

Recuadro 1

DETERMINANTES ESTRUCTURALES GLOBALES Y CONDICIONES FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA

Elías Albagli, Guillermo Carlomagno, Javier Ledezma y María Teresa Reszczynski¹ (Banco Central de Chile), en colaboración con los autores del Informe

El peso de los mercados financieros globales en la evolución de las economías emergentes

Entre 1980 y 2025, el agregado del *stock* de bonos de deuda pública y corporativos y la capitalización bursátil de Estados Unidos se incrementó desde niveles próximos al 100 % hasta el 400 % de su PIB. En ese contexto, la dinámica de los mercados financieros globales se ha vuelto cada vez más relevante para entender la evolución macroeconómica y, por lo tanto, para el diseño de la política monetaria a nivel mundial y, especialmente, en las economías emergentes.

Albagli, Carlomagno, Ledezma y Reszczynski (2026), extendiendo la metodología de Cieslak y Pang (2021)², proponen un marco de análisis de las condiciones financieras y sus efectos macroeconómicos, con especial énfasis en las economías emergentes. El punto de partida del estudio es que movimientos similares en los precios de los distintos activos financieros pueden reflejar condiciones subyacentes diferentes. Por ejemplo, un aumento de los tipos de interés a largo plazo de una economía puede reflejar un movimiento contractivo si obedece a un aumento de su prima de riesgo, pero expansivo si responde a mejores perspectivas de crecimiento. Sin una descomposición estructural que permita distinguir estos mecanismos, los bancos centrales corren el riesgo de diagnosticar incorrectamente el estado de las condiciones financieras y, en consecuencia, reaccionar de manera subóptima³.

Este problema también afecta a los índices de condiciones financieras (ICF) más habitualmente utilizados. Al

construirse como promedios ponderados de precios de diversos activos, estos índices no distinguen la naturaleza de las distintas perturbaciones que los mueven. En consecuencia, pueden ofrecer señales engañosas cuando la combinación de determinantes subyacentes difiere de la habitual. La metodología propuesta descompone las variaciones diarias de los precios de los activos en un conjunto de determinantes estructurales, a partir de los cuales se construyen los ICF.

Principales determinantes estructurales de las condiciones financieras globales

La metodología empleada se basa en un modelo de vector autorregresivo estructural (SVAR, por sus siglas en inglés) de frecuencia diaria⁴. El modelo base incluye siete variables con las que identificar los determinantes estructurales de los mercados financieros globales. Estas variables son: los tipos de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a dos y diez años, el índice bursátil S&P 500 y una serie de componentes principales que resumen, para 15 economías emergentes, los tipos de interés de los bonos del Tesoro a dos y diez años, los índices bursátiles y los tipos de cambio bilaterales frente al dólar de cada una de estas economías⁵. A partir de restricciones contemporáneas de signo y magnitud⁶, los autores identifican siete determinantes estructurales que explican los movimientos de los mercados financieros globales:

- i) *Perturbaciones sobre el crecimiento de Estados Unidos*, que recogen las revisiones de las perspectivas de actividad económica de este país.

1 El presente recuadro se basa en Elías Albagli, Guillermo Carlomagno, Javier Ledezma y María Teresa Reszczynski. (2026). "Fundamental Drivers of Financial Conditions". Documentos de Trabajo, 1080, Banco Central de Chile.

2 Anna Cieslak y Hao Pang. (2021). "Common shocks in stocks and bonds". *Journal of Financial Economics*, 142(2), pp. 880-904.

3 Con este mismo espíritu, las fichas 4 y 5 de este Informe presentan descomposiciones estructurales de los movimientos recientes de los tipos de cambio bilaterales frente al dólar estadounidense y de los tipos de interés a largo plazo en moneda local para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

4 La literatura reciente ha utilizado modelos VAR estructurales estimados con datos financieros de alta frecuencia para identificar perturbaciones estructurales. Este enfoque permite desligar sorpresas de política monetaria de otras noticias macroeconómicas [Troy Matheson y Emil Stavrev. (2014). "News and monetary shocks at a high frequency: A simple approach". *Economics Letters*, 125(2), pp. 282-286], distinguir entre distintas perturbaciones financieras relevantes para la actividad y estimar sus efectos sobre economías emergentes [David Lodge y Ana-Simona Manu. (2022). "EME financial conditions: Which global shocks matter?". *Journal of International Money and Finance*, 120(102479)], así como identificar shocks de riesgo que afectan de forma conjunta a los mercados de acciones y de bonos [Cieslak y Pang (2021) y Anna Cieslak y Andreas Schrimpf. (2019). "Non-monetary news in central bank communication". *Journal of International Economics*, 118, pp. 293-315].

