

# PREPARAR EL TERRENO MACROECONÓMICO

para un crecimiento renovado



Coordinado por  
**Arturo Galindo**  
**Victoria Nuguer**





# **PREPARAR EL TERRENO MACROECONÓMICO**

para un crecimiento renovado

*Coordinado por*  
Arturo Galindo  
Victoria Nuguer

Inter-American Development Bank

2023

**Catalogación en la fuente proporcionada por la  
Biblioteca Felipe Herrera del  
Banco Interamericano de Desarrollo**

Preparar el terreno macroeconómico para un crecimiento renovado / coordinado por Arturo Galindo y Victoria Nuguer.

p. cm.

Incluye referencias bibliográficas.

“Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe 2023.”

1. Economic development-Latin America. 2. Economic development-Caribbean Area. 3. Fiscal policy-Latin America. 4. Fiscal policy-Caribbean Area. 5. Monetary policy-Latin America. 6. Monetary policy-Caribbean Area. I. Galindo, Arturo J., coordinador. II. Nuguer, Victoria, coordinadora. III. Banco Interamericano de Desarrollo. Departamento de Investigación y Economista Jefe.

IDB-AN-345

Copyright © 2022 Banco Interamericano de Desarrollo. Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons IGO 3.0 Reconocimiento-NoComercial-SinObrasDerivadas (CC-IGO 3.0 BY-NC-ND) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) y puede ser reproducida para cualquier uso no-comercial otorgando el reconocimiento respectivo al BID. No se permiten obras derivadas.

Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la CNUDMI (UNCITRAL). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia CC-IGO y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones adicionales de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta publicación son de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del Banco Interamericano de Desarrollo, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.



Diseño de cubierta: Paula Saenz Umaña

Diagramación: The Word Express

# Contenido

Prólogo .....	v
Agradecimientos .....	vii
<b>Capítulo 1:</b> Perspectivas globales y regionales de crecimiento .....	1
<b>Capítulo 2:</b> Buscando el equilibrio: la política monetaria en tiempos turbulentos .....	13
<b>Capítulo 3:</b> Muchos retos y muchas opciones: la política fiscal ante los shocks .....	31
<b>Capítulo 4:</b> Políticas sincronizadas para la recuperación social .....	49
<b>Capítulo 5:</b> Resistentes pero estresados: el estado de los mercados financieros .....	63
<b>Capítulo 6:</b> Retos y oportunidades .....	81
Referencias .....	87



# Prólogo

Los países de América Latina y el Caribe necesitan abordar un triple desafío, tres retos macroeconómicos complejos e interconectados, para alcanzar las aspiraciones de desarrollo y bienestar de sus poblaciones.

En primer lugar, la región se enfrenta a un reto social. Con cerca del 18% de la población viviendo con menos de USD 3,1 por día, los niveles de pobreza de la región superan los de hace una década. Aunque se ha producido cierta corrección, la pandemia aumentó la pobreza en la región y, recientemente, la guerra de Rusia en Ucrania ha dificultado aún más la recuperación de los logros perdidos. Además de la pobreza, la desigualdad está aumentando.

En segundo lugar, la región presenta un reto fiscal. La pandemia del COVID-19 presionó los recursos y gastos fiscales. Como resultado, tras la crisis, la deuda soberana sobrepasó el 70% del PIB y, aunque la consolidación fiscal aún es posible, persisten muchos riesgos.

En tercer lugar, la región se encuentra con un reto de crecimiento. La productividad está aumentando a paso lento, y, en consecuencia, el crecimiento económico a largo plazo, que se estima actualmente en sólo 2%, no es suficiente para alcanzar los objetivos de desarrollo de la mayoría de los países de la región.

Además de estos retos específicos, la región también se enfrenta a los retos transversales de encarar el cambio climático, promover la diversidad, la inclusión y la equidad, y reforzar el contexto institucional y el estado de derecho para mejorar el entorno empresarial.

Ninguno de estos retos puede abordarse por separado, ya que todos se retroalimentan. El escenario global actual conlleva riesgos que pueden aumentar la profundidad de estos desafíos. Para ilustrar su interconexión, consideremos la inflación. Una inflación elevada, especialmente en los precios de los alimentos, exacerba la pobreza y amenaza la seguridad alimentaria, lo que a su vez repercute en el capital humano y en el crecimiento de la productividad a largo plazo. Simultáneamente, provoca un aumento de las tasas de interés, lo que ejerce una presión adicional sobre las cuentas fiscales. Cuando el espacio fiscal es estrecho, los gobiernos presentan dificultades para encontrar recursos públicos para promover intervenciones que reduzcan la pobreza y la desigualdad, o mejoren la productividad.

