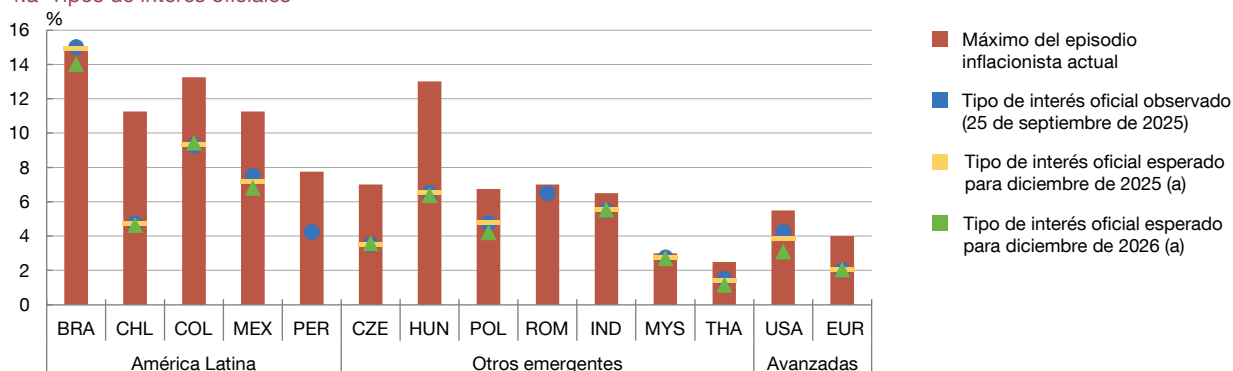
a El color rojo indica endurecimiento de la política monetaria; el color azul, relajación de la política monetaria, y la intensidad del color depende de la magnitud de los movimientos.

4 Los mercados financieros descuentan pocos movimientos en los tipos oficiales en los próximos meses, muy condicionados por los desarrollos en Estados Unidos

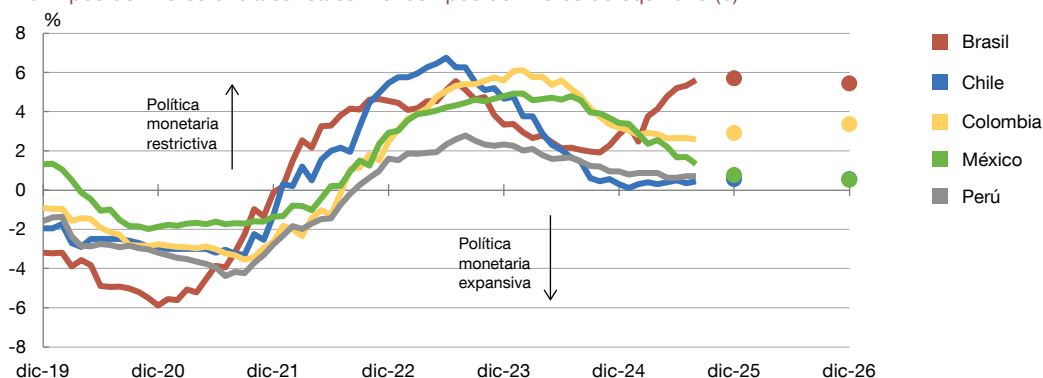
- Hasta finales de 2026, los mercados de futuros descuentan movimientos limitados en los tipos de interés oficiales en América Latina, con reducciones adicionales moderadas en México y el inicio de un ciclo de relajación en Brasil (gráfico 4.a). Estas expectativas están fuertemente condicionadas por la evolución de la política monetaria de la Reserva Federal, que los mercados prevén que continuará relajándose en los próximos trimestres.
- En este contexto, la política monetaria se mantiene especialmente restrictiva en Brasil, con una diferencia superior a 5 pp entre el tipo de interés real y el tipo neutral¹ estimado por el banco central. Colombia² y México también presentan tonos restrictivos, aunque en México se ha suavizado de forma significativa en 2025. En contraste, Chile y Perú mantienen un tono neutral (gráfico 4.b). Esta configuración refleja la cautela de los bancos centrales ante la persistencia de riesgos inflacionarios y la elevada sensibilidad de los mercados regionales a los desarrollos de Estados Unidos.

Gráfico 4

4.a Tipos de interés oficiales



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



FUENTES: LSEG Datastream, J.P. Morgan, *LatinFocus* y estadísticas nacionales.

- a Descuento por los mercados financieros (calculado como la media de los últimos cinco días hasta el 25 de septiembre de 2025). No se incluyen cifras de Perú y Rumanía por la falta de disponibilidad de datos.
- b Tipos de interés oficiales reales calculados con la inflación esperada a un año, obtenida de las encuestas de los bancos centrales. Para diciembre de 2025 y diciembre de 2026 se calculan con los futuros de los tipos de interés oficiales y la inflación esperada a un año obtenida de *LatinFocus* (septiembre de 2025). Tipo de interés de equilibrio obtenido según las estimaciones de los distintos bancos centrales de la región.



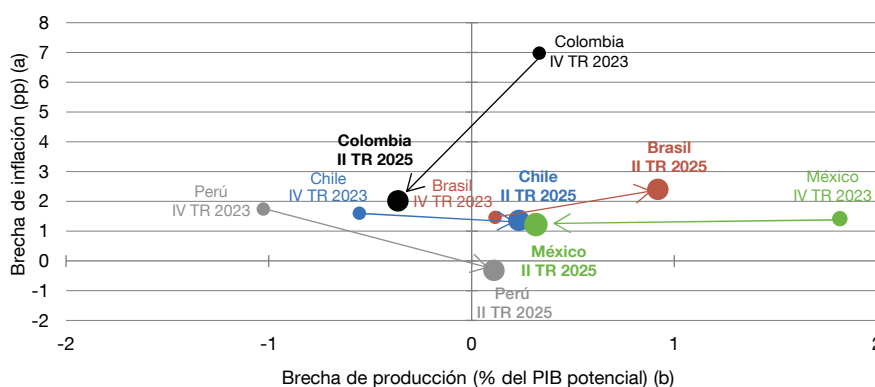
- 1 El tipo de interés neutral o natural es aquel que prevalece cuando la actividad económica se mantiene en su nivel potencial, y la inflación se mantiene estable en el nivel objetivo de la autoridad monetaria. Es una variable que se estima con una elevada incertidumbre.
- 2 En su último *Informe de Política Monetaria*, el banco central de Colombia señala la posibilidad de que haya aumentado el tipo de interés neutral de su economía, en parte asociado a un mayor riesgo fiscal.

5 En general, los cambios en los tipos de interés oficiales serían coherentes con la evolución observada y esperada de la inflación

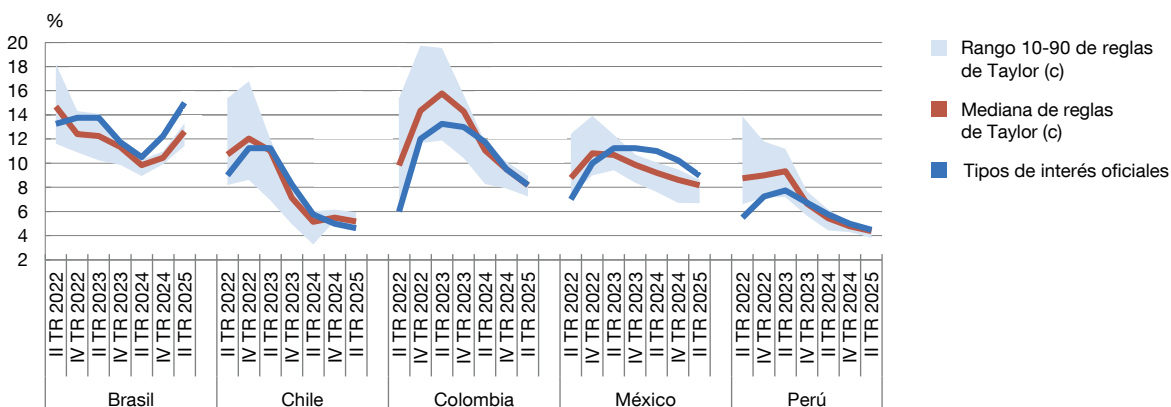
- En la mayoría de los países de la región, la evolución de los tipos de interés oficiales se encuentra, en general, en línea con la situación cíclica de la actividad (brecha de producción) y la evolución observada de la inflación respecto a su objetivo (brecha de inflación). En casi todos los países, el producto no estaría muy alejado de su nivel potencial (gráfico 5.a), y la brecha de inflación sigue siendo positiva (y elevada en el caso de Brasil y Colombia), salvo en Perú, donde es negativa.
- La excepción respecto a la brecha de producción es Brasil, que la mantiene positiva. A pesar de ello y de la elevada brecha de inflación en ese país, diversas reglas de Taylor (que también tienen en cuenta la evolución esperada para el PIB y la inflación) sugerirían que la política monetaria es excesivamente restrictiva, al situarse el tipo de interés oficial claramente por encima del rango estimado para estas reglas de política monetaria (gráfico 5.b). Ello podría estar ligado a la intención del banco central de reforzar la confianza en el marco de política monetaria, dada la evolución y perspectivas de sus cuentas públicas.

Gráfico 5

5.a Brechas de producción e inflación en América Latina



5.b Tipos de interés oficiales y reglas de Taylor



FUENTES: LSEG Datastream y bancos centrales.

a Diferencia entre la inflación en el trimestre correspondiente y el objetivo de inflación.

b 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 2026.

c La combinación de posibles valores para los coeficientes y para la inflación (general, subyacente y expectativas a 12 meses) permite calcular un conjunto de reglas de Taylor, cuya mediana y cuyo rango 10%-90% de la distribución aparecen representados en el gráfico.

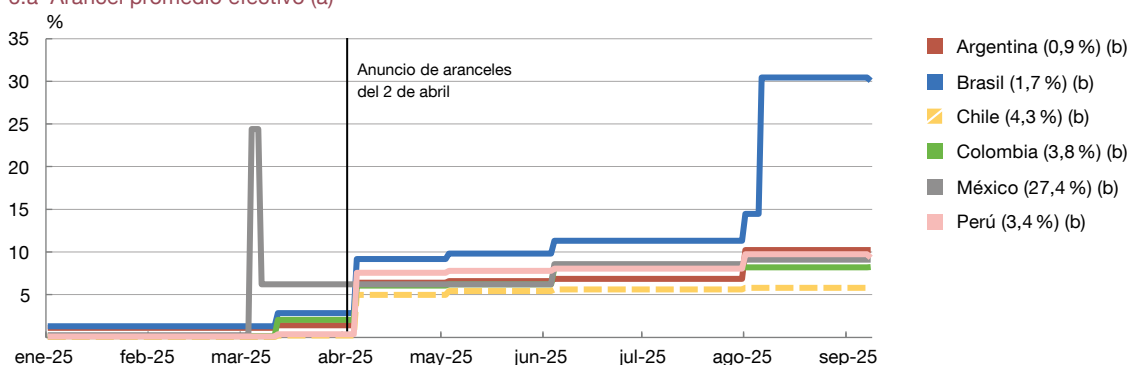


6 La imposición de aranceles por parte de Estados Unidos fue desigual en América Latina

- En abril, el Gobierno de Estados Unidos impuso un arancel general del 10 % sobre las exportaciones de la mayoría de los países latinoamericanos, excluyendo México. Posteriormente, se introdujeron nuevas medidas y excepciones, que aún continúan en fase de negociación (cuadro 2). En agosto, Brasil fue objeto de un arancel del 50 % sobre sus importaciones³, aunque con numerosas excepciones, mientras que México mantuvo una estructura arancelaria diferenciada, con un arancel previo del 25 %, que fue parcialmente reducido tras negociaciones bilaterales.
- Como resultado de todo lo anterior, en la actualidad Brasil presenta el arancel efectivo promedio más elevado (30 %). El resto de los países de la región se sitúan en un rango de arancel efectivo entre el 5 % y el 10 % (gráfico 6.a). México, el país de la región más expuesto a la economía estadounidense, presenta un arancel efectivo muy similar al del resto de América Latina, situado en torno al 9 %⁴. Al cierre del Informe, ninguno de los seis países analizados había implementado medidas arancelarias de represalia sobre las importaciones procedentes de Estados Unidos, lo que refleja una estrategia de contención ante el nuevo entorno comercial⁵.

Gráfico 6

6.a Arancel promedio efectivo (a)



FUENTES: Banco de España, The Budget Lab (Yale), US Census Bureau y WTO Tariff & Trade Data.

a Promedio ponderado de los aranceles aplicados por Estados Unidos a las importaciones de 2024, por país y producto. Los productos sujetos a regímenes arancelarios específicos se gravan conforme a los valores establecidos en sus respectivas disposiciones (cuadro 2). Los derivados de metales (acero, aluminio, cobre) reciben un incremento ponderado según su contenido metálico; al resto del contenido se le aplica el arancel general. Vehículos y partes reciben un incremento de 25 pp, con descuentos para productores que ensamblan en Estados Unidos (1/3 estimado). A los países con acuerdos comerciales vigentes se les asignan los niveles arancelarios estipulados en dichos tratados. Para México, se aplica un arancel general del 25 %, excepto para los productos que cumplen con las reglas de origen del acuerdo de libre comercio entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA). La proporción de productos exentos se estima utilizando datos del IMF Tracker y de la OMC.

b El porcentaje entre paréntesis es el peso de las exportaciones a Estados Unidos sobre el PIB de cada país. El porcentaje de las exportaciones a Estados Unidos sobre el total de las exportaciones de cada país representa un 8,4 % en Argentina, un 11 % en Brasil, un 15,2 % en Chile, un 28,1 % en Colombia, un 82,7 % en México y un 12,5 % en Perú. En ambos casos los datos corresponden al año 2023.



- La aplicación de este arancel está vinculada al juicio al expresidente brasileño Jair Bolsonaro y a las tensiones diplomáticas entre ambos países.
- Esto se debe a que los productos comercializados en el marco del tratado de libre comercio entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA) están exentos de aranceles.
- El Gobierno mexicano ha anunciado que impondrá aranceles de hasta un 50 % a países con los que no tiene tratado comercial, incluida China.

Cuadro 2

Aranceles aplicados por Estados Unidos a las importaciones procedentes de América Latina

Entrada en vigor										
	4-mar	7-mar	12-mar	3-abr	5-abr	3-may	4-jun	1-ago	6-ago	8-sep
Argentina					+10 % a todas las importaciones (e). Excepciones: • Todos los productos del anexo II de la orden ejecutiva. • Productos con arancel específico. • Si ≥ 20 % del valor es EEUU, el arancel aplica solo al contenido no-EEUU.					
Brasil									+40 % para todos los productos (h).	Modificación anexo II de la Orden Ejecutiva 14257 (i): • 39 nuevas partidas arancelarias incluidas. • 8 partidas eliminadas.
Chile				+25 % a las importaciones de vehículos (d).		+25 % a partes de vehículos (d).				
Colombia		+25 % a las importaciones de acero y aluminio y derivados (c).					+ 50 % a las importaciones de acero y aluminio y sus derivados (f).	+50 % a productos derivados del cobre (g).		
Perú										
México	+25 % a todas las importaciones, incluidos productos conformes al acuerdo USMCA (a).	0 % a USMCA (a). +10 % a potasa (a). +10 % a energía (b).		+25 % a las importaciones de vehículos (solo a la parte no originaria de EEUU) (d).	Véase nota (e).	+25 % a partes de vehículos (solo a la parte no originaria de EEUU) (d).				

FUENTES: WTO Tariff & Trade Data, Casa Blanca, Federal Register y US Customs and Border Protection.

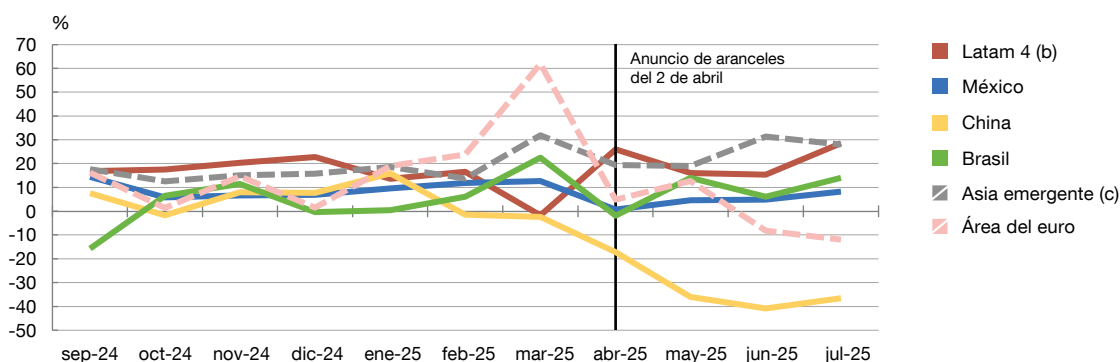
- a Orden Ejecutiva 14194, de 1 de febrero de 2025 (*Imposing Duties to Address the Situation at Our Southern Border*), y Orden Ejecutiva 14198, de 3 de febrero de 2025 (*Progress on the Situation at Our Southern Border*). Nota: El acuerdo USMCA hace referencia al tratado de libre comercio entre Estados Unidos, México y Canadá.
- b Orden Ejecutiva de 6 de marzo de 2025 (*Amendment to Duties to Address the Situation at Our Southern Border*).
- c Proclamación 10896, de 10 de febrero de 2025 (*Adjusting Imports of Steel into the United States*).
- d Proclamación 10908, de 26 de marzo de 2025 (*Adjusting Imports of Automobiles and Automobile Parts into the United States*).
- e Orden Ejecutiva 14257, de 2 de abril de 2025 (*Regulating Imports with a Reciprocal Tariff to Rectify Trade Practices that Contribute to Large and Persistent Annual United States Goods Trade Deficits*). Para México se establece un arancel recíproco del 12 % para productos no conformes con el tratado USMCA en caso de que las órdenes ejecutivas 14194 y 14198 queden derogadas.
- f Proclamación 10947, de 3 de junio (*Adjusting Imports of Aluminum and Steel into the United States*).
- g Proclamación 10962, de 30 de julio de 2025 (*Adjusting Imports of Copper into the United States*).
- h Orden Ejecutiva 14323, de 30 de julio de 2025 (*Addressing Threats to the United States by the Government of Brazil*).
- i Orden Ejecutiva 14346, de 5 de septiembre de 2025 (*Modifying the Scope of Reciprocal Tariffs and Establishing Procedures for Implementing Trade and Security Agreements*).

7 De momento, no parece apreciarse un impacto adverso significativo de la nueva situación sobre las importaciones desde Estados Unidos

- Hasta el momento, la evolución de las importaciones de América Latina desde Estados Unidos no parece mostrar un impacto negativo directo significativo tras la reciente subida de aranceles. Los primeros datos evidencian un reajuste en los flujos comerciales de Estados Unidos, con una fuerte caída de las importaciones desde China —que enfrenta un arancel efectivo del 40 %— y un aumento de las compras a otras regiones, como Asia emergente (excluyendo China) y América Latina (gráfico 7.a).
- Dentro de la región, la respuesta ha sido heterogénea: las exportaciones de Argentina, Chile, Colombia y Perú han crecido a un ritmo más elevado, posiblemente debido a un adelanto de operaciones ante la amenaza de nuevos aranceles, mientras que Brasil y México han registrado un crecimiento interanual más moderado de sus envíos.
- Aunque por ahora no se observa un efecto negativo directo, las políticas comerciales más restrictivas de Estados Unidos podrían generar impactos indirectos adicionales, especialmente a través de su influencia sobre China, que se ha convertido en un socio estratégico para América Latina tanto en la compra de materias primas como en la integración en cadenas globales de valor.