5 Se incluye el primer componente principal de cada grupo de variables, que explica la mayor parte de la variabilidad del conjunto de información para el período de estimación (del 4 de enero de 2010 al 9 de abril de 2026). Estas 15 economías son: Brasil, Chile, Colombia, Corea del Sur, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Sri Lanka, Sudáfrica y Tailandia.

6 Para la estructura específica de restricciones de signo y magnitud, véase Albagli, Carlomagno, Ledezma y Reszczynski (2026) y las referencias que allí se incluyen.

Recuadro 1

DETERMINANTES ESTRUCTURALES GLOBALES Y CONDICIONES FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA (cont.)

- ii) *Perturbaciones sobre la política monetaria de Estados Unidos*, que recogen cambios inesperados en la orientación de la Reserva Federal.
- iii) *Perturbaciones sobre el apetito de riesgo a nivel global*, asociadas a la dinámica típica de cambios entre una menor y una mayor aversión al riesgo (*risk-on/risk-off*). En episodios de mayor aversión al riesgo en los mercados financieros globales, las carteras de inversión se reequilibran hacia activos seguros, reduciendo tanto los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos como los precios de los activos con más riesgo, incluidos los de las economías emergentes y la bolsa norteamericana.
- iv) *Perturbaciones sobre la prima de riesgo de Estados Unidos*, que se corresponden con un aumento de la prima por plazo que mueve en direcciones opuestas la bolsa y los bonos en Estados Unidos: caen los precios de la bolsa y suben los rendimientos de los bonos, especialmente en los tramos largos. Puede interpretarse como un *shock* de preferencia por liquidez, que tiende a depreciar todos los activos a nivel global y aprecia el dólar frente a todas las monedas, sobre todo las de las economías emergentes.
- v) *Perturbaciones de cobertura contra el dólar*, que capturan episodios en los que los inversores globales reducen su exposición a todos los activos estadounidenses, incluido el dólar. Podría interpretarse como una reducción de la prima de conveniencia (*convenience yield*)⁷ de Estados Unidos. Este tipo de movimientos resulta clave para explicar los observados en 2025 —aumentos de tipos a largo plazo en Estados Unidos junto con depreciaciones del dólar—, que no encajan en las interpretaciones habituales debidas a otro tipo de determinantes⁸.
- vi) *Perturbaciones sobre el crecimiento de China*, que recogen cambios en las perspectivas de actividad de esta economía y resultan especialmente relevantes para las economías emergentes.
- vii) *Perturbaciones sobre el riesgo específico de las economías emergentes*, que capturan variaciones en la percepción del riesgo asociado a este grupo de países, más allá de los movimientos del ciclo financiero global.

Efectos de los determinantes globales sobre las variables financieras en economías latinoamericanas como Chile, Brasil y México

Una vez estimados, con el modelo anterior, los determinantes estructurales de los movimientos en los mercados financieros globales, Albagli, Carlomagno, Ledezma y Reszczynski (2026) estiman modelos SVAR análogos por país para un conjunto de economías emergentes individuales, que incluye las economías latinoamericanas. La identificación de las perturbaciones estructurales en estos modelos individuales está condicionada a los siete tipos de perturbaciones extraídos del modelo global.

Esta estrategia permite descomponer los precios de los activos de cada país en la contribución de los determinantes globales y de un conjunto de perturbaciones estructurales idiosincrásicas, asociadas a: el crecimiento local, la política monetaria local, el apetito de riesgo (*risk-on/risk-off*) local, la preferencia por liquidez local y los términos de intercambio, que recogen aquellos movimientos de los precios de las materias primas relevantes para cada país no explicados por las perturbaciones globales⁹.