La dinámica macroeconómica de los últimos años ha complicado este triple desafío. Desde 2020, una serie de shocks severos ha golpeado la economía global. En primer

lugar, la pandemia del COVID-19 llevó a la mayoría de los países a una profunda recesión. Luego, mientras éstos aún se recuperaban a comienzos de 2022, la invasión rusa de Ucrania volvió a perturbar el orden mundial. En los países de América Latina y el Caribe, la pandemia produjo una contracción del PIB del 7% en 2020. Los niveles récord de gasto fiscal acompañaron esa contracción para mitigar su impacto, lo que provocó en el país mediano de la región déficits fiscales del 7,4% del PIB y niveles de la deuda soberana del 74% del PIB. Sin embargo, a medida que los países se recuperaron de la pandemia y se ajustaron los balances fiscales, la región creció un 7% en 2021.

La recuperación de la economía mundial se vio acompañada de una mayor demanda agregada que, a finales de 2021, comenzó a aumentar los precios de los *commodities* y la inflación. Esta tendencia global se intensificó en 2022 con la incursión militar rusa en Ucrania. Como consecuencia, las grandes variaciones de los precios de los *commodities* ejercieron una presión adicional sobre los precios. Además, el rol predominante de Rusia y Bielorrusia en el mercado global de los fertilizantes provocó una subida de los precios que también fue rápida y generó más presión sobre los precios de los alimentos en todo el planeta.

Los países de América Latina y el Caribe no fueron una excepción en las tendencias de los precios globales. La inflación, sobre todo la de los alimentos, alcanzó sus niveles más altos en más de veinte años. Como en el resto del mundo, los bancos centrales de la región reaccionaron con firmeza para contener el brote inflacionario. Las tasas de interés aumentaron en toda la región y, como resultado, la inflación ha disminuido en numerosos países y los flujos de capital se han contenido en gran medida. A pesar del aumento de las tasas de interés, la mayoría de los países pudieron mantener una tendencia de consolidación fiscal en 2022; el shock positivo de los *commodities* contribuyó a compensar el shock del crecimiento negativo que golpeó a las economías y añadió ingresos a las cuentas fiscales mientras una mayor inflación contribuyó a diluir una parte de la deuda.

A medida que el mundo se ajusta a las consecuencias de una inflación más alta, han aparecido numerosos riesgos en el horizonte económico de la región. Un menor crecimiento global y los altos costos de financiamiento forman parte del panorama al que se enfrentarán los hacedores de las políticas en 2023, y que posiblemente se prolongará. Este panorama puede generar un aumento del ratio de deuda/PIB en 2023 y en adelante, lo que señala la urgente necesidad de implementar políticas destinadas a consolidar las cuentas fiscales.

Una fuente importante de incertidumbre es la falta de perspectiva de un final de la guerra en Ucrania. Sin embargo, incluso en un escenario de estatus quo, los riesgos que se perfilan son un crecimiento global menor del previsto y costos de financiamiento más altos de lo esperado. Aprender a desenvolverse en un mundo de esas características es crucial para que los hacedores de las políticas eviten que el año del ajuste global se convierta en uno de fuerte presión económica para la región. Las autoridades pueden implementar



políticas para contener los shocks globales y sentar las bases para una recuperación más rápida y mejor cuando se normalicen las condiciones globales.

El Informe macroeconómico de América Latina y el Caribe de este año explora los principales retos a los que se enfrentará la región en 2023 en el mercado monetario, fiscal y laboral, y los frentes financieros. El Capítulo 1 describe el panorama y presenta escenarios de riesgo para la economía global y nuestra región. El Capítulo 2 aborda la inflación, la reacción de la política monetaria y las dificultades para volver a las metas de inflación de la región. El Capítulo 3 trata asuntos fiscales y complementa el reciente informe insignia del BID, *Lidiar con la deuda*, debatiendo cómo mantener la tendencia de consolidación fiscal de la región. El Capítulo 4 se centra en la evolución de la pobreza y la desigualdad, analiza los principales impulsores de la dinámica del mercado laboral y define los riesgos clave para el futuro, particularmente después de las fuertes políticas contractivas en 2022. El Capítulo 5 analiza los riesgos a los que se enfrentan los mercados financieros, tanto extranjeros como nacionales, y baraja maneras de lidiar con las fragilidades financieras potenciales. Por último, el Capítulo 6 resume las principales recomendaciones de las políticas tratadas a lo largo del informe. Cada capítulo se centra en los principales retos a los que se enfrenta la región en cada área y expone políticas para hacer frente a la incertidumbre actual, reducir los riesgos de profundización del triple desafío de la región, y sentar las bases para abordar estos retos específicos y los transversales en el mediano plazo.