Gráfico 7

7.a Crecimiento interanual de las importaciones totales de Estados Unidos, por país de origen (a)



FUENTE: Trade Data Monitor.

a Las series han sido ajustadas estacionalmente mediante métodos estándar para eliminar fluctuaciones periódicas y permitir comparaciones consistentes a lo largo del tiempo.

b Agregado de Argentina, Chile, Colombia y Perú, ponderado por el PIB en PPP.

c Agregado de Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

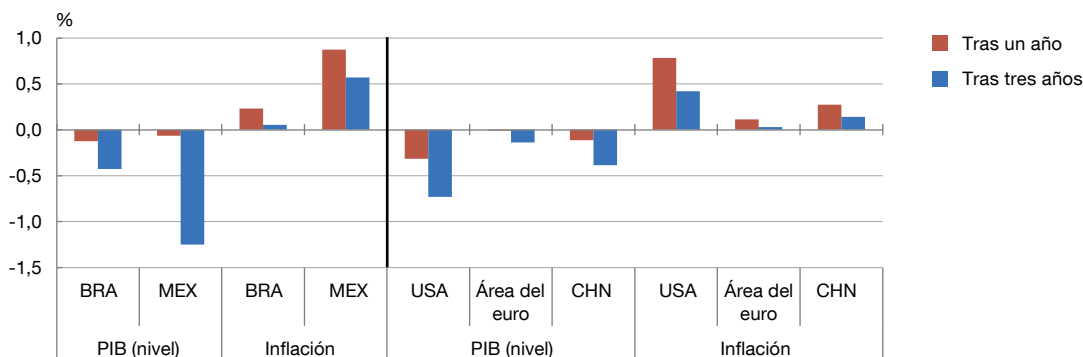


8 Las simulaciones apuntan a un potencial mayor efecto adverso de los aranceles en México en comparación con el resto de la región

- Dado que los datos de alta frecuencia aún no reflejan claramente el impacto de los nuevos aranceles estadounidenses sobre la región, se ha realizado una simulación para estimar sus posibles efectos. El escenario considera la imposición permanente de los aranceles efectivos medios aprobados hasta la fecha, comparando los resultados con un escenario base en el que se mantienen los aranceles vigentes en 2024.
- Según esta simulación (gráfico 8.a), México sería el país más afectado de las principales economías de la región, a pesar de enfrentar un arancel efectivo similar al del resto de América Latina, con una caída acumulada más intensa de la actividad económica después de tres años y un aumento más pronunciado de la inflación. Esto se explica por su elevada exposición a Estados Unidos⁶. El efecto inflacionario se vería amplificado por la depreciación del tipo de cambio, aunque se corregiría gradualmente gracias a una política monetaria más restrictiva. En contraste, el impacto acumulado en Brasil sería menos grave, pese a enfrentar un arancel efectivo elevado (30 %), debido a su menor grado de apertura comercial y menor dependencia de la economía estadounidense.
- Cabe señalar que estas simulaciones están sujetas a un alto grado de incertidumbre, tanto por la posibilidad de futuras negociaciones que modifiquen los aranceles como por el efecto de no considerar ciertos canales de impacto económico⁷ y los aranceles sobre importaciones indirectas⁸.

Gráfico 8

8.a Impacto sobre el PIB y la inflación de un escenario de políticas comerciales más restrictivas a escala global (a)



FUENTES: Banco de España, The Budget Lab (Yale), US Census Bureau y OMC.

a Se simula un aumento del arancel efectivo según los acuerdos arancelarios anunciados hasta septiembre de 2025 (cuadro 2). Para la simulación se emplea el modelo NiGEM, bajo el supuesto de que los agentes económicos poseen expectativas racionales y que las políticas monetarias y fiscales de cada país responden de manera endógena.



6 Las exportaciones mexicanas al país vecino representan cerca del 27 % de su PIB.

7 Los aranceles pueden reconfigurar las cadenas globales de suministro internacionales y pueden afectar a los mercados financieros y la inversión.

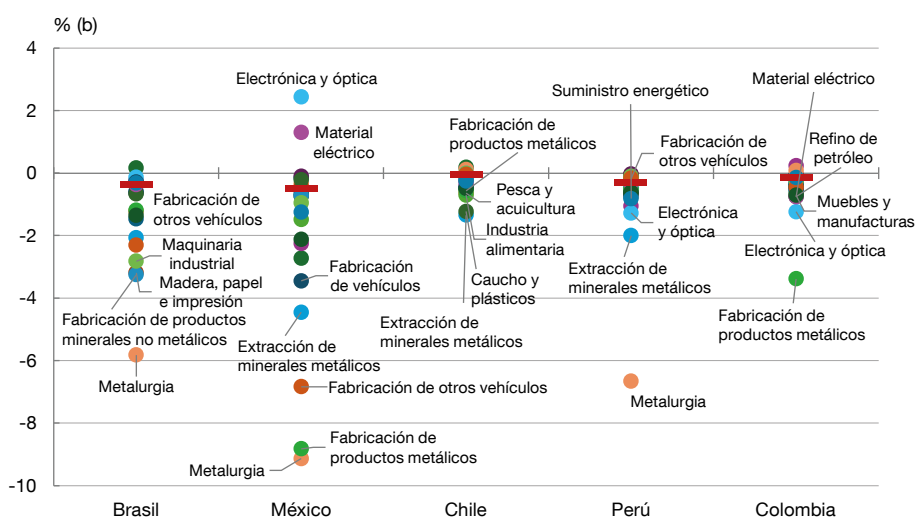
8 Para evitar que el desvío de comercio facilite la llegada de productos chinos de forma indirecta a través de otros países, Estados Unidos también impuso aranceles a las importaciones según el origen del valor añadido. Este modelo tampoco incorpora el posible impacto del reciente anuncio de México sobre el incremento de aranceles a las importaciones provenientes de países con los que no mantiene acuerdos comerciales, como China.

9 De acuerdo con las simulaciones disponibles, algunos sectores se verían particularmente afectados por los aranceles

- Las medidas comerciales adoptadas por Estados Unidos han afectado de forma desigual a sectores sensibles en América Latina, con implicaciones relevantes para varios países. Se ha realizado una simulación⁹ para estimar sus posibles efectos sobre la producción de los sectores más expuestos en América Latina¹⁰.
- En México, el arancel del 25 % sobre vehículos y componentes afectaría directamente a la fabricación de transporte, un sector clave en sus exportaciones a Estados Unidos. Por el contrario, los sectores de productos informáticos y eléctricos muestran un comportamiento positivo a pesar de su elevada exposición al mercado estadounidense¹¹. Esto podría explicarse por la aplicación de un arancel reducido, que le otorga una ventaja comparativa frente a competidores de otros países. En Brasil, el incremento arancelario perjudicaría especialmente a los sectores más expuestos a Estados Unidos, como el de fabricación de transporte, el metalúrgico y el maderero. En Chile, el arancel del 50 % sobre el cobre afectaría a un recurso estratégico, aunque la exclusión del cobre refinado¹² mitigaría parcialmente el efecto. En Perú, la metalurgia sufriría una fuerte caída de la producción pese a su menor exposición relativa (gráfico 9.a).

Gráfico 9

9.a Impacto sobre la producción sectorial de un escenario de políticas comerciales más restrictivo a escala global (a)



FUENTES: Banco de España, The Budget Lab (Yale), US Census Bureau y OMC.

- a Se simula un aumento del arancel efectivo según los acuerdos arancelarios anunciados hasta septiembre de 2025. Se incluyen todas las medidas anunciadas, aunque algunas no están todavía en vigor o no han sido confirmadas por ambas partes del acuerdo. El impacto se estima sobre la producción sectorial calculado a partir de agrupaciones de actividades económicas según la clasificación CNAE transcurrido un año desde el aumento, utilizando el modelo ONKIO.
- b Desviaciones respecto del escenario base, considerando los aranceles sectoriales en vigor durante 2024.



- 9 Se utiliza un modelo neokeynésiano multipaís con heterogeneidad sectorial y redes de producción tanto nacionales como internacionales (ONKIO) para captar los *shocks* del lado de la oferta. Para más detalles, véase Pablo Aguilar, Rubén Domínguez-Díaz, José-Elías Gallegos y Javier Quintana. (2025). "The Transmission of Foreign Shocks in a Networked Economy". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- 10 El escenario considera la imposición permanente de los aranceles efectivos medios aprobados hasta la fecha, comparando los resultados con un escenario base en el que se mantienen los aranceles vigentes en 2024.
- 11 Alrededor del 50 % de sus exportaciones se dirigen a Estados Unidos.
- 12 Representa el 40 % de sus exportaciones a Estados Unidos.

10 Estados Unidos ha endurecido sus políticas migratorias, lo que podría afectar negativamente a los envíos de remesas a la región

- El endurecimiento de la política migratoria en Estados Unidos se ha materializado en un refuerzo de los controles fronterizos, una mayor vigilancia en centros de trabajo y la intensificación de operativos de retorno. Ante la ausencia de datos oficiales recientes sobre los flujos migratorios, se recurre a indicadores adelantados. Así, durante el primer semestre de 2025, el número de migrantes interceptados en la frontera sudoeste ha descendido de forma significativa¹³, mientras que las deportaciones han aumentado. Como resultado de lo anterior, en el primer semestre de 2025 Estados Unidos habría registrado una caída de trabajadores extranjeros que se cifra en torno a un millón de personas¹⁴. Esta dinámica migratoria negativa ha afectado especialmente a mexicanos y centroamericanos, que, junto con el resto de los latinoamericanos, representan cerca de la mitad de los inmigrantes en el país¹⁵.
- El principal canal de transmisión a corto plazo de estos cambios hacia las economías latinoamericanas es el de las remesas, cuya evolución reciente ha sido heterogénea. En Centroamérica y la República Dominicana (CARD)¹⁶, las remesas crecieron un 18,5 % interanual hasta agosto, impulsadas por el adelanto de envíos ante el riesgo de deportación, mientras que en México se registró una caída interanual del 5,8 % hasta agosto, atribuida a la menor incorporación de migrantes mexicanos al mercado laboral estadounidense y a la depreciación del dólar^{17, 18}.
- Adicionalmente, otro cambio en la legislación estadounidense podría afectar a las remesas enviadas desde ese país: a partir del 1 de enero de 2026 las remesas enviadas en efectivo se verán gravadas por un impuesto del 1 %¹⁹ (recuadro 1). No obstante, la SECMCA estima que este gravamen reduciría las remesas a Centroamérica y la República Dominicana en tan solo un 0,37 % a corto plazo y un 1,21 % acumulado a largo plazo para los remitentes sujetos al impuesto²⁰. Otro ejercicio empírico realizado por el CEMLA²¹ también indica que el impacto agregado sería limitado, ya que existen mecanismos para evitar el gravamen, como el uso de cuentas bancarias o tarjetas de débito, incluso entre migrantes indocumentados.
- Las remesas son importantes para la evolución macroeconómica de México y para su inclusión financiera, aún limitada en el país (recuadro 2). Actualmente, las remesas representan el 3,5 % del PIB y constituyen un canal fundamental para facilitar el acceso al crédito. La evidencia muestra que una reducción del 10 % en las remesas recibidas se asocia con una caída del 1,8 % en el saldo de crédito al consumo, efecto que se concentra en los segmentos de mayor calidad crediticia. Además, las remesas contribuyen a reducir la morosidad, especialmente en los créditos de menor calidad y entre las mujeres. Por tanto, una disminución sostenida de estos flujos podría amplificar los riesgos para la estabilidad financiera y limitar el acceso al crédito de los hogares más expuestos.

13 Desde más de 100.000 interceptados en julio de 2024 hasta 7.800 en julio de 2025 (US Customs Border Protection).

14 Census Bureau Data y Kramer y Passel (2025).

15 Kramer y Passel (2025).

16 En países como Honduras y Nicaragua, las remesas representan hasta una cuarta parte del PIB.

17 Según BBVA (2025), los migrantes mexicanos en situación irregular, que en su mayoría llevan muchos años en Estados Unidos, tienden a enviar menos remesas que los recién llegados (que tienen un mayor temor a ser deportados y adelantan sus envíos de remesas) y además representan una proporción decreciente entre los nuevos flujos migratorios latinoamericanos.

18 Otro factor que podría estar detrás de esta evolución más negativa de las remesas en México es la estrecha colaboración y el intercambio oportuno de información entre los Gobiernos de Estados Unidos y México para implementar sistemas financieros con sólidos controles contra el lavado de dinero en relación con el tráfico ilícito de opioides. En ese contexto, cabe entender la prohibición por parte del Departamento del Tesoro estadounidense en junio de las transferencias de fondos de tres instituciones financieras con sede en México.

19 Esta disposición de la ley, conocida como *One Big Beautiful Bill Act*, entrará en vigor en enero de 2026 y establece un impuesto del 1 % sobre las remesas realizadas en efectivo, mediante giros postales o cheques de caja, enviadas desde Estados Unidos a otros países. Es decir, este impuesto no afecta a las transferencias realizadas desde cuentas bancarias abiertas en Estados Unidos ni con tarjetas de crédito o débito emitidas en ese país. Esta medida afectará principalmente a personas migrantes que no disponen de acceso al sistema bancario estadounidense, incluyendo a quienes tienen residencia permanente legal o visados temporales, ya que son más propensos a utilizar métodos de envío en efectivo, que sí están sujetos al impuesto.

20 Badilla Barrantes y Silva Izaguirre (2025).

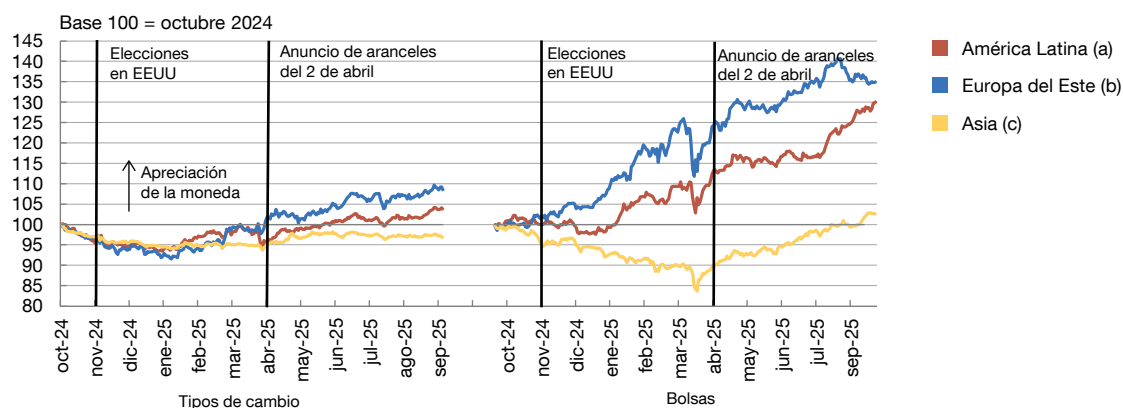
21 Cervantes González y Ortega (2025).

11 A pesar del contexto de incertidumbre, se sigue observando una mejoría generalizada de los mercados financieros de la región

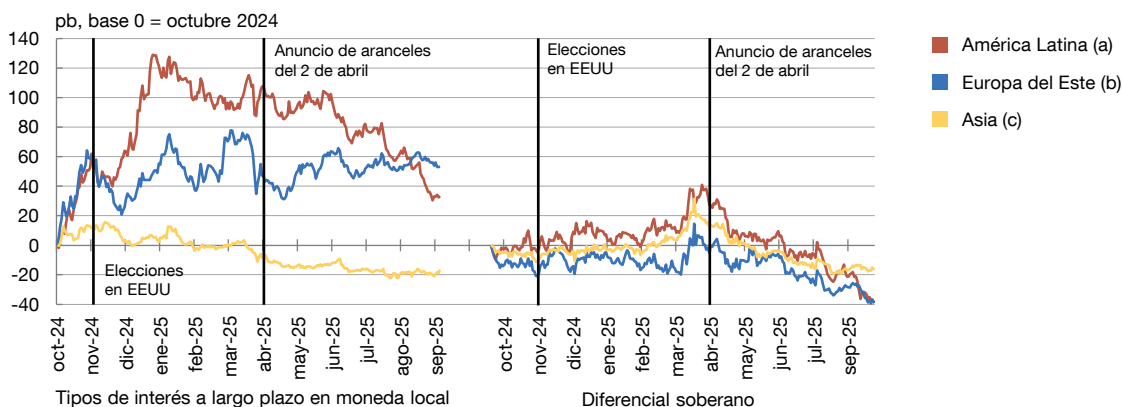
- Los mercados financieros latinoamericanos tuvieron un comportamiento muy favorable tras los anuncios arancelarios del 2 de abril. Esta fue también la tendencia en el resto de las regiones emergentes: apreciación de las monedas —inferior en Asia por el comportamiento de la India—, subidas de los índices bursátiles —en menor cuantía en Brasil— y descensos de los tipos de interés a largo plazo en moneda local y de los diferenciales soberanos (gráficos 11.a y 11.b).
- Este comportamiento favorable se produce en un contexto en el que las correlaciones tradicionales entre la evolución del dólar y las principales variables financieras de los países emergentes se han debilitado. Así, en 2025 se han observado simultáneamente un aumento de las primas de plazo en Estados Unidos, una apreciación de las monedas emergentes y una reducción de sus diferenciales soberanos. Este conjunto de dinámicas ha configurado, por el momento, un *shock* de riesgo global favorable para las economías emergentes. Asimismo, el comportamiento de los mercados financieros emergentes no parece estar incorporando un escenario de fragmentación comercial.

Gráfico 11

11.a Tipos de cambio e índices bursátiles



11.b Tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en moneda local y diferenciales soberanos



FUENTES: Banco de España, LSEG Datastream y estadísticas nacionales. Último dato: 25 de septiembre de 2025.

a Media simple de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

b Media simple de la República Checa, Polonia y Hungría.

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

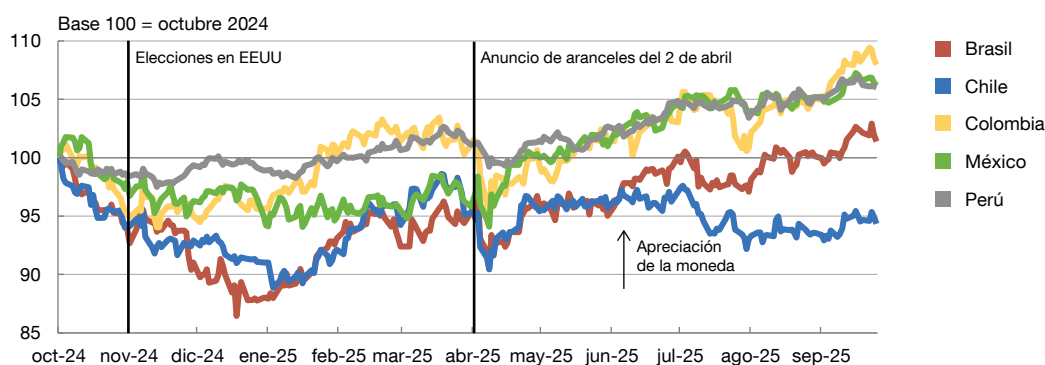


12 El riesgo global y el cambio en la percepción de las condiciones de Estados Unidos contribuyeron a apreciar las divisas de la región a partir de abril

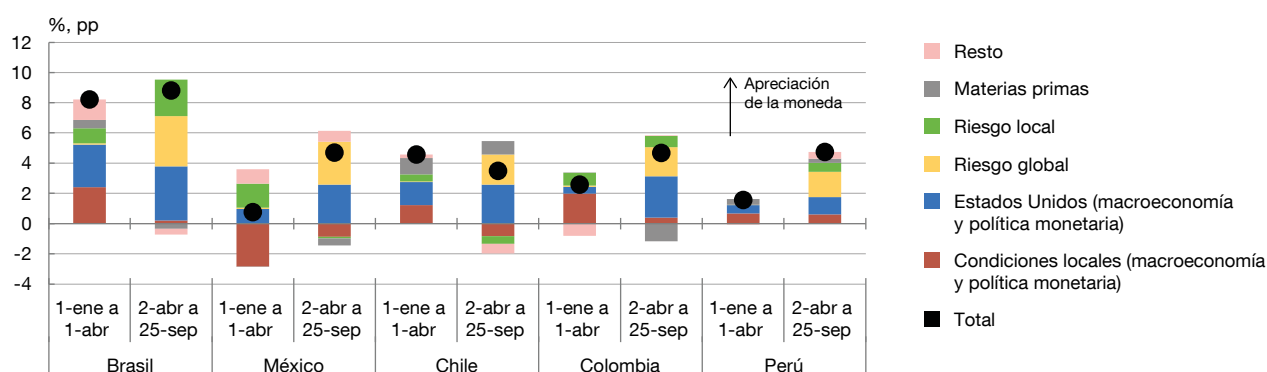
- Desde enero hasta principios de abril de 2025, las monedas latinoamericanas se apreciaron de forma significativa con relación al dólar estadounidense; destaca el real brasileño, con un avance superior al 8 %. Esta tendencia continuó, aunque con menor intensidad, en los meses siguientes, salvo en el caso del peso chileno, que se vio afectado por el anuncio de un programa de acumulación de reservas internacionales por parte de su banco central (gráfico 12.a).
- La apreciación de las divisas estuvo impulsada por las condiciones de Estados Unidos (gráfico 12.b): inicialmente, los mercados anticipaban un *shock* macroeconómico y otro de política monetaria positivos en dicho país, aunque, tras el anuncio de aranceles por parte de Estados Unidos (2 de abril), el optimismo sobre la evolución macroeconómica se debilitó y los mercados financieros descontaron una política monetaria algo más laxa. La reducción del riesgo local de la mayoría de los países de la región contribuyó a fortalecer sus monedas. A partir de abril, la configuración de un *shock* de riesgo global favorable para las economías emergentes apoyó la apreciación de las divisas latinoamericanas, mientras que el aumento del riesgo local de Chile y México tendió a depreciar sus monedas.