A modo de ilustración, el gráfico 1 presenta la descomposición de los tipos de cambio nominales bilaterales frente al dólar de Chile, Brasil y México¹⁰ y muestra su evolución entre julio de 2025 —cuando los mercados globales ya se habían recuperado de los efectos de los anuncios arancelarios de comienzos de año— y el 9 de abril del presente año. Este lapso puede dividirse en

7 *Convenience yield* es la prima que los inversores están dispuestos a pagar por poseer bonos del Tesoro estadounidense en lugar de otros activos financieros de características similares en cuanto a riesgo y liquidez. El mayor valor del bono por este motivo se traduce en un tipo de interés menor.

8 A diferencia de las perturbaciones sobre el apetito de riesgo global, estas no responden a una búsqueda de refugio en los bonos del Tesoro estadounidense y, a diferencia de las perturbaciones sobre la prima de riesgo común de Estados Unidos, no implican necesariamente una mayor preferencia por liquidez.

9 Esto reflejaría principalmente perturbaciones sobre la oferta de materias primas, que no son capturadas por los determinantes globales.

10 La ficha 4 de este Informe realiza también un análisis de descomposición de los tipos de cambio de la región en sus determinantes estructurales mediante un modelo SVAR. Al igual que este recuadro, identifica la presión apreciativa debida al menor riesgo local hasta el estallido del conflicto bélico en Oriente Medio. De entre los factores estructurales externos, identifica también la contribución de las perturbaciones sobre el crecimiento y sobre la política monetaria de Estados Unidos, las ejercidas sobre el precio de las materias primas (ausentes en este recuadro) y un riesgo global adicional agregado, que en este recuadro se desglosa adicionalmente.

Recuadro 1

DETERMINANTES ESTRUCTURALES GLOBALES Y CONDICIONES FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA (cont.)

dos períodos claramente diferenciados: uno anterior al inicio de la guerra en Oriente Medio y otro posterior a dicho episodio. Mientras que en el primer período las monedas de los tres países se apreciaron en términos efectivos nominales entre un 10 % y un 15 %, en el segundo llegaron a depreciarse entre un 3 % y un 6 %.

Durante el primer período, en los tres países destaca la reducción del riesgo de las economías emergentes como un determinante global relevante de la apreciación

cambiaría, lo que sugiere una rotación de las preferencias de los inversores globales hacia las economías emergentes en general y hacia América Latina en particular. A modo de hipótesis, este fenómeno se podría asociar a fundamentos macroeconómicos más sólidos que en el pasado, un mayor interés geopolítico en la región, una menor exposición relativa a aranceles y su lejanía de los principales focos de conflicto bélico. De hecho, también se observa una contribución importante del menor riesgo local en los tres casos.

Gráfico 1
Descomposición del tipo de cambio nominal acumulado entre el 1.7.2025 y el 9.4.2026, en porcentaje