Gráfico 12

12.a Tipos de cambio frente al dólar



12.b Descomposición de la variación del tipo de cambio frente al dólar en 2025 (a)



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream.

a Descomposición de las variaciones en el tipo de cambio frente al dólar estimadas a partir de un modelo VAR bayesiano con el tipo de interés a corto y largo plazo y la bolsa de cada país, la de Estados Unidos, el diferencial de los tipos de interés a largo plazo frente a Estados Unidos y el tipo de cambio, y los precios de las materias primas (variable exógena). La identificación se realiza mediante restricción de signos. Distingue entre riesgo global y riesgo local, siendo el último el que afecta tan solo a la bolsa local y no a la de Estados Unidos.

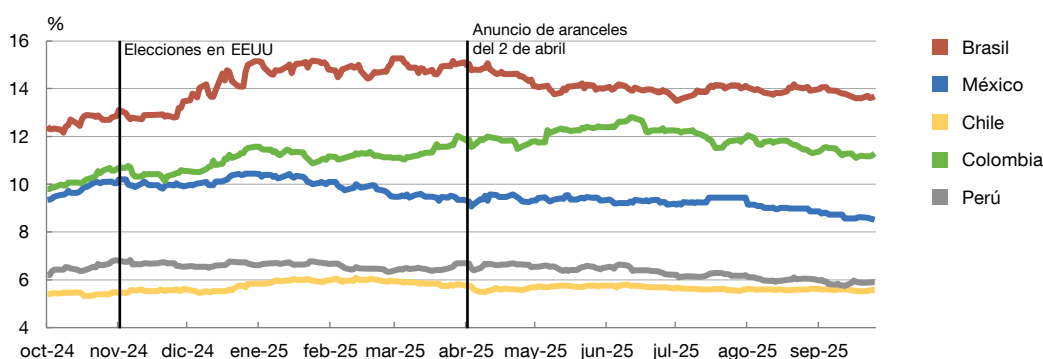


13 La reducción del riesgo local rebajó los tipos de interés a largo plazo en moneda local

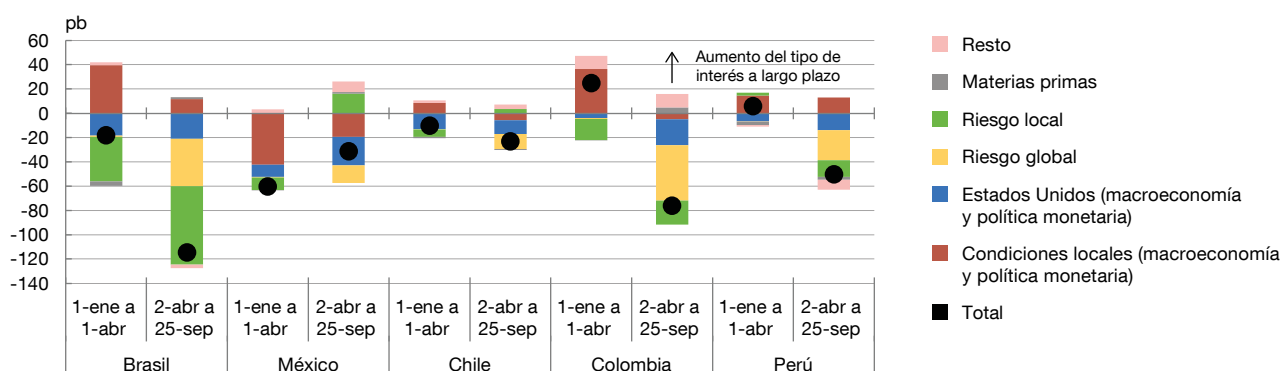
- Durante el período examinado, los tipos de interés a largo plazo en moneda local descendieron en la mayoría de los países latinoamericanos, con una caída más marcada a partir del 2 de abril (gráfico 13.a).
- Este movimiento fue impulsado tanto por la mejora de las condiciones en Estados Unidos y el entorno global como por la contención del riesgo local en la región. México constituyó la excepción a partir de abril de 2025, dado que los tipos de interés no experimentaron descensos significativos, lo que refleja una mayor percepción de riesgo local (gráfico 13.b). Esta evolución pone de manifiesto la sensibilidad de los mercados financieros regionales a los cambios en el riesgo local y global, así como la importancia de la estabilidad política y económica para la evolución de los tipos de interés.

Gráfico 13

13.a Tipos de interés a largo plazo en moneda local



13.b Descomposición de la variación del tipo de interés a largo plazo de la deuda pública en moneda local en 2025 (a)



FUENTES: Banco de España, LSEG Datastream y estadísticas nacionales.

a Descomposición de las variaciones en el tipo de interés a largo plazo en moneda local a partir de un modelo VAR bayesiano con el tipo de interés a corto y largo plazo y la bolsa de cada país, la de Estados Unidos, el diferencial de los tipos de interés a largo plazo y el tipo de cambio, y los precios de las materias primas (exógena). La identificación se realiza mediante restricción de signos. Se distingue entre riesgo global y riesgo local, siendo el último el que afecta a la bolsa local y no a la de Estados Unidos.



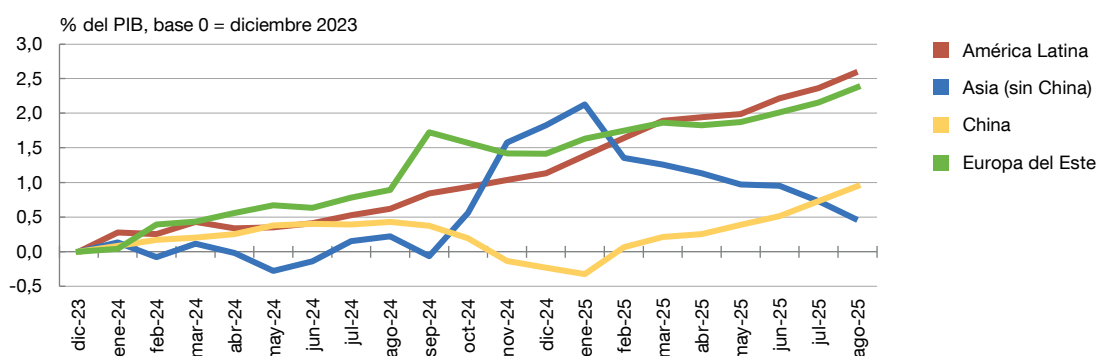
DESCARGAR

14 Se mantienen las entradas de capitales de cartera

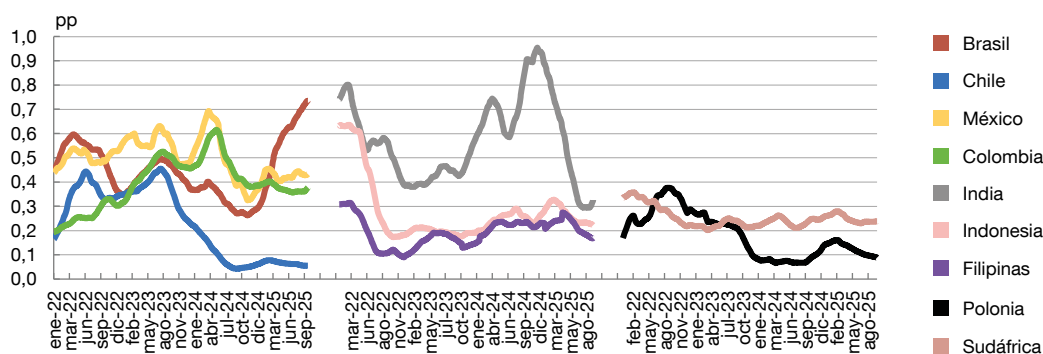
- Se mantienen los flujos de entrada de capitales de cartera en la región, en contraste con lo observado en Asia, hasta acumular casi 2,5 puntos de PIB en 2024 y los ocho primeros meses de 2025 (gráfico 14.a).
- Esto puede derivarse en buena medida de que la rentabilidad de las operaciones de *carry trade*²² siguieron siendo en América Latina de las más atractivas del conjunto de los países emergentes, especialmente en el caso de Brasil (gráfico 14.b).

Gráfico 14

14.a Flujos de capitales de cartera



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



FUENTES: Banco de España, IIF y LSEG Datastream. Último dato: 25 de septiembre de 2025 (*carry trade*) y agosto de 2025 (flujos de capitales).

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.



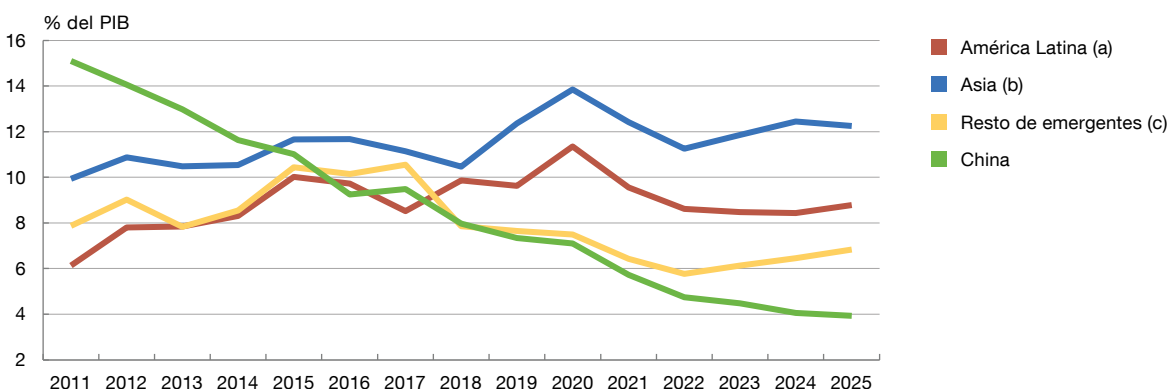
22 El *carry trade* es una estrategia que pretende aprovechar el diferencial de tasas de interés entre economías con mercados amplios y profundos, tomando prestado en la moneda con un tipo de interés más bajo para comprar activos en el país con tipos de interés más elevados.

15 Se observa una alta vulnerabilidad de América Latina ante la evolución del dólar y los tipos de interés estadounidenses

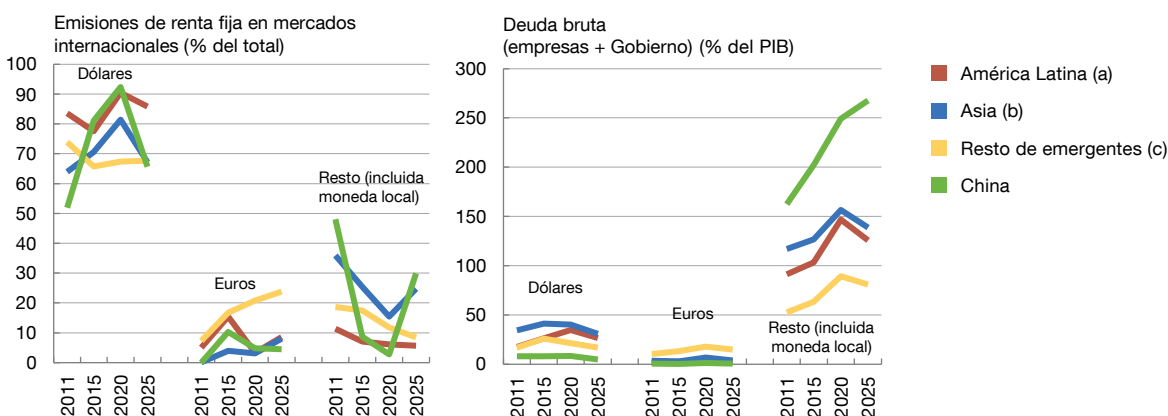
- La región sigue teniendo una elevada exposición al dólar, lo que incrementa su sensibilidad ante cambios en las condiciones financieras internacionales. Así, una depreciación del dólar —como en la actualidad— reduciría el valor de los activos de la región en dólares, mientras que una apreciación abrupta del dólar o un aumento inesperado de los tipos de interés en Estados Unidos pueden traducirse en tensiones de liquidez, encarecimiento del servicio de la deuda y dificultades de acceso a financiación externa. El **recuadro 3** analiza la red de seguridad financiera de América Latina en tiempos de incertidumbre global.
- Las tenencias de deuda pública estadounidense han repuntado ligeramente en 2024 y 2025, y se han situado en torno a 9 puntos del PIB (gráfico 15.a). La región continúa emitiendo deuda en los mercados internacionales en dólares (90 % del total) (panel izquierdo del gráfico 15.b). Aunque la mayor parte de la deuda de agentes privados y Gobiernos está denominada en moneda local, América Latina presenta una de las mayores proporciones de deuda en dólares (panel derecho del gráfico 15.b), lo que refuerza su vulnerabilidad ante *shocks* externos y subraya la importancia de fortalecer los mecanismos de gestión de riesgos para preservar la estabilidad financiera.

Gráfico 15

15.a Tenencias de bonos del Tesoro de Estados Unidos



15.b Deuda por monedas



FUENTES: Departamento del Tesoro de Estados Unidos, Dealogic e IIF. Último dato: junio de 2025 (Treasury International Capital), septiembre de 2025 (emisiones) y primer trimestre de 2025 (deuda).

a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú.

b Hong Kong, India, Indonesia, Corea, Malasia, Singapur, Tailandia.

c República Checa, Hungría, Israel, Polonia, Rusia, Arabia Saudí, Turquía, Ucrania.

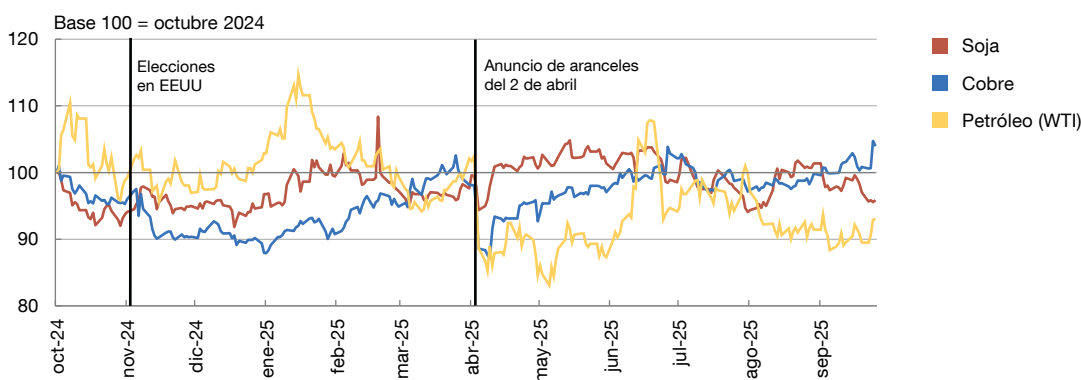


16 Los precios de las principales materias primas de exportación de la región registraron tendencias divergentes

- Las tensiones geopolíticas de Oriente Medio y el aumento de las barreras arancelarias han afectado significativamente a los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, al reducir las perspectivas de crecimiento global y, por tanto, la demanda. Además, la nueva ley presupuestaria de Estados Unidos, que ha resultado no ser tan desfavorable para el uso de energías renovables como se estimaba —por ejemplo, no introduce impuestos a estas y prevé una retirada de subvenciones al uso de renovables más gradual de lo esperado—, también ha influido en la evolución reciente del precio del petróleo.
- En este contexto, los precios de las principales materias primas de exportación de la región registraron tendencias divergentes, con una subida notable en el caso de la soja (4,8 % entre enero y agosto) y los minerales metálicos hasta el día 2 de abril (11,6 %), una estabilización posterior —lo que explicaba en parte la apreciación de las divisas de Brasil, Chile y Perú— y una elevada volatilidad del precio del petróleo, que acumula una caída del 10 % desde el 2 de abril (gráfico 16.a).

Gráfico 16

16.a Precios de las principales materias primas de exportación de la región



FUENTE: LSEG Datastream. Último dato: 25 de septiembre de 2025.

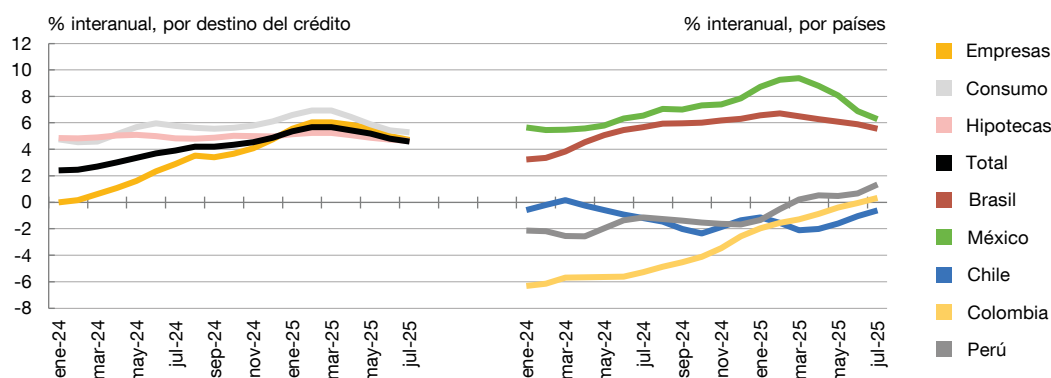


17 El crédito se desacelera por la caída de la demanda y la restricción de las condiciones de financiación en los segmentos de consumo e hipotecas

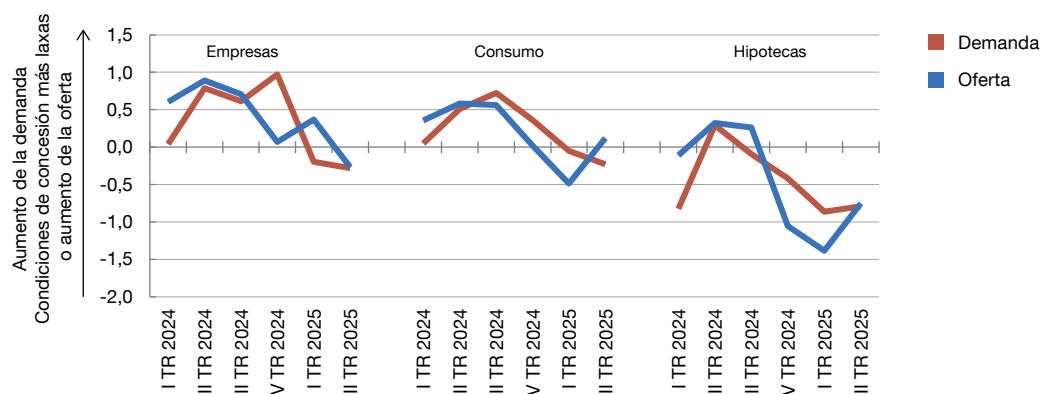
- En América Latina, el crecimiento del crédito real se desaceleró durante el período analizado, convergiendo en todos los segmentos hacia tasas interanuales cercanas al 5 % para el agregado regional (gráfico 17.a). Esta moderación fue más acusada en los países donde el ciclo de relajación monetaria se ralentizó o se revirtió hacia un endurecimiento, como Brasil. En México, la incertidumbre sobre la evolución de la actividad, derivada de los aranceles impuestos por Estados Unidos, contribuyó a una menor expansión del crédito.
- Se prevé que la desaceleración continuará a corto plazo, ya que las condiciones crediticias se han restringido sustancialmente en el segmento de empresas, al tiempo que la demanda de crédito percibida sigue reduciéndose (gráfico 17.b). Este entorno refleja la cautela de los agentes financieros y la sensibilidad del crédito a los cambios en las condiciones macroeconómicas y comerciales.