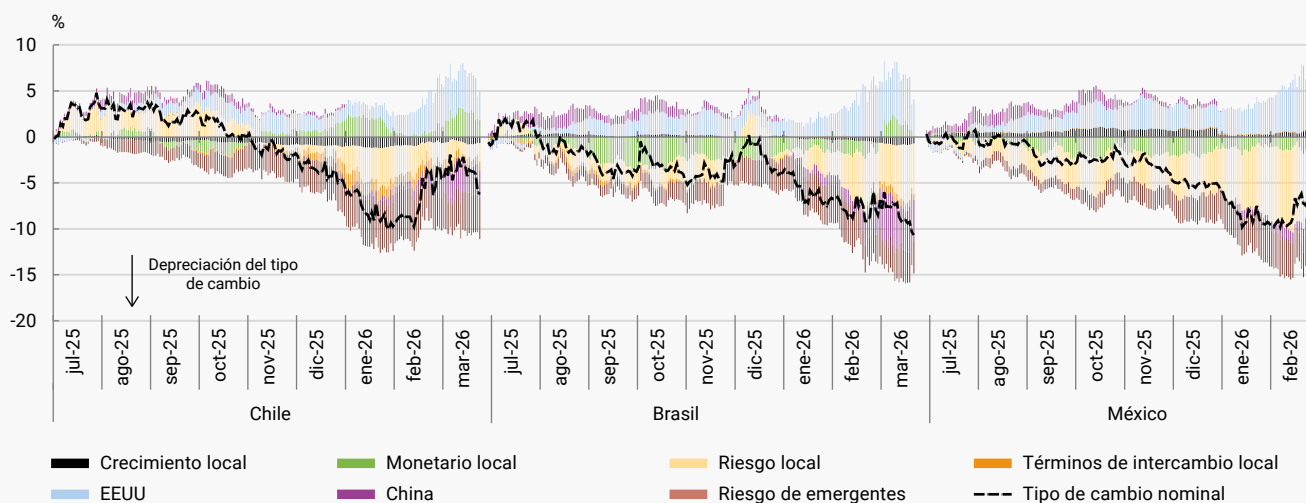
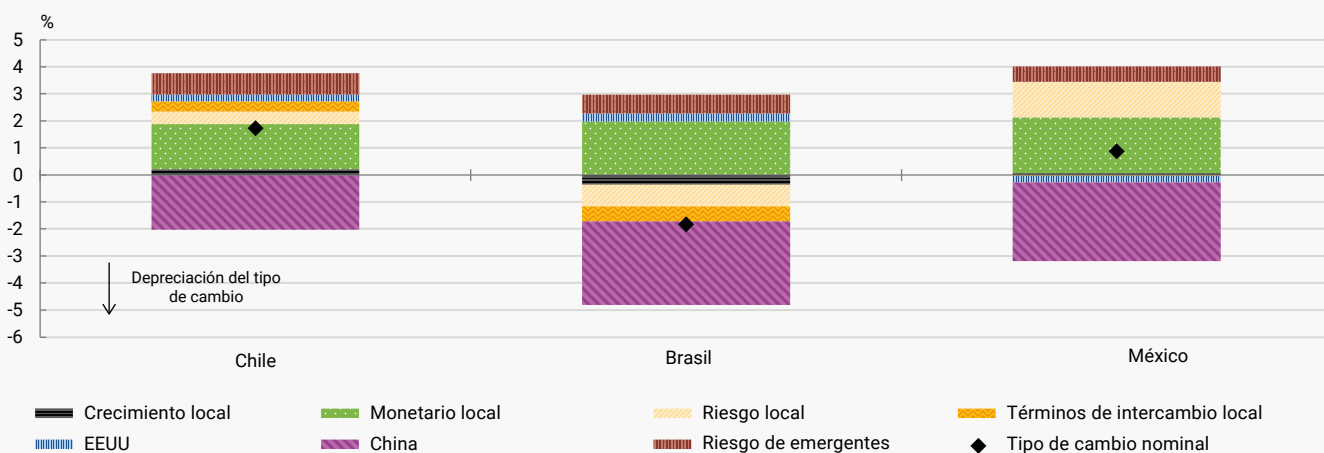


Gráfico 2
Descomposición del tipo de cambio nominal acumulado entre el 28.2.2026 y el 9.4.2026, en porcentaje



FUENTE: Banco Central de Chile.

NOTA: «Monetario local» corresponde a la diferencia entre las perturbaciones de política monetaria de EEUU y las locales. «Riesgo local» incorpora tanto la perturbación asociada al apetito de riesgo local (*risk-on/risk-off*) como la preferencia por liquidez local. «EEUU» agrupa las perturbaciones externas asociadas a este país: crecimiento, riesgo común, cobertura global y cobertura frente el dólar.

Recuadro 1

DETERMINANTES ESTRUCTURALES GLOBALES Y CONDICIONES FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA (cont.)

De entre los otros determinantes estructurales globales, destaca también la contribución a la apreciación cambiaria del crecimiento de China, que ha logrado sostener su ritmo expansivo a pesar de la guerra comercial. En Brasil, sobresale además la contribución de su política monetaria, que ha mantenido en un nivel elevado su tipo de interés oficial (véase la ficha 15 de este Informe).

El inicio de la guerra en Oriente Medio marcó una ruptura respecto de la dinámica previa. Varios factores que habían contribuido a la apreciación de las monedas cambiaron de signo o intensificaron su contribución a la depreciación (gráfico 2). Destaca el aumento del riesgo de las economías emergentes y del riesgo local, lo que sugiere una corrección del mayor apetito por emergentes