Gráfico 17

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



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



FUENTES: Banco de España, LSEG Datastream y estadísticas nacionales. Último dato: junio de 2025 (crédito) y segundo trimestre de 2025 (encuestas).

- a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú con PIB en paridad de poder de compra.
b Agregados calculados con ponderaciones del PIB en paridad de poder de compra.

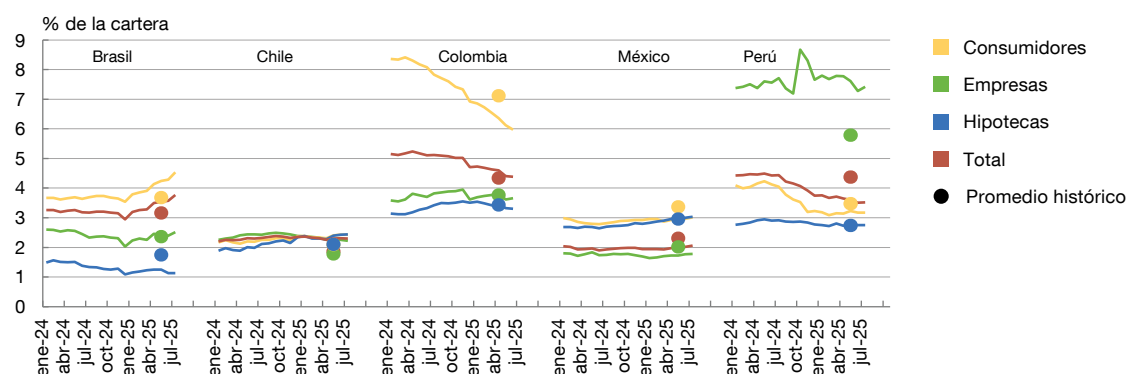


18 Las tensiones bancarias se muestran contenidas, pero persisten riesgos específicos en la región

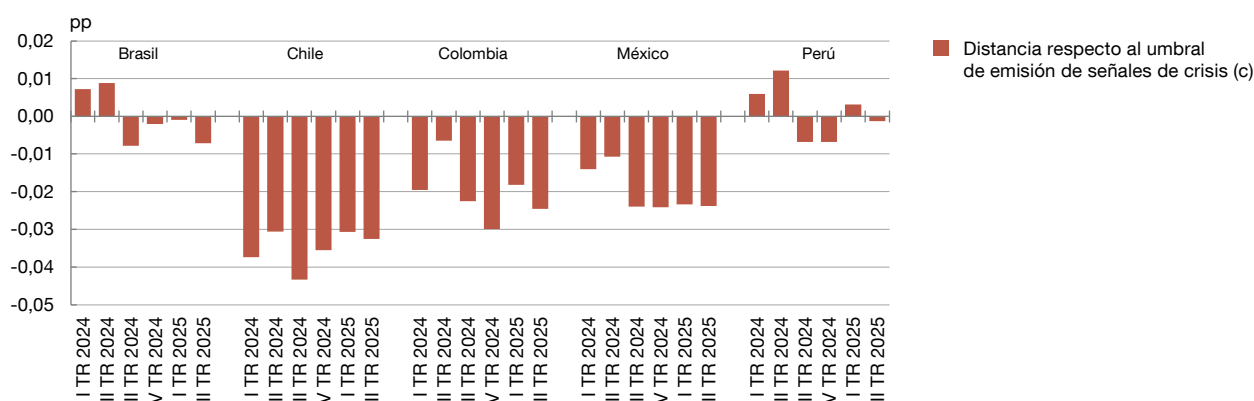
- Los indicadores de tensión del sector bancario latinoamericano se mantuvieron contenidos durante el período analizado. Los préstamos de dudoso cobro comenzaron a disminuir en la mayoría de los países, reflejando una mejora en la calidad crediticia, salvo en Brasil, donde el ciclo de crédito está más avanzado (gráfico 18.a). Asimismo, las probabilidades de registrar una crisis bancaria en los próximos trimestres se han reducido y permanecen alejadas de los umbrales de referencia (gráfico 18.b).
- No obstante, los bancos centrales de la región identifican varios riesgos para la estabilidad de sus sistemas financieros. Entre ellos destacan la incertidumbre externa y su posible repercusión sobre las condiciones de financiación, así como riesgos idiosincrásicos: el elevado coste del servicio de la deuda para los hogares en Brasil, la posibilidad de retiradas de fondos de las administradoras de pensiones en Perú, y una mayor materialización de riesgos climáticos en Brasil y México (esquema 1).

Gráfico 18

18.a Préstamos de dudoso cobro (a)



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



FUENTES: Banco de España, LSEG Datastream y estadísticas nacionales. Último dato: julio (préstamos de dudoso cobro) y segundo trimestre de 2025 (indicador adelantado de crisis).

- Porcentaje del total de préstamos otorgados. Los puntos muestran el promedio histórico (2015-2024) para cada tipo de préstamo y cada país.
- 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).
- El umbral se define como el percentil a partir del cual el indicador sintético ha conducido a crisis bancarias. Véase Irma Alonso-Álvarez y Luis Molina. (2023). "How to foresee crises? A new synthetic index of vulnerabilities for emerging economies". *Economic Modelling*, 125(106304).



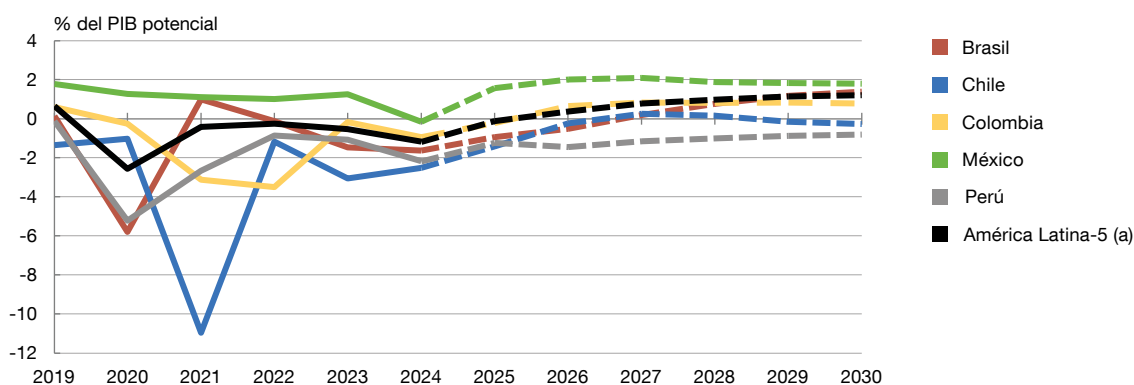
19 La recuperación fiscal es desigual en los distintos países, con superávit en México y deterioro en Brasil y Colombia

- Tras dos años consecutivos de deterioro del saldo estructural primario de las principales economías latinoamericanas, se espera una mejora en 2025, impulsada por el fuerte superávit de México y la reducción del déficit en el resto de los países (gráfico 19.a). Esta tendencia positiva podría prolongarse en los próximos años, salvo en Perú, donde el déficit se mantendría cercano al 1 %. Sin embargo, la trayectoria proyectada es menos favorable que la estimada por el FMI en 2024.
- En Brasil, se prevé un aumento del déficit público, que podría alcanzar el 7,9 % del PIB (gráfico 19.b), principalmente por el mayor pago de intereses de la deuda. En Colombia, las previsiones del FMI son más optimistas que las del consenso de analistas, ya que no incorporan la reciente suspensión de la regla fiscal entre 2025 y 2027, lo que incrementa significativamente el déficit proyectado. Esta decisión ha tenido repercusiones en la percepción crediticia del país: en junio de 2025, Moody's rebajó la calificación a Baa3 —el nivel más bajo dentro del grado de inversión— y Standard & Poor's la redujo a BB, por debajo del grado de inversión.

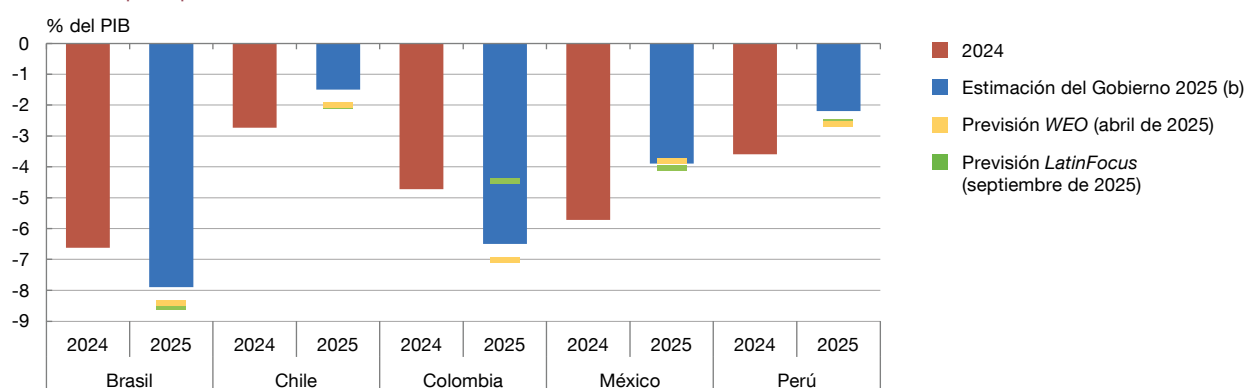
Gráfico 19

Saldo estructural primario y previsiones de saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en América Latina

19.a Saldo estructural primario. WEO de abril de 2025



19.b Saldo presupuestario



FUENTES: FMI, *Consensus Forecasts* y los objetivos de los Gobiernos.

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

b El objetivo de Brasil es un saldo primario del 0 % con un margen simétrico de 0,25 pp. El objetivo de gráfico se obtiene como la previsión del pago de intereses del WEO de abril de 2025 que se suma al objetivo del saldo primario. Para Chile, se toma el dato del *Informe de finanzas públicas* del segundo trimestre de 2025. Para Colombia, el objetivo es la previsión para el sector público no financiero del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025. Para México, son los requerimientos financieros del sector público del documento de «Pre-Criterios de 2026». Para Perú, proviene del *Informe de Programación Multianual Presupuestaria 2025-2027*.



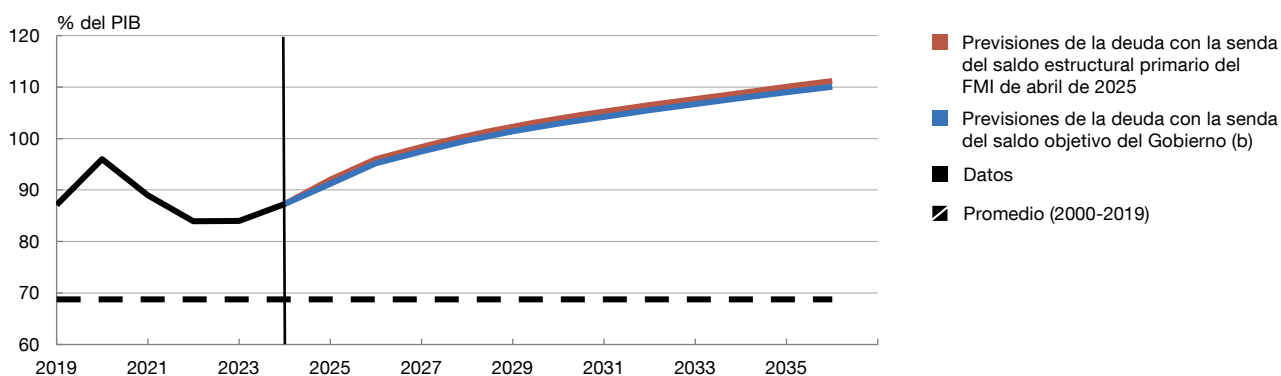
20 Destaca el elevado nivel de endeudamiento de Brasil

- La deuda pública de Brasil alcanzó el 87,3 % del PIB en diciembre de 2024 y se situó muy por encima de los niveles registrados en el resto de las principales economías latinoamericanas: Colombia (61,3 %), México (58,4 %), Chile (42 %) y Perú (32,8 %)²³. Sin embargo, el peso de la deuda pública en moneda extranjera sobre el total de deuda pública es significativamente bajo en Brasil (6 %), en comparación con Perú (46 %), Chile (36 %), Colombia (34 %) y México (16 %), lo que reduce su exposición al riesgo cambiario.
- Las simulaciones sobre la evolución de la deuda pública para Brasil y Colombia reflejan un empeoramiento en 2036, debido principalmente al mayor déficit estructural primario esperado para 2026. En el caso de Brasil, la deuda seguiría una trayectoria ascendente, alcanzando alrededor del 110 % del PIB en 2036. Para Colombia, esta se reduciría más lentamente (hasta el 55 % del PIB en 2036) si se considera la mayor acumulación de deuda contemplada por el Gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025, en consonancia con un déficit público más elevado (gráficos 20.a y 20.b).

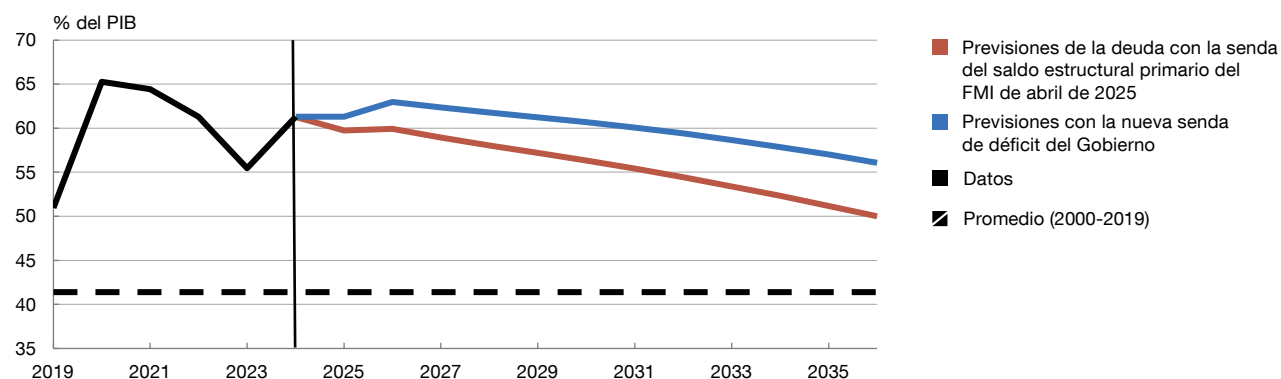
Gráfico 20

Proyecciones de evolución de la deuda pública en la próxima década (a)

20.a Brasil



20.b Colombia



FUENTES: Banco de España, LSEG Datastream, FMI y Banco Mundial.

- a Se toma como base la deuda de WEO del FMI de abril de 2025 y se aplica en diferencias el incremento esperado de la deuda estimado por el Gobierno que es compatible con la nueva senda de déficit público del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025.
- b El Gobierno tiene como objetivo un saldo primario nulo para 2025 y del 0,25 % del PIB para 2026. La diferencia con la previsión del FMI se aplica como menor deuda en 2025 y 2026.



23 World Economic Outlook, del FMI (abril de 2025)

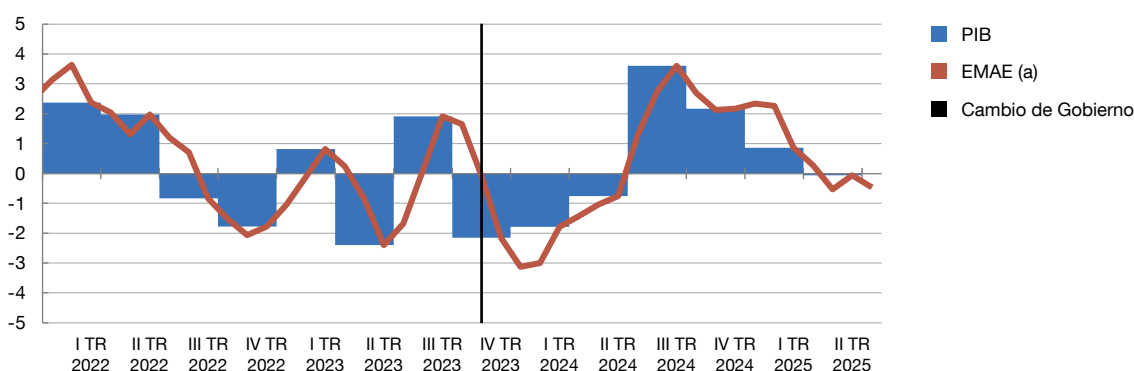
21 La economía argentina creció a un ritmo muy moderado en el primer semestre de 2025, mientras que la inflación continúa en descenso y se mantiene el superávit fiscal

- La actividad económica en Argentina se desaceleró en el primer semestre de 2025, tras el fuerte repunte experimentado en la segunda mitad de 2024 (gráfico 21.a). Esta moderación del ritmo de crecimiento se debió, en gran parte, al estancamiento de los salarios reales y al aumento de los tipos de interés reales, factores que contrajeron el consumo privado y la inversión. Asimismo, las exportaciones, que el año anterior habían sido el principal motor del crecimiento, registraron una caída en este período, lo que debilitó aún más la contribución del sector externo a la actividad económica. Por el lado de la oferta, el Gobierno ha continuado aplicando reformas estructurales orientadas a mejorar la competitividad de la economía (cuadro 3).
- La inflación siguió manteniendo su tendencia descendente, hasta situarse en el 1,9 % en agosto de 2025 (gráfico 21.b). Sin embargo, persisten riesgos al alza relacionados con la evolución del tipo de cambio y de los precios de bienes y servicios regulados y subsidiados.
- El Gobierno acumuló un superávit primario del 1 % en la primera mitad de 2025, una trayectoria similar a la de 2024 (1,2 %), gracias a un menor gasto público (dados los recortes en la inversión pública y en las transferencias a las provincias), la reducción del tamaño del sector público, y la disminución progresiva de subsidios en sectores como la energía, el transporte y el agua.

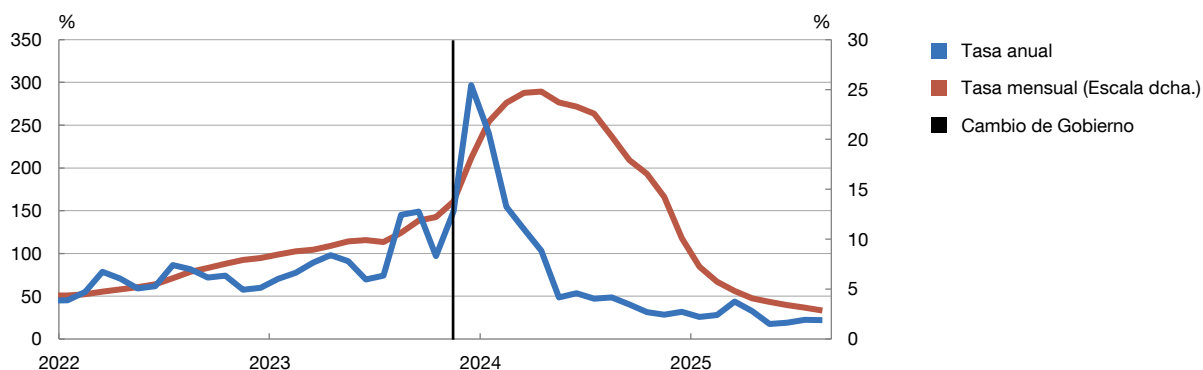
Gráfico 21

Actividad económica e inflación de Argentina

21.a Actividad económica



21.b Inflación



FUENTES: LSEG Datastream y estadísticas nacionales.

a El índice EMAE (estimador mensual de actividad económica) es un índice de actividad económica publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de Argentina (INDEC). La tasa de crecimiento intertrimestral de este índice es considerada un buen indicador adelantado del PIB de Argentina.



Cuadro 3
Principales reformas estructurales orientadas a fomentar el acceso al mercado y la competencia
(diciembre de 2023-octubre de 2025) (a)

Fecha	Reformas del sector público y eliminación de la burocracia
Jul-2024. Ley 27.742	La ley otorga poderes al Ejecutivo para cerrar o reestructurar entidades públicas, aunque existen muchas excepciones relacionadas con la ciencia, la tecnología, la cultura, los parques nacionales y la seguridad alimentaria. También permite la privatización total o parcial de varias empresas públicas, excepto la aerolínea nacional, los servicios postales y la televisión pública, y amplía el abanico de obras que pueden ser concedidas en régimen de concesión a operadores privados. Rapidez, simplicidad, eficacia y eficiencia en los trámites administrativos; el derecho a ofrecer y producir pruebas, a ser escuchado y a recibir la comunicación de una decisión en un plazo razonable. También introdujo el principio de que el silencio administrativo equivale a consentimiento.
Jul-2025. Resolución General 1073/2025	Agiliza los trámites para las empresas que desean financiarse en el mercado de capitales.
Ago-2024. Decreto 747/202	Deroga cuatro decretos previos (de 2012 y 2021) que obligaban al Estado nacional a contratar en exclusividad con ciertas empresas públicas (YPF, Aerolíneas Argentinas, Banco Nación, etc.) para compras de combustibles, seguros, pasajes, servicios bancarios, etc. Elimina esos privilegios y permite que el Estado contrate esos bienes/servicios mediante licitaciones abiertas con proveedores privados.
Ago-2025. Resolución 1199/2025	Las provincias, municipios y la ciudad de Buenos Aires pueden continuar proyectos asumiendo la financiación de las obras cuando el Estado nacional no cubra los desembolsos previstos.
Reforma laboral	
Jul-2024. Ley 27.742	Introduce un sistema simplificado para registrar trabajadores, elimina multas por empleo no registrado y permite esquemas alternativos de indemnización. Descentralización de la negociación colectiva, fomentando convenios por empresa o unidad productiva, en lugar de grandes convenios por rama.
Inversión y reformas sectoriales	
Jul-2024. Ley 27.742	Nuevo régimen de inversiones (RIGI): el régimen tiene como objetivo fomentar el desarrollo de proyectos a gran escala en los sectores de energía, minería, petróleo y gas, siderurgia, infraestructuras, forestal, turismo y tecnología. Energía: la Ley otorga mayor libertad a las empresas del sector, amplía las posibilidades de exportación de energía, elimina los controles de precios y reduce los límites a las exportaciones de gas natural licuado.
Jul-2024. Decreto 599/2024	Liberaliza el mercado aéreo: elimina la necesidad de audiencias públicas para que ingresen nuevas aerolíneas, permite que aeronaves extranjeras operen vuelos internos y desregula las tarifas aéreas.
Oct-2024. Decreto 883/2024	Desregulación total del transporte de pasajeros de media y larga distancia. Se eliminan concesiones exclusivas, cupos y requisitos de frecuencia, permitiendo competencia libre en rutas interjurisdiccionales.
Ene-2025. Decreto 46/2025	Desregulación de las estaciones de servicios. Posibilidad de precios diferenciados para el autoservicio de gasolina.
Jul-2025. Ley 27.742	Creación del Ente Nacional Regulador del Gas y la Electricidad, que unifica las funciones de ENARGAS y ENRE en un solo organismo.
Jul-2025. Decreto 461/2025	Disolución de tres organismos de transporte. Se crea la Agencia de Control de Concesiones y Servicios Públicos de Transporte, un nuevo organismo que tendrá a su cargo la fiscalización integral de los servicios de transporte terrestre urbano, suburbano y ferroviario en todo el país.
Ago-2025. Decreto 538/2025	Sector alimentos: simplifica procesos, reduce estructuras administrativas y acelera la actualización del Código Alimentario Argentino.
Liberalización del comercio	
Dic-2023. Resolución 1/2023	Simplificación de importaciones: suprime el régimen de licencias automáticas y no automáticas de importación, eliminando la necesidad de tramitar permisos SIRA.
Ago-2024. Decreto 697/2024	Eliminación de impuestos a exportaciones de algunos productos agrícolas.
Oct-2024. Decreto 908/2024	Reducción de aranceles de importación. Además, la Resolución General 5587/2024 deroga la Resolución General 4710/2020, que establecía valores referenciales de exportación de carácter precautorio.
Dic-2024. No se renueva la vigencia de la Ley 27.541	Vencimiento sin prórroga del impuesto PAIS del 7,5 % a las importaciones.
May-2024. Resolución 302/2024	Eliminación de cupos de exportaciones de trigo y maíz.
Ene-2025. Decreto 33/2025	Reforma el sistema <i>antidumping</i> : limita la duración máxima de medidas a cinco años.
Sept-2025. Resolución 357/2025	Comercio interno: se eliminan 27 normas complementarias a la Ley de Abastecimiento, que habilitaban controles de precios, imponían a las empresas producir al máximo de su capacidad o pedían información sin finalidad específica.
Oct-2025. Resolución 546/2025	Simplificación de la importación de transportes. Se reconocen homologaciones ambientales de organismos internacionales con altos estándares y certificados de laboratorios locales acreditados ya aprobados por modelo.

FUENTES: Ministerio de Desregulación y Transformación del Estado argentino y OCDE. (2025). *OECD Economic Surveys: Argentina 2025*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/27dd6e27-en>.

a Las medidas de desregulación acumuladas en agosto de 2025 son en total 418; <https://www.argentina.gob.ar/desregulacion>.

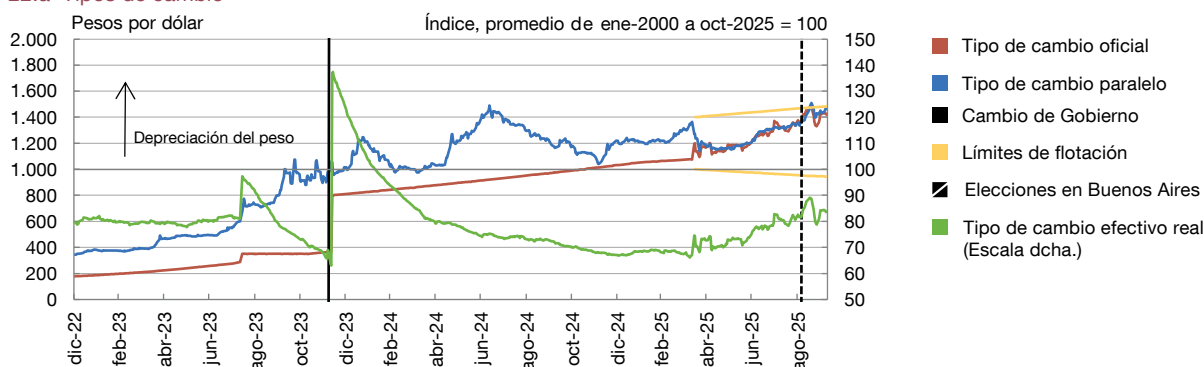
22 En Argentina, el régimen del tipo de cambio se flexibilizó, aunque persisten los elevados riesgos de inestabilidad

- El 11 de abril de 2025, el Gobierno argentino sustituyó el *crawling peg* frente al dólar por una banda cambiaria para el tipo de cambio oficial²⁴. Desde entonces, el diferencial con el tipo de cambio paralelo prácticamente ha desaparecido, aunque se han producido fuertes presiones depreciatorias (gráfico 22.a)²⁵.
- De hecho, la creciente incertidumbre política previa a las elecciones legislativas del 26 de octubre intensificó estas presiones y el peso alcanzó el límite superior de la banda de flotación, pese a que el Gobierno aprobó una eliminación temporal del impuesto a ciertas exportaciones agrícolas y que el banco central vendió dólares. Al cierre de este Informe, el Tesoro de Estados Unidos también intervino para defender el peso y cerró un acuerdo de *swap* de divisas por 20.000 millones de dólares con el banco central argentino, lo que generó una reacción positiva en los mercados y permitió que el peso regresara a la banda establecida. Asimismo, el secretario del Tesoro estadounidense señaló que estaba preparado para tomar las medidas excepcionales que fueran necesarias para proporcionar estabilidad a los mercados.
- La falta de acumulación de reservas es especialmente preocupante, dado el empeoramiento del saldo por cuenta corriente. En el pasado, el déficit público solo se compensaba parcialmente con el ahorro privado y, por ello, la balanza por cuenta corriente registraba un déficit. Sin embargo, en esta ocasión el saldo del sector público no es negativo, lo que podría mitigar los riesgos para la sostenibilidad externa (gráfico 22.b).

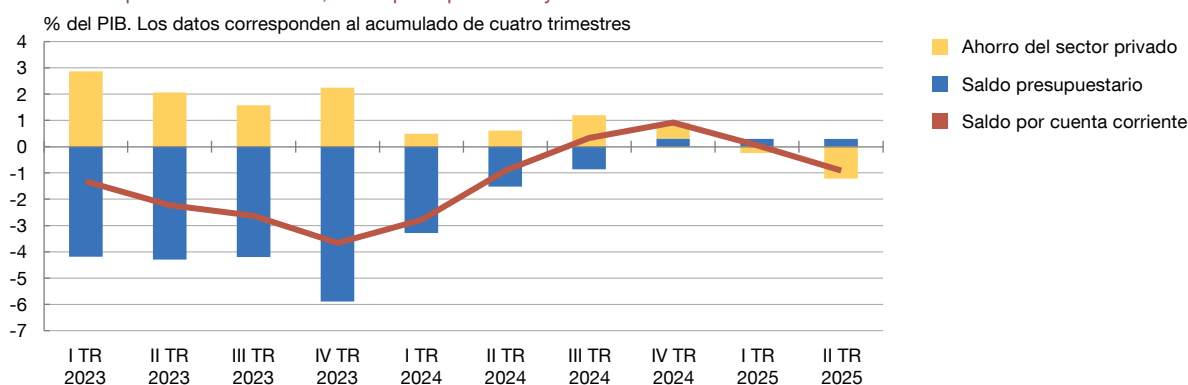
Gráfico 22

Evolución de los mercados financieros de Argentina

22.a Tipos de cambio



22.b Saldo por cuenta corriente, saldo presupuestario y ahorro



FUENTES: Banco Central de la República Argentina y LSEG.

24 La banda cambiaria se situó en 1.000-1.400 pesos argentinos por dólar, con una ampliación mensual del 1 % en ambos límites.

25 El Gobierno también advirtió que no intervendría en el mercado cambiario salvo que el tipo de cambio alcanzase el límite superior de la banda, y que priorizaría la estabilidad de los precios. Adicionalmente, se relajaron algunos controles de capitales.

Cuadro 4

América Latina: principales indicadores económicos

	Promedio 2007- 2023	2024	Previsiones del FMI (WEO de abril de 2025)			2023		2024				2025	
			2025	2026	2027	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
PIB (variación respecto al período anterior) (a)													
América Latina y el Caribe (b)	2,0	2,4	2,2	2,4	2,7	0,5	0,1	0,3	0,6	1,2	0,3	0,8	0,4
Argentina	1,5	-1,7	5,5	4,5	4,0	1,9	-2,2	-1,8	-0,8	3,6	2,2	0,9	-0,1
Brasil	2,0	3,4	2,3	2,1	2,2	0,1	0,3	0,9	1,5	0,8	0,1	1,3	0,4
México (c)	1,5	1,4	0,2	1,4	2,1	0,6	0,4	0,0	0,1	0,9	-0,6	0,3	0,6
Chile	2,9	2,6	2,0	2,2	2,3	1,2	-0,3	1,4	-0,6	1,7	0,6	0,8	0,4
Colombia (c)	3,5	1,7	2,4	2,6	2,8	-0,2	0,7	0,5	0,3	0,4	1,3	0,3	0,5
Perú	4,0	3,3	2,8	2,6	2,5	0,0	0,8	1,0	1,3	0,8	1,3	0,3	0,5
IPC (tasa interanual) (a)													
América Latina y el Caribe (b)	6,8	16,6	7,2	4,8	3,9	5,5	5,1	4,7	4,5	4,7	4,6	4,4	4,7
Argentina	27,9	219,9	35,9	14,5	9,4	125,9	172,8	273,5	278,7	234,2	154,4	68,0	43,3
Brasil	5,8	4,4	5,3	4,3	3,4	4,6	4,7	4,3	4,0	4,4	4,8	5,0	5,4
México	4,5	4,7	3,5	3,2	3,0	4,6	4,4	4,6	4,8	5,0	4,5	3,7	4,2
Chile	4,2	3,9	4,4	3,2	3,0	5,6	4,6	4,0	4,1	4,5	4,5	4,8	4,4
Colombia	4,8	6,6	4,7	3,1	3,0	11,4	10,0	7,8	7,2	6,3	5,3	5,2	5,0
Perú	3,4	2,4	1,7	1,9	2,0	5,5	3,7	3,1	2,2	2,0	2,1	1,5	1,7
Saldo presupuestario (% del PIB) (a) (d)													
América Latina y el Caribe (b)	-4,0	-4,7	-4,7	-4,0	-3,4	-5,3	-6,0	-6,2	-6,6	-6,4	-5,9	-5,4	-5,1
Argentina	-3,9	-6,0	0,4	1,4	1,8	-4,2	-5,9	-3,3	-1,5	-0,9	0,3	0,3	0,3
Brasil (e)	-5,3	-8,9	—	—	-6,3	-7,5	-8,8	-9,0	-9,8	-9,2	-8,5	-7,9	-7,3
México (e)	-3,1	-3,8	—	—	-2,9	-4,4	-3,8	-5,0	-5,1	-5,3	-5,5	-4,2	-4,2
Chile	-1,2	-2,4	-2,0	-1,1	-0,7	-2,3	-2,4	-3,4	-3,6	-3,7	-2,8	-2,7	-2,7
Colombia	-3,0	-3,3	-4,4	-3,3	-3,0	-3,4	-4,2	-4,3	-6,7	-6,9	-6,7	-7,8	-7,2
Perú	-1,0	-3,5	-2,5	-2,3	-1,8	-3,5	-3,5	-4,0	-4,0	-4,4	-3,9	-3,7	-3,7
Deuda pública (% del PIB) (a)													
América Latina y el Caribe (b)	57,8	70,0	71,1	71,9	72,2	63,1	65,9	64,9	67,2	66,4	67,4	68,4	—
Argentina	67,3	-	73,1	68,2	65,1	69,0	85,6	70,0	72,1	69,4	67,9	70,2	—
Brasil	73,6	87,3	92,0	96,0	98,1	81,1	84,0	84,5	87,6	84,9	87,3	88,1	89,8
México (e)	48,0	58,4	—	—	61,1	48,6	47,2	49,2	50,9	53,0	53,3	54,5	53,7
Chile	19,8	42,0	43,0	43,4	43,2	38,9	39,4	40,1	40,8	41,3	41,6	41,7	41,3
Colombia	46,3	61,3	59,7	59,9	59,9	55,1	54,7	55,5	58,3	58,4	59,9	60,3	61,4
Perú	27,1	32,8	33,7	34,7	35,5	31,9	32,4	31,7	32,1	32,0	32,1	31,1	31,8
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (a) (d)													
América Latina y el Caribe (b)	-1,9	-0,9	-1,1	-1,4	-1,4	-1,8	-1,4	-1,3	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8
Argentina	-1,0	-3,3	-0,4	-0,3	0,2	-2,4	-3,2	-2,4	-0,8	0,3	0,9	0,0	-1,0
Brasil	-2,5	-1,4	-2,3	-2,2	-2,1	-1,6	-1,2	-1,2	-1,5	-2,2	-3,0	-3,5	-3,6
México	-1,1	-0,3	-0,5	-1,1	-1,2	-1,1	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-0,9	-0,2	-0,1
Chile	-3,2	-3,5	-2,1	-2,4	-2,7	-3,8	-3,1	-3,1	-2,8	-1,8	-1,5	-1,8	-2,2
Colombia	-3,8	-2,7	-2,3	-2,4	-2,8	-3,2	-2,2	-1,9	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-2,1
Perú	-2,0	0,6	1,7	1,3	0,4	-0,7	0,3	1,0	1,4	2,1	2,2	2,2	1,9
Deuda externa (% del PIB) (a)													
América Latina y el Caribe (b)	27,9	32,3	—	—	—	32,9	32,8	32,9	32,4	33,5	32,5	33,6	34,1
Argentina	41,6	43,5	—	—	—	42,5	43,5	45,8	46,2	45,9	43,8	41,5	43,5
Brasil	29,6	33,0	—	—	—	33,8	33,3	33,2	32,7	34,3	32,9	34,8	35,8
México	12,4	11,9	—	—	—	11,4	11,3	11,7	11,1	12,3	12,5	14,1	13,1
Chile	57,6	74,2	—	—	—	71,0	72,6	73,5	75,2	78,3	74,2	75,5	76,3
Colombia	35,4	48,1	—	—	—	54,7	53,3	50,4	48,2	47,8	48,1	48,1	49,0
Perú	25,9	36,8	—	—	—	38,3	38,6	37,9	37,3	38,2	36,8	36,6	36,8
PRO MEMORIA: Agregado de economías emergentes, excluidas América Latina y China (FMI, WEO de abril de 2025)													
PIB (tasa interanual)	4,1	4,3	4,1	4,2	4,4								
IPC (tasa interanual)	7,6	10,1	8,2	6,7	5,6								
Saldo presupuestario (% del PIB)	-2,9	-4,6	-5,0	-4,8	-4,5								
Deuda pública (% del PIB)	43,4	58,4	61,0	62,8	63,6								
Balanza por cuenta corriente (% del PIB)	0,9	0,5	-0,4	-0,6	-0,5								
Deuda externa (% del PIB)	27,1	26,5	27,0	26,8	—								
Peso en el PIB mundial, en PPP (%)	31,2	33,4	33,8	34,2	34,6								

FUENTES: FMI, LSEG Datastream, *LatinFocus* y estadísticas nacionales.

- a América Latina y el Caribe representan el 7,3 % del PIB mundial medido en PPP. Las seis economías mostradas representan el 84 % 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 de América Latina y riesgos para la estabilidad financiera según los bancos centrales de la región (a)



BRASIL



Riesgo político/geográfico

Los riesgos climáticos se materializaron más en 2024 que en 2023, pero su impacto sobre el sector fue muy bajo.



Riesgo crediticio

A pesar del inicio de un nuevo ciclo restrictivo, el crédito de los segmentos más arriesgados y para los deudores de rentas más bajas ha seguido aumentando. La capacidad de pago de hogares y empresas sigue bajo presión: incluso en un entorno de mejora de los ingresos, elevado empleo y nivel de actividad resiliente ante los *shocks* externos y de política monetaria, la relación entre el servicio de la deuda de los hogares y los ingresos ha crecido y se sitúa en máximos históricos. Las empresas, a su vez, están muy apalancadas y su capacidad de pago se encuentra bajo presión debido al endurecimiento de las condiciones financieras. En todo caso, el impacto sobre las empresas no financieras del ciclo restrictivo de la política monetaria sería menor que durante el ciclo previo, en 2015-2016.



Riesgo internacional

Políticas de la nueva Administración estadounidense e incertidumbre acerca de su política comercial y de los efectos de esta.



Resiliencia del sistema financiero y fiscal

Los riesgos fiscales y de insostenibilidad de la deuda cada vez son más relevantes para las entidades. Cambios regulatorios que entraron en vigor en enero de 2025 —que básicamente elevan las provisiones del sector y cambian el cálculo de los activos ponderados por riesgo— no generarían necesidades de aportes adicionales de capital. Los test de estrés arrojan que casi un 40 % del sector vería limitada la distribución de beneficios en un escenario adverso.