Gráfico 3
Descomposición del ICF. Variación anual, en porcentaje

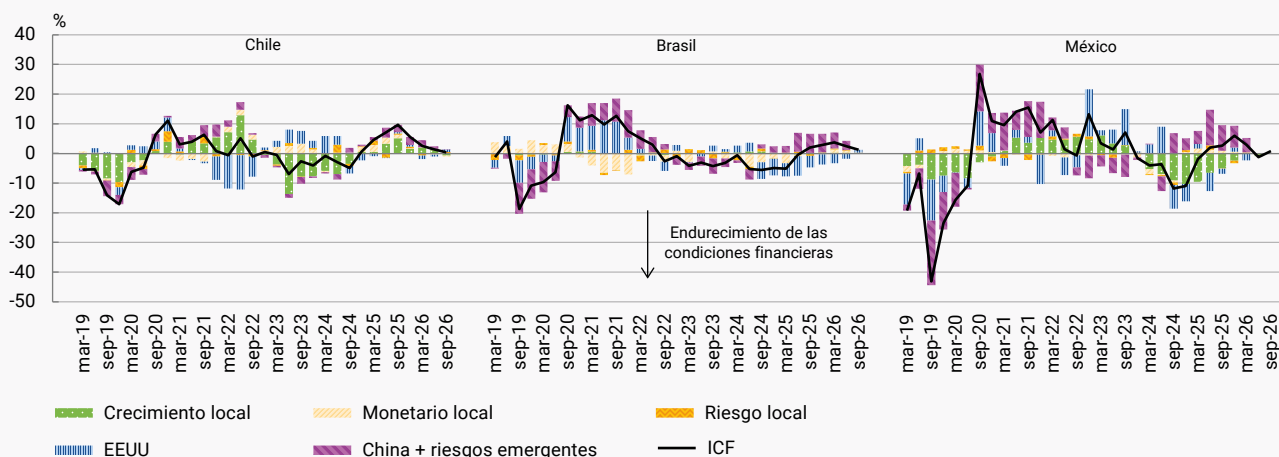
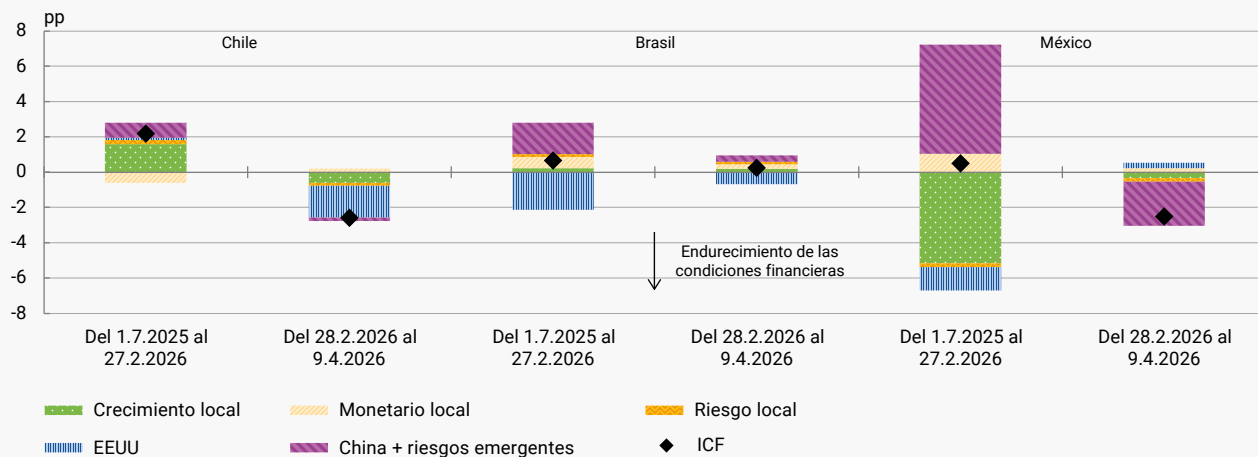


Gráfico 4
Descomposición del ICF. Variación entre el período 1.7.2025-27.2.2026 y el período 28.2.2026-9.4.2026, en puntos porcentuales



FUENTE: Banco Central de Chile.

NOTA: Los ICF se construyen con un enfoque *forward-looking*. Para cada trimestre, se incorporan efectos sobre la formación bruta de capital fijo del trimestre corriente y de los tres trimestres siguientes. Para completar la información del trimestre en curso (II TR 2026), se supone que a partir del 10 de abril cada perturbación converge a su nivel promedio observado entre el 28.2.2026 y el 9.4.2026. En los trimestres subsiguientes, se supone la ausencia de nuevas perturbaciones.