Riesgo cambiario

La finalización del *overhedge* (coberturas excesivas) cambiario que habían adoptado los bancos para proteger el valor de sus acciones de los movimientos del tipo de cambio redujo significativamente la volatilidad del tipo de cambio tanto en 2021 como en 2022.

CHILE



Riesgo político/geográfico

Recrudescimiento de las tensiones geopolíticas y comerciales.



Riesgo crediticio

Mejora de los indicadores financieros de los hogares, en especial en los de ingresos bajos, y tendencia de los indicadores de impago de hipotecas hacia la media histórica. El endeudamiento de las empresas se ha reducido. Baja exposición directa a los sectores exportadores más afectados por los aranceles de Estados Unidos.



Riesgo internacional

Un ajuste del riesgo global podría tensionar las condiciones de financiación en economías emergentes, con salidas de capitales. La menor profundidad del mercado de capitales en comparación con episodios previos podría reducir la capacidad para amortiguar los efectos sobre las variables financieras de estos cambios abruptos.



Resiliencia del sistema financiero y fiscal

La persistencia de déficits públicos estructurales durante varios años ha ido mermando las holguras fiscales y ha aumentado la deuda pública. La reforma del sistema de pensiones podría llevar a medio plazo a incrementar el ahorro de los hogares y a elevar la liquidez y profundidad del mercado de capitales.



COLOMBIA



Riesgo político/geográfico

La eventual imposición de sanciones por parte de Estados Unidos podría limitar significativamente el acceso a la financiación internacional y a pagos denominados en dólares. Esto incluiría el congelamiento de activos pertenecientes a individuos, empresas o entidades gubernamentales en territorio estadounidense, restricciones a las transacciones bancarias con contrapartes en Estados Unidos, y bloqueos a la financiación externa en moneda extranjera, especialmente en dólares.



Riesgo crediticio

Si bien la morosidad ha disminuido, el riesgo de crédito de las empresas, especialmente las de menor tamaño, continúa aumentando, sobre todo ante los posibles efectos negativos de la política comercial proteccionista.



Riesgo internacional

La incertidumbre sobre la dinámica económica global se ha incrementado significativamente en un contexto de políticas comerciales proteccionistas y conflictos geopolíticos.



Resiliencia del sistema financiero y fiscal

El aumento de las tenencias de deuda pública, unido a la mayor incertidumbre fiscal, podría incidir negativamente en la valoración de las carteras de inversión de las entidades financieras locales. La rentabilidad de las entidades de crédito sigue en niveles históricamente bajos; si bien ha mejorado recientemente, está afectada por la elevada incertidumbre.



Riesgo cambiario

Aunque la mayor parte de la deuda corporativa denominada en deuda extranjera está cubierta con mecanismos que mitigan el riesgo de tipo de cambio, el elevado peso de esta modalidad de deuda aumenta la vulnerabilidad del sector por la menor capacidad de pago ante las depreciaciones.

FUENTES: Banco de España.

a La información refleja los principales riesgos recogidos en los informes de estabilidad financiera de Brasil (abril de 2025), México (junio de 2025), Chile (primer semestre de 2025), Colombia (agosto de 2025) y Perú (mayo de 2025).

Esquema 1

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

PERÚ				
 <p>Riesgo político/geográfico</p> <p>Se han intensificado los riesgos geopolíticos, en particular las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China por la aplicación de aranceles</p>	 <p>Riesgo crediticio</p> <p>Reducción del riesgo de crédito por la moderada recuperación de los segmentos de menor riesgo (incremento de la demanda de las empresas de mayor tamaño y estabilización de la cartera minorista). Un menor crecimiento económico por una eventual desaceleración económica global podría aplazar las decisiones de inversión por parte de las empresas corporativas, afectar a su rentabilidad —pérdida de valor de la renta variable— y reducir el ahorro interno —menor demanda de activos de renta fija—.</p>	 <p>Riesgo internacional</p> <p>Mayor volatilidad de los mercados financieros por temas geopolíticos, que, de acentuarse, podría desencadenar drásticos ajustes de las condiciones financieras, una potencial salida abrupta de capitales de las economías emergentes y, con ello, la elevación de los tipos de interés por un período más prolongado del esperado por los agentes.</p>	 <p>Resiliencia del sistema financiero y fiscal</p> <p>Retiradas adicionales de fondos previsionales administrados por las AFP, que llevarían a que la cartera tuviera activos menos líquidos. Estos perderían valor dada la venta masiva que tendrían que efectuar las AFP a fin de atender la retirada de fondos de los afiliados —exacerbación de los problemas estructurales (baja liquidez y poca profundidad) de los mercados de capitales internos—.</p>	 <p>Riesgo cambiario</p> <p>La dolarización de las colocaciones se mantiene estable, gracias a las medidas macroprudenciales implementadas en años anteriores para reducir la dolarización del crédito.</p>
MÉXICO				
 <p>Riesgo político/geográfico</p> <p>Impacto de políticas comerciales más restrictivas con mayores aranceles impuestos por Estados Unidos. Posibles movimientos de capitales bruscos ante una mayor volatilidad de los mercados emergentes ante tensiones geopolíticas. Intensificación del impacto del cambio climático y mayor implantación de la inteligencia artificial. Los riesgos climáticos engloban tanto los directos como los relacionados con la transición energética. Preocupan especialmente las inundaciones, al suponer un mayor impacto sobre el crédito empresarial e hipotecario.</p>	 <p>Riesgo crediticio</p> <p>La elevada concentración de la cartera de crédito del sistema bancario mexicano, ya que un pequeño número de acreedores representa una proporción elevada del crédito, puede impactar en la estabilidad ante <i>shocks</i> sectoriales específicos. Posible incremento de la morosidad ante peores resultados empresariales.</p>	 <p>Riesgo internacional</p> <p>Las tensiones comerciales y las medidas proteccionistas han deteriorado las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo, a nivel tanto global como nacional. Las fricciones del comercio internacional podrían reconfigurar las cadenas globales de valor, reduciendo la eficiencia y afectando negativamente al crecimiento potencial de la economía mundial.</p>	 <p>Resiliencia del sistema financiero y fiscal</p> <p>Ajustes no anticipados de las calificaciones crediticias de emisores de deuda soberana mexicana u otros emisores nacionales clave, como Pemex, si bien dos de las principales agencias calificadoras a nivel global ratificaron su evaluación crediticia de la deuda soberana mexicana a largo plazo denominada en moneda extranjera en niveles consistentes con el grado de inversión. Con respecto a Pemex, las agencias de <i>rating</i> mencionan que su inclusión, por segundo año consecutivo, en el presupuesto del Gobierno federal es favorable para su evaluación, dada la garantía de apoyo que ello implica. Sin embargo, también señalan que la empresa aún presenta vulnerabilidades financieras.</p>	 <p>Riesgo cambiario</p> <p>Tras la apreciación del peso, podría haber una mayor volatilidad o correcciones abruptas del tipo de cambio que afecten a los bancos y empresas con mayor exposición cambiaria.</p>

FUENTES: Banco de España.

a La información refleja los principales riesgos recogidos en los informes de estabilidad financiera de Brasil (abril de 2025), México (junio de 2025), Chile (primer semestre de 2025), Colombia (agosto de 2025) y Perú (mayo de 2025).

Recuadro 1

EFFECTOS DEL IMPUESTO A LAS REMESAS QUE SE ENVÍAN DESDE ESTADOS UNIDOS HACIA CENTROAMÉRICA Y LA REPÚBLICA DOMINICANAEvelyn C. Badilla y Juan F. Izaguirre¹, en colaboración con los autores del Informe**Introducción**

Las remesas tienen una relevancia significativa para la mayoría de las economías de Centroamérica y la República Dominicana (CARD), en las que se posicionan como una de las principales fuentes de ingresos en la balanza por cuenta corriente. En varios casos, estos ingresos superan a aquellos derivados de las exportaciones y la inversión extranjera directa. Además de su peso macroeconómico, las remesas desempeñan un papel esencial en el gasto de los hogares, dinamizando sectores como el comercio y la construcción² y actuando como mecanismo de subsistencia³. Asimismo, su estabilidad, incluso en contextos de crisis global (como el generado por la pandemia de COVID-19), ha contribuido a amortiguar desequilibrios externos y a sostener el tipo de cambio.

La mayor parte de las remesas enviadas a la región CARD proceden de Estados Unidos⁴, lo que otorga una especial relevancia al reciente cambio en la legislación estadounidense que afectará a las mismas y que entrará en vigor el 1 de enero de 2026⁵. Según dicho cambio, se establece un impuesto del 1 % sobre determinadas modalidades de envío de remesas al extranjero. Esta medida afectará solamente a las remesas enviadas en efectivo, mediante giros postales o cheques de caja, y no incluirá las transferencias realizadas desde cuentas bancarias ni las efectuadas con tarjetas de crédito o

débito emitidas en Estados Unidos. El impuesto será abonado por el remitente en el momento de la transferencia y podría tener un impacto particular en personas migrantes con acceso limitado al sistema bancario formal, quienes suelen recurrir a métodos de envío en efectivo⁶.

Efecto del impuesto al envío de remesas

Diversos estudios han identificado factores que influyen en los flujos de remesas, como el tamaño de la diáspora⁷, el tipo de cambio⁸ y el nivel de ingresos en el país emisor⁹. Sin embargo, el efecto del coste de envío ha recibido menos atención, pese a su relevancia potencial. Orozco¹⁰ señala que una reducción de los costes puede incentivar los envíos, si bien la elasticidad al coste de envío es reducida.

Aunque en términos generales se ha observado una tendencia a la baja en los costes de envío de remesas desde Estados Unidos hacia los países de la región CARD durante la última década¹¹, estos siguen siendo muy elevados (por encima del 4 %) y presentan diferencias significativas entre países (gráfico 1). Así, El Salvador y Honduras muestran, en promedio, costes más reducidos, mientras que los dirigidos a la República Dominicana registran niveles consistentemente superiores, situación atribuible a la menor presencia de operadores formales, como bancos y empresas autorizadas, lo que reduce la competencia y eleva los costes.

- 1 Evelyn C. Badilla y Juan F. Izaguirre son analista de estadísticas económicas y base de datos y economista, respectivamente, de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA).
- 2 Alina Carare, Alejandro Fiorito Baratas, Jessie Kilembe, Metodij Hadzi-Vaskov y Wenzhang Zhang. (2024). "The Joint Effect of Emigration and Remittances on Economic Growth and Labor Force Participation in Latin America and the Caribbean". IMF Working Papers, WP/24/175, International Monetary Fund.
- 3 Según el Banco Central de Reserva de El Salvador, en 2024 el 98,7 % de las remesas fueron destinadas al consumo familiar. En Guatemala, la Encuesta sobre Migración Internacional de Personas Guatemaltecas y Remesas 2022 indica que el 58,4 % se usaron para gasto doméstico y el resto para inversión, ahorro, salud y educación. En Honduras, el 76,4 % se destinaron a manutención, mientras que educación, ahorro e inversión recibieron porcentajes menores.
- 4 Véase el gráfico 2.a de Juan Carlos Berganza, María Pía Cobián González, María Teresa García Cid y Esther López Espinosa. (2025). "Las remesas enviadas desde España hacia América Latina: algunas cifras básicas". Boletín Económico - Banco de España, 2025/T2, 01.
- 5 Se trata de una disposición de la ley conocida como *One Big Beautiful Bill Act*, firmada por el presidente estadounidense el pasado 4 de julio.
- 6 Según la nota de remesas publicada por el CEMLA, el porcentaje de remesas enviadas en efectivo desde Estados Unidos varía entre el 40 % y el 47 % en el caso de México y entre el 76 % y el 80 % en el caso de Guatemala.
- 7 Richard H. Adams Jr. y John Page. (2005). "Do international migration and remittances reduce poverty in developing countries?". *World Development*, 33(10), pp. 1645-1669.
- 8 Dean Yang. (2008). "International migration, remittances and household investment: Evidence from Philippine migrants' exchange rate shocks". *The Economic Journal*, 118(528), pp. 591-630.
- 9 Dilip Ratha. (2003). "Chapter 7. Workers' remittances: An important and stable source of external development finance". En Banco Mundial, *Global Development Finance 2003*, pp. 157-175.
- 10 Manuel Orozco. (2002). "Globalization and migration: The impact of family remittances in Latin America". *Latin American Politics and Society*, 44(2), pp. 41-66.
- 11 Thorsten Beck, Mathilde Janfils y Kangni R. Kpodar. (2022). "What Explains Remittance Fees? Panel Evidence". IMF Working Papers, WP/22/63, International Monetary Fund.

Recuadro 1

EFFECTOS DEL IMPUESTO A LAS REMESAS QUE SE ENVÍAN DESDE ESTADOS UNIDOS HACIA CENTROAMÉRICA Y LA REPÚBLICA DOMINICANA (cont.)

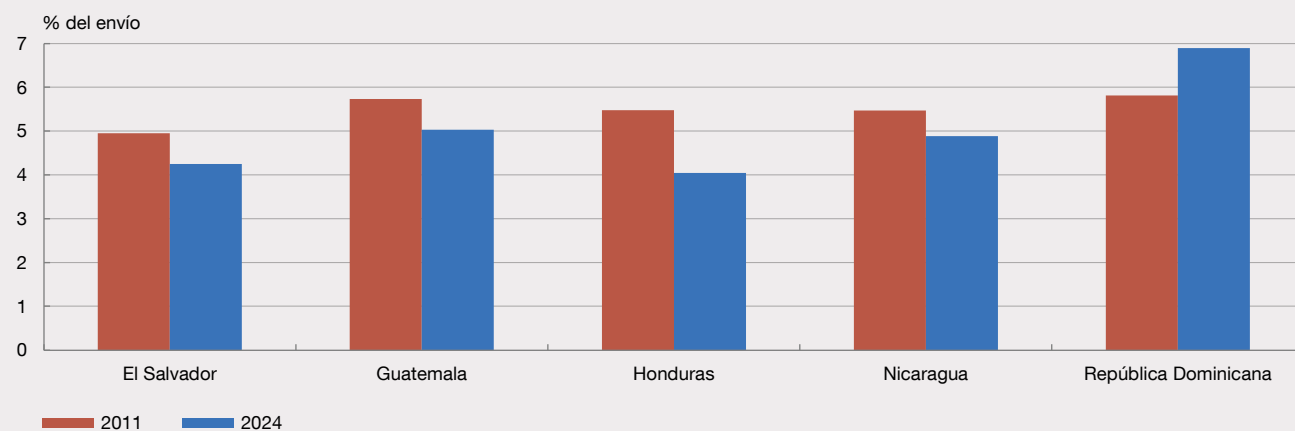
Para analizar el efecto de la variación del coste de envío sobre las remesas, Badilla e Izaguirre¹² utilizan un panel de datos trimestrales entre el primer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2025 para cinco países de la región CARD (El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana). Los resultados muestran que un aumento de 1 punto porcentual en el coste de envío (es decir, de la misma magnitud que el impuesto al envío de remesas por algunas vías aprobado en Estados Unidos) reduce el volumen de remesas en un 0,37 % en el corto

plazo. Si el incremento del coste es persistente, la reducción acumulada puede alcanzar un 1,21 %.

Teniendo en cuenta estos resultados, cabe esperar que las remesas enviadas en efectivo desde Estados Unidos hacia la región CARD no se vean afectadas de manera significativa por el nuevo impuesto que entrará en vigor el próximo 1 de enero. Además, el efecto será heterogéneo por países y mayor en la medida en que lo sea el porcentaje de remesas enviadas en efectivo.

Gráfico 1

Coste promedio por envío de 200 dólares desde Estados Unidos



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial (Remittance Prices Worldwide).

12 Evelyn C. Badilla Barrantes y Juan F. Izaguirre Silva. (2025). "Impacto del costo de envío en los flujos de remesas hacia Centroamérica y República Dominicana". Documento de Trabajo SECMCA-05-2025.

Recuadro 2

REMESAS, CRÉDITO AL CONSUMO Y MOROSIDAD EN MÉXICOMartín Tobal¹, en colaboración con los autores del Informe**Introducción**

El desarrollo de un sistema financiero sólido y accesible es un elemento fundamental para el crecimiento económico y la reducción de la pobreza, especialmente en las economías emergentes². En este contexto, las remesas —transferencias de dinero enviadas por los emigrantes a sus familias en el país de origen— han adquirido una relevancia creciente en México, donde más del 10 % de los hogares las reciben y donde, en el 60 % de los casos, constituyen la primera o segunda fuente de ingresos³.

La literatura económica ha documentado que el acceso a los servicios financieros fomenta la inversión, suaviza el consumo ante perturbaciones y contribuye a la movilidad social⁴. En países en desarrollo, las remesas pueden desempeñar un papel catalizador en la profundización financiera, al incrementar la bancarización y facilitar el acceso al crédito⁵. Sin embargo, su efecto sobre el endeudamiento no es unívoco: por un lado, pueden servir de garantía y mejorar el historial crediticio, incentivando la concesión de préstamos; por otro, al aliviar restricciones de liquidez, pueden reducir la demanda de financiación bancaria⁶.

Este recuadro analiza el impacto de las remesas sobre el crédito bancario al consumo y la morosidad crediticia en México, con especial atención a los efectos diferenciados según el tipo de préstamo y el perfil del prestatario.

Datos y metodología

El análisis se centra en el crédito bancario al consumo, que incluye préstamos personales, microcréditos,

créditos para la adquisición de bienes de consumo duradero (excluyendo automóviles), créditos para la compra de coches y préstamos vinculados a la nómina salarial. Estos productos presentan condiciones heterogéneas en cuanto a tipo de interés, importe y plazo, lo que permite distinguir entre dos segmentos principales:

- Segmento de alta calidad: préstamos para la compra de coche y créditos de nómina, caracterizados por tipos de interés más bajos, importes mayores y plazos más largos.
- Segmento de baja calidad: préstamos personales, microcréditos y créditos para la compra de bienes de consumo duradero, con tipos de interés más elevados, importes menores y plazos más cortos.

La información disponible cubre el 83 % del crédito a plazo fijo en México y el 96 % de los municipios mexicanos. La distribución regional muestra que los créditos de baja calidad y las remesas se concentran en mayor medida en zonas de pobreza media-alta y alta, mientras que los de alta calidad tienen mayor presencia en áreas de menor pobreza. Esta información se recoge en el cuadro 1.

Para estimar el impacto de las remesas sobre el crédito bancario y la morosidad, se emplea un modelo de datos de panel a nivel municipal, con información semestral para más de 2.000 municipios entre 2017 y 2019. Se analizan tres variables dependientes: el saldo vivo de crédito, el saldo de crédito moroso y la tasa de morosidad (definida como la ratio entre el saldo moroso y el saldo vivo).

- 1 Martín Tobal es director de Análisis de Riesgos Macrofinancieros del Banco de México. Las opiniones expresadas no reflejan necesariamente la posición de dicha institución ni de ninguna otra. Los resultados se basan en D. Heres, D. Jaume, E. Téllez de la Vega y M. Tobal. (2023). "Credit Use, Credit Delinquency Rates and Remittances". Mimeo, Banco de México, 21 de octubre de 2023.
- 2 R. Levine. (1997). "Financial development and economic growth: Views and agenda". *Journal of Economic Literature*, 35(2), pp. 688-726; R. Levine, N. Loayza y T. Beck. (2000). "Financial intermediation and growth: Causality and causes". *Journal of Monetary Economics*, 46(1), pp. 31-77; J. H. Boyd, R. Levine y B. D. Smith. (2001). "The impact of inflation on financial sector performance". *Journal of Monetary Economics*, 47(2), pp. 221-248.
- 3 Según la Encuesta Intercensal del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) de 2015. Entre 2016 y 2019, las remesas crecieron en promedio un 10 % anual. Para 2019, representaban el 2,9 % del PIB y el 4,5 % del gasto de los hogares. Véase J. Cervantes. (2019). "Las remesas y la medición de la pobreza en México". CEMLA.
- 4 H. Jalilian y C. Kirkpatrick. (2002). "Financial development and poverty reduction in developing countries". *International Journal of Finance & Economics*, 7(2), pp. 97-108; World Bank. (2001). *World development report 2000/2001*. Oxford University Press; R. Burgess y R. Pande. (2005). "Do rural banks matter? Evidence from the Indian social banking experiment". *American Economic Review*, 95(3), pp. 780-795; D. Karlan y J. Zinman. (2010). "Expanding credit access: Using randomized supply decisions to estimate the impacts". *The Review of Financial Studies*, 23(1), pp. 433-464; A. Banerjee, E. Breza, E. Duflo y C. Kinnan. (2019). "Can microfinance unlock a poverty trap for some entrepreneurs?". NBER Working Paper, 26346. National Bureau of Economic Research.
- 5 R. Aggarwal, A. Demirguc-Kunt y M. S. Martínez Pería. (2011). "Do remittances promote financial development?". *Journal of Development Economics*, 96(2), pp. 255-264; D. Anzoategui, A. Demirguc-Kunt y M. S. Martínez Pería. (2014). "Remittances and financial inclusion: Evidence from El Salvador". *World Development*, 54, pp. 338-349.
- 6 P. Giuliano y M. Ruiz-Arranz. (2009). "Remittances, financial development, and growth". *Journal of Development Economics*, 90(1), pp. 144-152; C. Ambrosius y A. Cuecuecha. (2013). "Are remittances a substitute for credit? Carrying the financial burden of health shocks in national and transnational households". *World Development*, 46, pp. 143-152.

Recuadro 2

REMESAS, CRÉDITO AL CONSUMO Y MOROSIDAD EN MÉXICO (cont.)

El modelo incorpora efectos fijos por semestre y municipio-año, así como controles por actividad económica y salario real a nivel estatal⁷. Para abordar posibles problemas de causalidad inversa y factores no observados, se utiliza una estrategia de variables instrumentales, empleando la tasa de desempleo en Estados Unidos (en particular, la de personas de origen mexicano) como instrumento para las remesas⁸. Esta aproximación permite aislar la variación exógena de las remesas derivada de perturbaciones del mercado laboral estadounidense, que afectan a la oferta de transferencias, pero no a la demanda de crédito en México.

Resultados

Efecto de las remesas sobre el crédito bancario. Los resultados muestran que un aumento del 10 % de las remesas recibidas por un municipio se traduce en un

incremento del 1,8 % del saldo vivo de crédito al consumo. Este efecto positivo se concentra en el segmento de alta calidad: un aumento del 10 % de las remesas eleva el crédito en vigor de este segmento en un 2,2 %, mientras que no se observa un impacto significativo en el segmento de baja calidad. Estos resultados se presentan en el cuadro 2 [columna (1)]⁹.

Efecto sobre la morosidad crediticia. Las remesas también contribuyen a reducir la morosidad. Un incremento del 10 % de las remesas disminuye el saldo de crédito moroso en un 5,4 % y la tasa de morosidad en 0,24 puntos porcentuales (pp). Este efecto es especialmente relevante en el segmento de baja calidad, donde la reducción del crédito moroso alcanza el 8,3 % y la tasa de morosidad cae en 0,44 pp. En cambio, no se detecta un efecto significativo en el segmento de alta calidad [columnas (2) y (3) del cuadro 2].

Cuadro 1
Cobertura y distribución regional de las remesas y el crédito al consumo

	Cobertura: municipios con presencia		Distribución: peso en municipios con distinto nivel de pobreza			
	Número	%	Baja	Medio-baja	Medio-alta	Alta
			< 28 %	(28 %-40 %)	(40 %-57 %)	> 57 %
1 Población (nacional)	2.457	100	25 %	25 %	25 %	25 %
2 Remesas	2.362	96	20 %	19 %	30 %	30 %
3 Segmento de crédito de baja calidad						
Total	2.365	96	32 %	27 %	23 %	17 %
Microcrédito	2.181	89	18 %	25 %	31 %	25 %
Consumo duradero	2.197	89	18 %	25 %	32 %	24 %
Personal	2.359	96	35 %	27 %	21 %	15 %
4 Segmento de crédito de alta calidad						
Total	2.352	96	40 %	29 %	20 %	9 %
Nómina	2.266	92	45 %	28 %	17 %	8 %
Compra de un coche	2.344	95	36 %	29 %	23 %	10 %
5 Créditos a hipotecas	1.858	76	55 %	28 %	13 %	3 %

FUENTE: Cálculos propios con información del Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Instituto Nacional de Estadística y Geografía.
NOTA: El segmento de baja calidad agrupa los microcréditos, los préstamos personales y los créditos para la compra de bienes de consumo duradero. El de alta calidad incluye el crédito para la compra de un coche y el de la nómina. Los municipios se dividen en cuatro grupos (cuartiles) de igual tamaño poblacional en función de los niveles de pobreza de 2015.

7 Un estado es una unidad político-administrativa de mayor tamaño, que incluye los municipios.

8 Véase la nota al pie del cuadro 2 para más información sobre la construcción del instrumento.

9 En la primera etapa de la estimación se estima el efecto del instrumento, la tasa de desempleo estatal de los migrantes de origen mexicano en Estados Unidos relevante para cada municipio, sobre el volumen de remesas. Este efecto resulta significativo de acuerdo con los contrastes habituales (véase nota al pie del cuadro 2 para más detalles).

Recuadro 2

REMESAS, CRÉDITO AL CONSUMO Y MOROSIDAD EN MÉXICO (cont.)

Diferencias por género. El análisis por género revela que el impacto de las remesas es más pronunciado en las mujeres, principales receptoras de estas transferencias. Un aumento del 10 % de las remesas incrementa el saldo vivo de crédito de las mujeres en un 2,3 %, casi el doble que en los hombres (1,4 %). Asimismo, la reducción de la morosidad es mayor en las mujeres: la cartera morosa disminuye un 7,3 % y la tasa de morosidad cae en 0,29 pp, frente a una reducción del 4 % y de 0,18 puntos, respectivamente, en los hombres (panel C del cuadro 2).

Discusión y conclusiones

Los resultados ponen de manifiesto el doble papel de las remesas en el sistema financiero mexicano: por un lado, actúan como complemento del crédito bancario en condiciones favorables, facilitando el acceso a productos

de mayor calidad; por otro, contribuyen a reducir la morosidad, especialmente en los segmentos más vulnerables y entre las mujeres. Este efecto atenuante del riesgo de crédito mejora el historial crediticio de los receptores y aumenta sus posibilidades de acceder a financiación en el futuro, lo que genera un círculo virtuoso de inclusión y estabilidad financiera.

Teniendo en cuenta la política pública, estos hallazgos subrayan la importancia de promover la bancarización y el uso de servicios financieros formales en los hogares receptores de remesas, así como de diseñar productos adaptados a sus necesidades específicas. Asimismo, refuerzan la relevancia de las remesas como mecanismo de protección social y de reducción de la vulnerabilidad financiera en contextos de bajos ingresos y alta informalidad.

Cuadro 2

Efecto de las remesas sobre el crédito en vigor, el crédito moroso y la tasa de morosidad, por segmento y género del prestatario

	Crédito en vigor (1)	Crédito moroso (2)	Tasa de morosidad (3)
Panel A. Todos los créditos			
Log de las remesas	0,1823*** (0,071)	-0,539*** (0,251)	-0,0236*** (0,0009)
Panel B. Distintos segmentos de crédito			
i) Baja calidad	-0,001 (0,072)	-0,831** (0,337)	-0,0441*** (0,016)
ii) Alta calidad	0,218*** (0,083)	0,830 (0,647)	0,0001 (0,006)
Panel C. Distinto género del prestatario			
i) Mujeres	0,229*** (0,086)	-0,725** (0,347)	-0,0289*** (0,011)
ii) Hombres	0,138* (0,062)	-0,396 (0,284)	0,0182** (0,009)
Observaciones	14.132	14.132	14.132

FUENTE: Cálculos propios con información del Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Instituto Nacional de Estadística y Geografía. **NOTA:** Se estima un modelo en dos etapas, donde se usa como instrumento la tasa de desempleo estatal de personas de origen mexicano en Estados Unidos relevante para cada municipio mexicano, construida como la suma para todos los estados de Estados Unidos de la tasa de desempleo de personas de origen mexicano en cada estado, del Current Population Survey, por la proporción de emigrantes de ese municipio establecidos en dicho estado, estimada para 2002-2012 por M. E. Caballero, B. C. Cadena y B. K. Kovak. (2018). "Measuring geographic migration patterns using matriculas consulares". *Demography*, 55(3), pp. 1119-1145. Todas las regresiones incluyen efectos fijos por semestre, efectos fijos por municipio-año, así como controles por actividad económica y salario real a nivel estatal. Los errores estándar se agrupan a nivel municipio-año y se reportan entre paréntesis. Los créditos de baja calidad incluyen préstamos personales, microcréditos, créditos para bienes duraderos menores y otros. Los de alta calidad son los vinculados a cuentas de nómina y créditos para la compra de coches. El estadístico Kleibergen-Paap Wald rk F en la primera etapa es 12.08 en todas las regresiones. Los niveles de significatividad se indican como sigue: *** 1 %, ** 5 % y * 10 %.

Recuadro 3

LA RED DE SEGURIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE GLOBALCarlos Giraldo¹, en colaboración con los autores del Informe

La estabilidad macrofinanciera en América Latina enfrenta desafíos que requieren políticas fiscales, monetarias y financieras sólidas, complementadas por una red de seguridad financiera capaz de responder eficientemente a choques externos en un mundo incierto. Este recuadro analiza la evolución reciente y el estado actual de dicha red, así como su capacidad para reforzar las políticas nacionales en momentos críticos. Comprender y fortalecer la red constituye una inversión estratégica en la resiliencia y el desarrollo sostenido de la región, lo que permitirá que América Latina no solo enfrente de manera exitosa los choques, sino también que aproveche las oportunidades en el actual contexto global.

Una red de seguridad financiera regional fuerte

Las crisis cambiarias y financieras de finales del siglo XX en América Latina tuvieron un impacto significativo

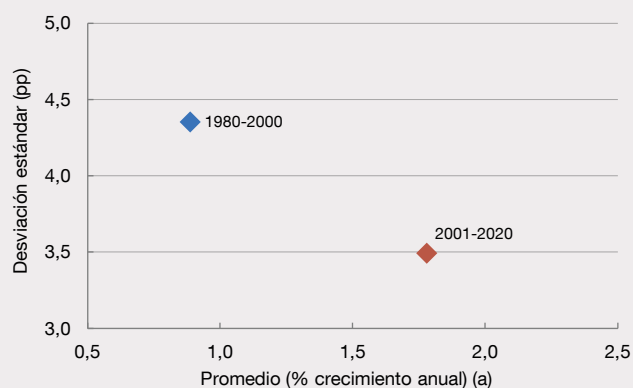
en el crecimiento del PIB y la inflación². Este escenario impulsó la evolución de las instituciones y políticas macroeconómicas, que buscaba fortalecer la resiliencia macroeconómica y financiera en gran parte de las economías latinoamericanas por medio de un marco de políticas monetarias³, fiscales⁴ y macro/microprudenciales^{5, 6}. Con el fortalecimiento de estas instituciones y políticas, la región experimentó mejores resultados en crecimiento del PIB per cápita e inflación (gráfico 1).

Este nuevo marco macrofinanciero se mostró eficaz a la hora de enfrentar choques externos tales como la crisis financiera global, el episodio de volatilidad financiera conocido como *taper tantrum* en 2013, los choques negativos en los términos de intercambio de 2014-2015, la pandemia de COVID-19 (choques de oferta, demanda y financieros), la guerra en Ucrania (choques en los términos de intercambio y de oferta), el aumento brusco e

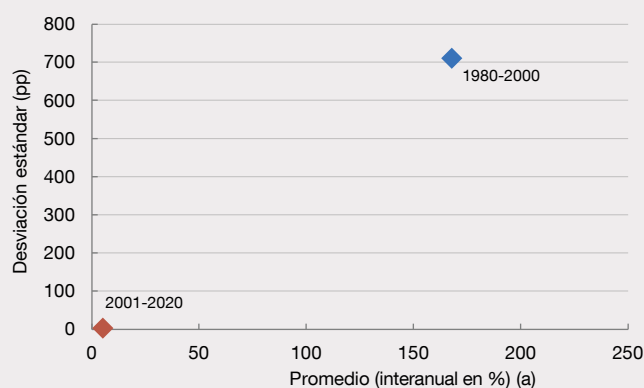
Gráfico 1

América Latina: variación y volatilidad del crecimiento del PIB per cápita y la inflación

1.a PIB per cápita



1.b Inflación



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*). Cálculos propios.

a Promedio simple: Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

- 1 Carlos Giraldo es director de estudios económicos del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y agradece la excelente asistencia de Valeria Saldaña, consultora del FLAR. Las opiniones y comentarios de los autores no necesariamente reflejan la posición del FLAR o de sus órganos directivos.
- 2 Entre los factores que subyacen a estas crisis estuvieron los choques en los términos de intercambio, las salidas o reversiones súbitas de flujos de capital, las políticas fiscales y regímenes de tipo de cambio insostenibles y la dominancia fiscal de la política monetaria.
- 3 Independencia de los bancos centrales, inflación objetivo flexible, regímenes de tipo de cambio (administrado), mejora de la comunicación, la transparencia y la rendición de cuentas y restricciones a la financiación directa al Gobierno.
- 4 Adopción de reglas y consejos fiscales independientes, marcos fiscales de medio plazo y leyes de responsabilidad fiscal.
- 5 Medidas de gestión de flujos de capital, requisitos de capital contracíclico, límites a la posición en moneda extranjera, límites de apalancamiento y ratio de cobertura de liquidez.
- 6 José Uribe (2025). "Seeking Stability and Responses to Shocks in Latin America". Presentación para la SARB Biennial Conference: 25 Years of Inflation Targeting: Lessons for the Future.

Recuadro 3

LA RED DE SEGURIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE GLOBAL (cont.)

inesperado de la inflación y el rápido incremento de los tipos de interés externos.

No obstante, estos avances no deben generar complacencia. Es indispensable realizar un esfuerzo adicional para mejorar la calidad de las instituciones y políticas macrofinancieras, especialmente en economías con altos déficits fiscales o cuentas corrientes insostenibles, niveles elevados de inflación, deuda pública o externa excesiva o bien donde una parte significativa del sector financiero no está sujeta a una regulación prudencial o supervisión adecuadas⁷.

Ahora bien, pese a la importancia de contar con unas políticas macroeconómicas y financieras sólidas, estas no siempre resultan suficientes para prevenir crisis de liquidez externa. Tales crisis suelen originarse en la elevada volatilidad de los mercados financieros internacionales, incluyendo fluctuaciones significativas de los flujos de capital. La dinámica de dichos mercados se amplifica por fallos de mercado —como asimetrías de información— y por deficiencias en la coordinación internacional, lo que facilita episodios de paradas súbitas o reversiones de flujos de capital. Estas circunstancias pueden afectar incluso a economías solventes y bien gestionadas, lo que subraya la necesidad de contar con una red de seguridad financiera que complemente las políticas nacionales.

Dicha red de seguridad financiera debe fortalecerse ante la aparición de riesgos crecientes tales como la vulnerabilidad fiscal por altos niveles de deuda o la incertidumbre comercial externa originada por las políticas económicas de Estados Unidos. Una investigación reciente⁸ muestra que la región latinoamericana es vulnerable a la incertidumbre proveniente de Estados Unidos, que se transmite principalmente al sector real vía comercio e inversión. El efecto sobre el crecimiento del PIB resulta negativo y heterogéneo entre las economías latinoamericanas, con mayor intensidad en el trimestre posterior al choque.

Igualmente, el uso cada vez mayor de políticas comerciales y financieras unilaterales puede reducir la probabilidad de apoyo multilateral y procedente de países desarrollados a economías emergentes y en desarrollo. Adicionalmente, esta probabilidad podría verse también reducida si una

nueva crisis se origina en los países emergentes, en la medida en que se trataría de un escenario distinto al de la crisis financiera global y la pandemia, en las que la Reserva Federal de Estados Unidos respondió de manera rápida y a gran escala, mitigando los problemas de liquidez internacional para las economías emergentes.

Por estas razones es necesario contar con políticas macrofinancieras robustas y consolidar una red de seguridad financiera fuerte.

Evolución y estado actual de la red de seguridad financiera de América Latina

La red de seguridad financiera está integrada por cuatro componentes:

- *Componente global*: representado por el Fondo Monetario Internacional (FMI).
- *Componente regional*: conformado por el FLAR.
- *Componente bilateral*: compuesto por los *swaps* de bancos centrales emisores de monedas de reserva.
- *Componente local o nacional*: integrado por las reservas internacionales de los bancos centrales.

Cada componente tiene fortalezas y limitaciones, por lo que se considera conveniente formar parte del FMI, de fondos regionales (FLAR) y contar con un nivel adecuado de reservas internacionales. Los *swaps* de bancos centrales extrarregionales son menos predecibles, especialmente en un contexto de tensiones geopolíticas globales. En ciertas circunstancias, los bancos multilaterales de desarrollo, como el Banco Mundial, el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) y el CAF (Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe), podrían complementar el suministro de liquidez externa a las economías.

Los niveles de cobertura de la red de seguridad financiera son heterogéneos y, en algunos casos, insuficientes, como se ilustra en el gráfico 2, donde cada punto representa un país. Además, se observa fragmentación en la cobertura de los componentes: no todos los países cuentan con líneas *swap* de bancos centrales extrarregionales ni forman parte de los Acuerdos Financieros Regionales (gráfico 3). Actualmente, Argentina, Brasil y

7 Grupo de Trabajo sobre Estabilidad Financiera Regional. (2019). "Hacia un FLAR de alcance regional". Fondo Latinoamericano de Reservas.

8 Carlos Giraldo, Iader Giraldo, Jose E. Gomez-Gonzalez y Jorge M. Uribe. (2025). "US uncertainty shocks, credit, production, and prices: The case of fourteen Latin American countries". *Research in International Business and Finance*, 78(103003).

Recuadro 3

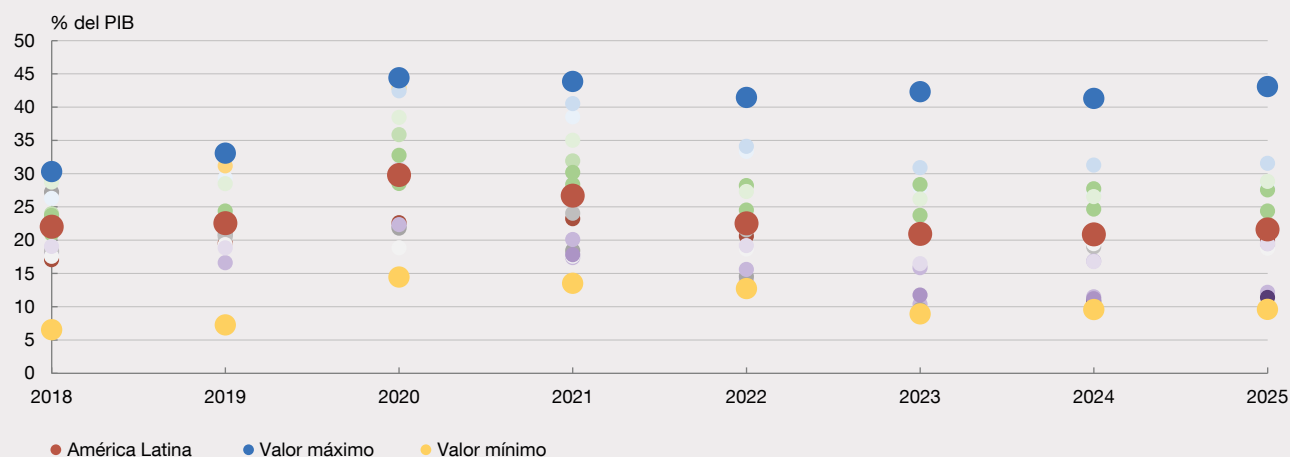
LA RED DE SEGURIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE GLOBAL (cont.)