«Monetario local» corresponde a la diferencia entre las perturbaciones de política monetaria de EEUU y las locales. «Riesgo local» incorpora tanto la perturbación asociada al apetito de riesgo local (*risk-on/risk-off*) como la preferencia por liquidez local. «EEUU» agrupa las perturbaciones externas asociadas a este país: crecimiento, riesgo común, cobertura global y cobertura frente al dólar.

Recuadro 1

DETERMINANTES ESTRUCTURALES GLOBALES Y CONDICIONES FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA (cont.)

observado con anterioridad. Asimismo, los factores de riesgo de Estados Unidos —que previamente también presionaban a la depreciación— continuaron ganando relevancia. Con todo, la moderación no ha supuesto una reversión completa del cambio de preferencias hacia las economías emergentes.

Índices de condiciones financieras con interpretación estructural

A partir de la evolución de los determinantes estructurales, idiosincrásicos y globales, estimados en los modelos individuales para cada economía, se pueden construir índices de condiciones financieras (ICF) con interpretación estructural. A diferencia de los ICF tradicionales —que agregan directamente precios de activos como tipos de interés, acciones o tipos de cambio—¹¹, el ICF propuesto agrega las perturbaciones estructurales usando como ponderadores los coeficientes de las funciones de respuesta a cada perturbación de agregados macroeconómicos como el PIB, el consumo o la inversión. Dichos coeficientes se estiman mediante métodos de proyecciones locales¹².

El gráfico 3 incluye los ICF trimestrales vinculados a la formación bruta de capital fijo total para los mismos tres países latinoamericanos, Chile, Brasil y México, en el período que va del primer trimestre de 2019 al tercer trimestre de 2026. Durante la pandemia (2020-2021), las perturbaciones sobre los determinantes estructurales relacionados con el crecimiento de la actividad —tanto externos como internos— dominaron la dinámica y actuaron de forma contractiva. A partir de 2021, con el inicio de los ciclos de subidas de los tipos de interés, las políticas monetarias locales se convirtieron en una

fuerza relevante de restricción financiera, con efectos especialmente visibles en Chile y Brasil.

En los años más recientes, la disminución del riesgo específico de las economías emergentes y la mejora de las perspectivas de crecimiento de China estaban operando como impulso expansivo significativo para la inversión en la región, como se puede observar en la contribución a la relajación de los ICF asociados a la formación bruta de capital fijo del agregado de estos dos determinantes estructurales globales (gráfico 4). Desde el inicio de la guerra en Oriente Medio, estos factores se revirtieron, moderando el impulso de las condiciones financieras sobre la inversión.

Conclusión

Albagli, Carlomagno, Ledezma y Reszczyński (2026) enfatizan que, desde la perspectiva de los bancos centrales, no basta con analizar cuidadosamente los movimientos de los precios de los activos, sino que es importante comprender las causas fundamentales que los originan. Bajo el marco metodológico propuesto, se concluye que, desde mediados de 2025 hasta el inicio de la guerra en Oriente Medio, los precios de los activos en las economías emergentes —en particular en América Latina— habían estado favorecidos por una rotación en las preferencias de los inversores globales, que había contribuido a expandir sus condiciones financieras y había apoyado la demanda interna. La resiliencia de la economía china ante el nuevo escenario de aranceles también habría jugado un rol relevante en la expansión de las condiciones financieras de estas economías. Desde el inicio de la guerra, la preferencia por los activos regionales se moderó, hasta casi eliminar el impulso hacia la demanda local derivado de las condiciones financieras externas.

11 Los ICF empleados en el análisis de la ficha 3 de este Informe se construyen como agregación ponderada de variables [véase Juan Carlos Berganza y Luis Molina. (2026). "The use of Financial Conditions and Stress Indices to monitor Emerging Market Economies". De próxima publicación], pero, a diferencia de los ICF más habituales, separan el componente interno del ICF (construido con las variables más relacionadas con las condiciones internas del país, como la bolsa) del externo (construido con la valoración de los mercados financieros internacionales, como el diferencial soberano de la deuda externa). Con foco en los desarrollos observados a partir de octubre de 2025, el mencionado análisis encuentra, al igual que el llevado a cabo en este recuadro, que los ICF de Chile, Brasil y México se relajaron especialmente en su componente externo, hasta el estallido del conflicto en Oriente Medio.

12 Óscar Jordà. (2005). "Estimation and inference of impulse responses by local projections". *American Economic Review*, 95(1), pp. 161-182.