Chile cuentan con líneas *swap* activas otorgadas por el banco central de China. Y, durante la pandemia, Brasil y México tuvieron acceso a líneas *swap* temporales de la Reserva Federal de Estados Unidos actualmente no vigentes. Por su parte, Brasil y México participan en

marcos de integración regional o interregional: el BRICS-CRA (Brasil) y el USMCA (México), los cuales funcionan también como acuerdos de compromisos de liquidez. En el caso del USMCA, el mecanismo entre Estados Unidos, Canadá y México contempla una línea formal de *swap*

Gráfico 2

Acceso a la red de seguridad financiera, por países (2018-2025) (a)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, BRICS-CRA, Fondo Latinoamericano de Reservas y bancos centrales. Cálculos propios.

a Corresponde al cupo máximo de acceso estimado por componente de la red. Para el FMI, se supone el cupo de acceso a líneas de asistencias condicionadas en un período de 3 años, equivalente a 4,35 veces la cuota de cada país para 2018-2019 y 6 veces la cuota del país para 2020-2025. Si bien estos límites no constituyen techos estrictos, cualquier solicitud que los supere está sujeta al marco de acceso excepcional del FMI. Por otro lado, los países contemplados en la estimación fueron: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay. «América Latina» corresponde a un promedio simple de los anteriores países.

Gráfico 3

Número de componentes de la red de seguridad financiera por países para 2025



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, BRICS-CRA, Fondo Latinoamericano de Reservas y bancos centrales. Cálculos propios.

Recuadro 3

LA RED DE SEGURIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE GLOBAL (cont.)

entre México y Estados Unidos, activable por el Tesoro estadounidense y operacionalizada por la Reserva Federal. Por su parte, el BRICS-CRA constituye un acuerdo financiero regional entre Brasil, China, India, Rusia y Sudáfrica.

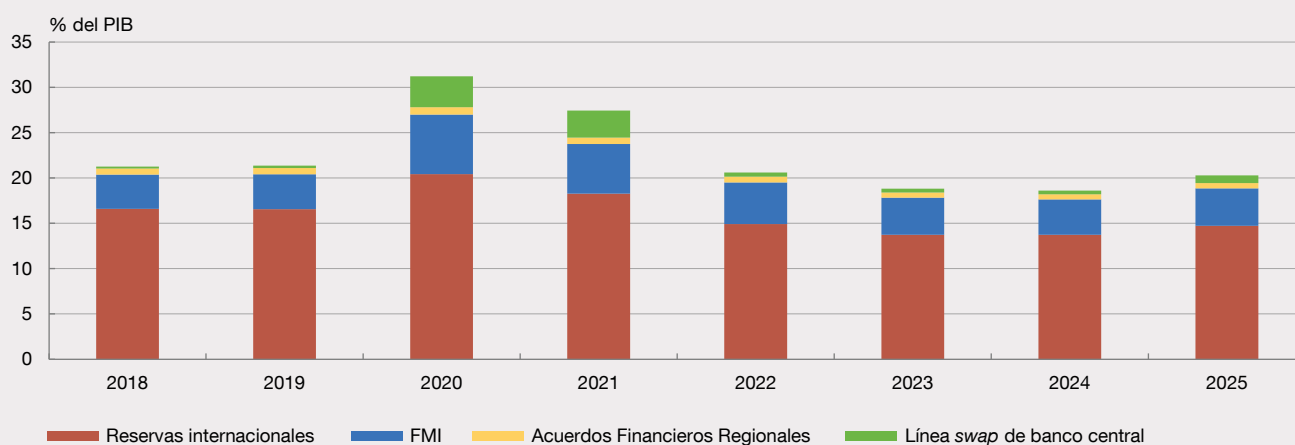
En América Latina, la red de seguridad depende en gran medida de las reservas internacionales y del FMI, como se observa en el gráfico 4. Las reservas son el componente de mayor magnitud, aunque implican costes para los países, están desigualmente distribuidas y son reducidas en algunas economías. Además, existe el riesgo del temor a perderlas durante episodios de tensión en los mercados internacionales, lo que subraya la necesidad de mecanismos complementarios de liquidez internacional.

El FMI constituye el segundo componente más relevante para la financiación de emergencia en caso de problemas de balanza de pagos. Sin embargo, presenta limitaciones, como el estigma asociado a su uso y negociaciones prolongadas en algunos países.

En respuesta a estas limitaciones, los *swaps* de bancos centrales y los Acuerdos Financieros Regionales han crecido desde la crisis financiera global, aunque los *swaps* siguen siendo accesibles solo para algunos países y su disponibilidad futura es incierta. Por su parte, los Acuerdos Financieros Regionales han mostrado un crecimiento más significativo en el área del euro, con el European Stability Mechanism (ESM), y en Asia, con la iniciativa Chiang Mai Initiative Multilateralisation/ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (CMIM/AMRO) (gráficos 5 y 6)⁹.

Por su parte, el FLAR ha demostrado eficacia en la provisión de asistencia financiera para países latinoamericanos. Fundado en 1978, su principal objetivo es apoyar la balanza de pagos de sus miembros. Integrado inicialmente por Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela, alcanzó la posterior membresía de Costa Rica (2001), Uruguay (2008), Paraguay (2015) y Chile (Banco Central) (2022). El FLAR ha jugado un papel clave durante episodios como las crisis de los años ochenta, la crisis

Gráfico 4
Red de seguridad financiera, por componentes (2018-2025) (a)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, BRICS-CRA, Fondo Latinoamericano de Reservas y bancos centrales. Cálculos propios.

a Corresponde al cupo máximo de acceso estimado por componente de la red. Para el FMI, se supone el cupo de acceso en un período de 3 años, equivalente a 4,35 veces la cuota de cada país para 2018-2019 y 6 veces la cuota del país para 2020-2025. Si bien estos límites no constituyen techos estrictos, cualquier solicitud que los supere está sujeta al marco de acceso excepcional del Fondo. Por otro lado, los países considerados en la estimación de reservas internacionales y FMI fueron: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay; en la de Acuerdos Financieros Regionales: Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Paraguay, Perú y Uruguay, y en la de líneas *swap* de banco central: Argentina, Brasil, Chile y México.

9 Arab Monetary Fund, ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, European Commission, Eurasian Fund for Stabilization and Development, European Stability Mechanism y Fondo Latinoamericano de Reservas. (2018). "IMF-RFA collaboration: motives, state of play, and way forward. A joint RFA staff proposal". Discussion Paper Series, 4, European Stability Mechanism.

Recuadro 3

LA RED DE SEGURIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE GLOBAL (cont.)

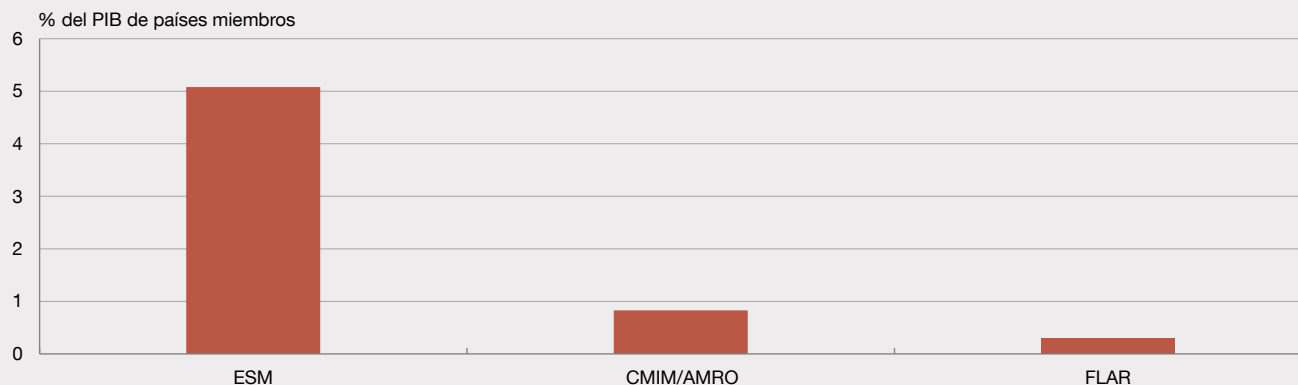
asiática y, más recientemente, durante la pandemia y otros choques idiosincrásicos de sus miembros.

A lo largo de su historia, este organismo ha contribuido a la estabilidad macroeconómica y financiera de sus miembros,

mediante el otorgamiento de más de 50 operaciones de asistencia financiera. Un ejemplo reciente lo ofrece el crédito de apoyo a la balanza de pagos por un importe de 1.100 millones de dólares otorgado al Banco Central de

Gráfico 5

Capital suscrito de ESM, CMIM/AMRO y FLAR (a)



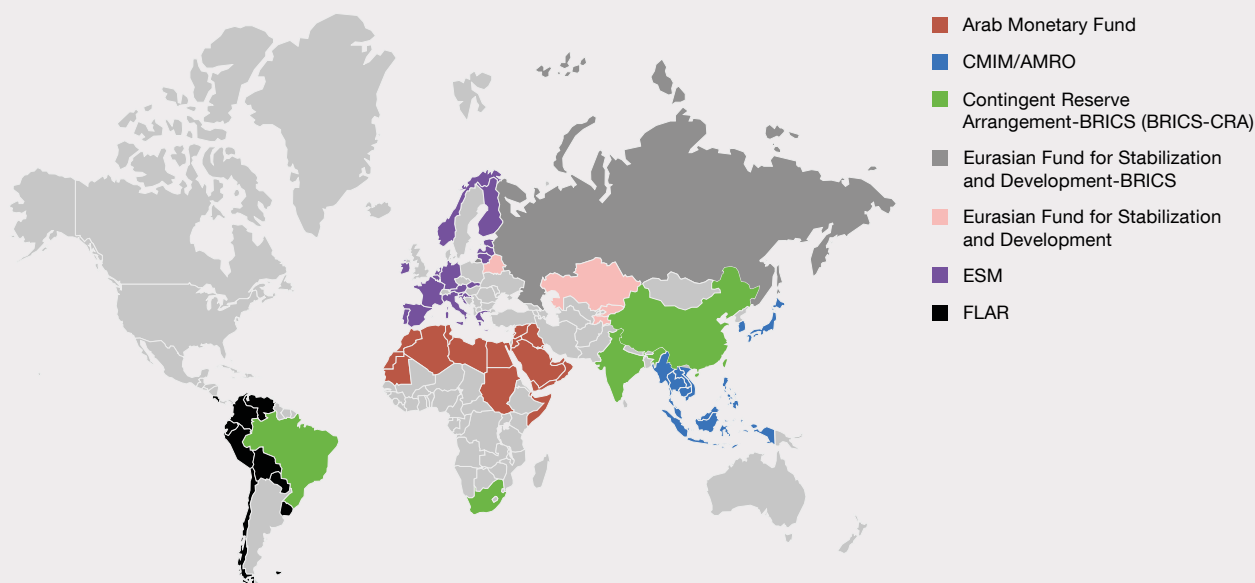
FUENTES: European Stability Mechanism, Chiang Mai Initiative Multilateralisation, Fondo Latinoamericano de Reservas y Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*). Elaboración propia.

NOTA: Para el caso de ESM se considera a Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Irlanda, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal; CMIM/AMRO considera a Brunéi, Camboya, China, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong (China), Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia, Vietnam y Japón, y FLAR considera a Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

a Se considera el último dato disponible sobre capital total suscrito, salvo para CMIM/AMRO, en que se toma el valor total del acuerdo. PIB de referencia: 2024.

Gráfico 6

Membresía de los Acuerdos Financieros Regionales a lo largo del mundo



FUENTES: Acuerdos Financieros Regionales y cálculos del equipo del Fondo Latinoamericano de Reservas.

Recuadro 3

LA RED DE SEGURIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE GLOBAL (cont.)

Costa Rica en agosto de 2022 (equivalente al 18 % de sus reservas internacionales netas)¹⁰.

Este crédito se otorgó en un contexto de choques negativos derivados de la pandemia, la guerra en Ucrania y el aumento de los tipos de interés internacionales, que ejercieron fuertes presiones sobre el mercado cambiario. En ese momento, la moneda local, el colón, se estaba depreciando significativamente y el banco central había perdido cerca de una cuarta parte de sus reservas internacionales en los últimos dos años¹¹.

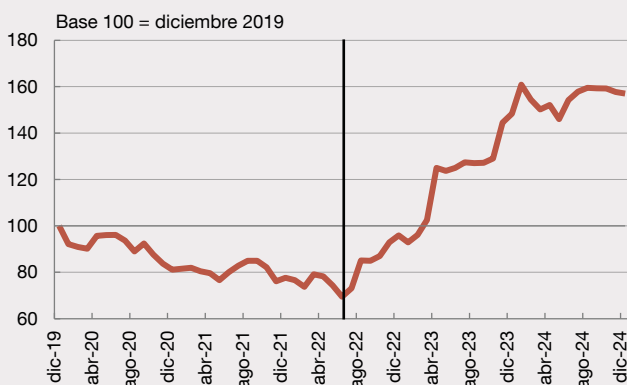
Las autoridades habían adoptado medidas para preservar la estabilidad macroeconómica y financiera, incluyendo la reducción del déficit fiscal y un aumento sustancial de los tipos de interés oficiales para contener la inflación, cumpliendo además con las metas del acuerdo de facilidad extendida suscrito con el FMI. Sin embargo, las presiones sobre el mercado cambiario continuaban siendo fuertes (gráfico 7).

Desde la aprobación del crédito del FLAR (marcada con una línea vertical negra en los paneles del gráfico 7), se

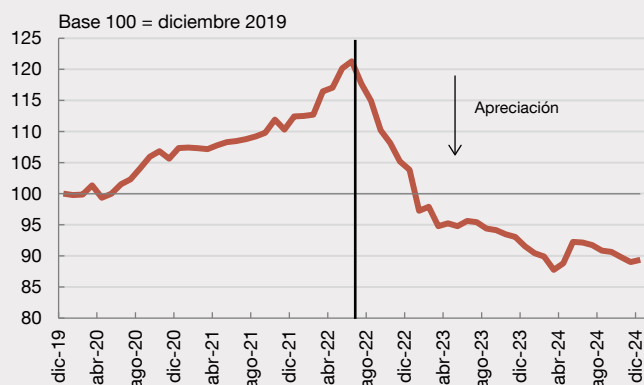
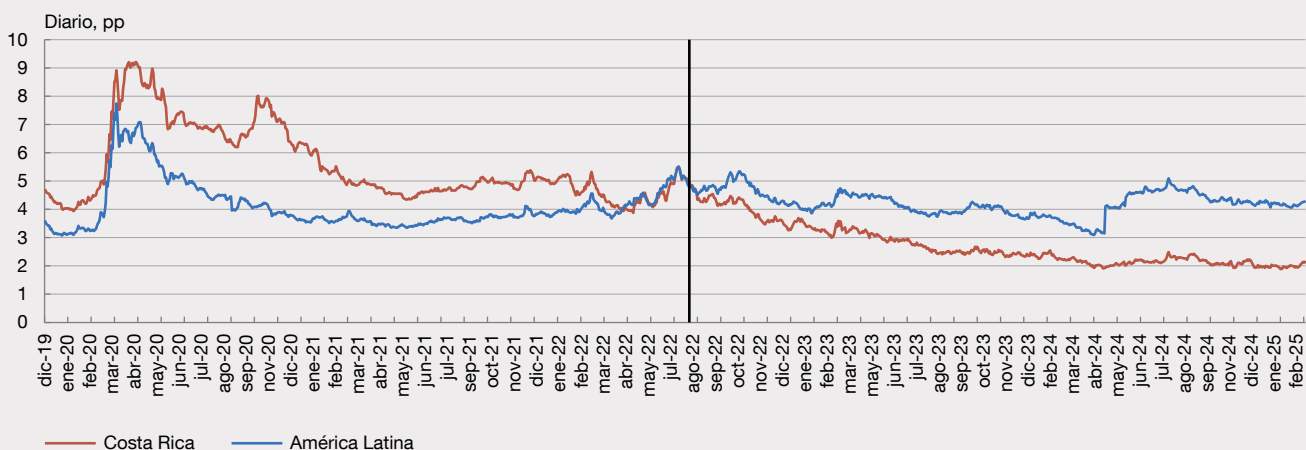
Gráfico 7

Costa Rica: reservas internacionales, índice de tipo de cambio nominal y *EMBIG spread* (a)

7.a Banco Central de Costa Rica: reservas internacionales



7.b Costa Rica: índice de tipo de cambio nominal

7.c Costa Rica y América Latina: *EMBIG spread*

FUENTES: Banco Central de Costa Rica, Bloomberg y cálculos del equipo del FLAR.

a La línea vertical negra corresponde a la fecha de desembolso del préstamo otorgado por el FLAR a Costa Rica.

10 El crédito se desembolsó en un solo monto total, el 19 de agosto de 2022.

11 Hasta el 24 de julio de 2022.

Recuadro 3

LA RED DE SEGURIDAD FINANCIERA EN AMÉRICA LATINA EN TIEMPOS DE INCERTIDUMBRE GLOBAL (cont.)

observó un comportamiento favorable del tipo de cambio (con una apreciación sostenida del colón), de las reservas internacionales netas del banco central (hasta alcanzar niveles adecuados) y del diferencial soberano de Costa Rica (que descendió por debajo del promedio regional), generando confianza en la economía y en la política macroeconómica implementada.

Conclusión

El fortalecimiento de las políticas macrofinancieras ha mejorado la resiliencia de América Latina frente a choques externos. No obstante, los fallos del mercado de capitales internacional subrayan la necesidad de una red de seguridad financiera robusta, integrada por el FMI, los Acuerdos Financieros Regionales (como el FLAR), los *swaps* de bancos centrales extrarregionales y las reservas

internacionales. La experiencia reciente del FLAR, incluido el crédito otorgado a Costa Rica en 2022, evidencia que este mecanismo regional mitiga los impactos sobre la economía real y los mercados financieros, refuerza la confianza en la política económica y facilita la inversión productiva. Consolidar y expandir el componente regional de la red de seguridad financiera constituye en América Latina un imperativo estratégico para preservar la estabilidad y aprovechar oportunidades en un entorno global incierto. Por último, una elevada dependencia de una única moneda en la emisión de deuda y la facturación de las exportaciones restringe opciones y conlleva vulnerabilidades. En este contexto, los países de la región podrían evaluar la posibilidad de ampliar las monedas de referencia utilizadas para acceder a los mercados internacionales¹².

12 José Luis Escrivá. (2025). "El futuro de los pagos y el rol internacional del euro". 52.ª Asamblea General y Reunión Anual de la Federación Iberoamericana de Bolsas.

SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS

AFP	Administradoras de fondos de pensiones
BCE	Banco Central Europeo
CARD	Centroamérica y República Dominicana
CEMLA	Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
Curva ROC	Curva de característica operativa del receptor (<i>receiver operating characteristic</i>)
EEUU	Estados Unidos
EMAE	Estimador mensual de actividad económica
ENARGAS	Ente Nacional Regulador del Gas
ENRE	Ente Nacional Regulador de la Electricidad
EPU	Índices de incertidumbre de la política económica (<i>economic policy uncertainty</i>)
FMI	Fondo Monetario Internacional
IIF	Instituto de Finanzas Internacionales (Institute of International Finance)
INDEC	Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de Argentina
IPC	Índice de precios de consumo
LSEG	London Stock Exchange Group
NiGEM	Modelo econométrico global del Instituto Nacional (<i>National Institute Global Econometric Model</i>)
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OMC	Organización Mundial del Comercio
PAIS	Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria
Pemex	Petróleos Mexicanos
PIB	Producto interior bruto
PPP	Paridad de poder adquisitivo (<i>purchasing power parity</i>)
RIGI	Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones
SECMCA	Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano
SIRA	Sistema de Importaciones de la República Argentina
USMCA	Acuerdo de libre comercio entre Estados Unidos, México y Canadá (<i>United States-Mexico-Canada Agreement</i>)
VAR	Modelo vectorial autorregresivo
WEO	<i>World Economic Outlook</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>
YPF	Yacimientos Petrolíferos Fiscales, SA
pb	Puntos básicos
pp	Puntos porcentuales

Cómo citar este documento

Banco de España. Departamento de Política Monetaria y Economía Internacional. (2025). *Informe de Economía Latinoamericana*. 2.º semestre 2025. <https://doi.org/10.53479/40610>

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.
© Banco de España, Madrid, 2025