**Eric Parrado**

*Economista Jefe*



# Agradecimientos

Este informe fue elaborado por un equipo de economistas del Departamento de Investigación, la División de Gestión Fiscal y Municipal, la División de Mercados Laborales y la Vicepresidencia de Países del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Este documento fue producido bajo la dirección de Arturo J. Galindo y Victoria Nuguer, ambos del Departamento de Investigación. Contaron con la eficiente ayuda de Ana Cepeda Valor, Tomás Gómez Traub y Santiago Novoa.

Eric Parrado, Economista Jefe y Gerente General del Departamento de Investigación, junto con Andrew Powell, Asesor Principal, y Eduardo Cavallo, Especialista Principal, ambos del Departamento de Investigación, aportaron valiosos comentarios y asesoría.

Los principales autores del informe son Arturo J. Galindo y Victoria Nuguer. Andrew Powell es coautor del Capítulo 1 y Oscar Mauricio Valencia del Capítulo 3.

Los autores que contribuyeron a cada capítulo son los siguientes:

Capítulo 1 Henry Mooney

Capítulo 2 João Ayres

Capítulo 3 Leandro Andrián, Jessica Chamorro, Alejandro Rasteletti y Carolina Ulloa  
Súarez

Capítulo 4 Oliver Azuara, María Reyes Retana Torre, Cezar Santos y Eric Torres

Capítulo 5 Rodrigo Heresi y Juan Manuel Hernández

Los 26 economistas de los países del BID contribuyeron con información detallada sobre asuntos fiscales. También colaboraron con muchas otras valiosas perspectivas y sugerencias.

Varios colegas han proporcionado retroalimentación e información en diversas etapas de la producción del informe, entre los cuales Arnoldo López, Osmel Manzano, Emilio Pineda, Virginia Queijo von Heideken, David Rosenblatt y Marta Ruiz-Arranz.

Matheo Arellano Morales, Paula Arias, Miguel Benítez, Ana Cepeda Valor, Martha Elena Delgado, Federico Dueñas Valencia, Tomás Gómez Traub, Carlos Guevara Kenty, Rosario López Palazzo, Rafael Macedo, Santiago Novoa, Marina Perrupato, Daniel J. Rueda Lobato, Gustavo A. Sánchez Rivera, Alejandra Torres, Daniela Villacreces y Alfredo Villca Condori proporcionaron un valioso apoyo en la investigación.

Rita Funaro editó el informe en inglés. Lina María Botero Estrada supervisó el proceso de producción. Alberto Magnet tradujo el informe al español e Hilda Lemos al portugués. Fayre Makeig realizó la lectura de pruebas del manuscrito en inglés. João Ayres y Cezar Santos revisaron el informe en portugués.

Paula Saenz Umaña creó el diseño de la portada bajo la dirección creativa de Lina María Botero Estrada. La composición de la publicación es de Word Express.

## CAPÍTULO 1

# Perspectivas globales y regionales de crecimiento

Después de repuntar con fuerza en 2021 desde la profunda recesión provocada por la pandemia del COVID-19 en 2020, se preveía que el crecimiento en América Latina y el Caribe disminuiría progresivamente hasta llegar a su promedio de más largo plazo. Sin embargo, la invasión rusa de Ucrania generó un shock que se hizo sentir en todo el mundo. Los precios de los *commodities* se dispararon, las expectativas de crecimiento global se desplomaron y los bancos centrales aumentaron las tasas de interés y advirtieron que tendrían que mantenerse elevadas durante un período largo. En consecuencia, el crecimiento en 2022 fue superior al previsto. Las previsiones iniciales de abril sugerían que la región crecería un 2,5%; las cifras reales se acercarán más al 3,9%. Las perspectivas de crecimiento para la región en 2023 parecen menos prometedoras que el período de recuperación de 2021 y 2022. Esto podría aumentar el riesgo de que crezcan las brechas asociadas con el triple reto de la región de mejorar las condiciones sociales, fortalecer las cuentas fiscales y promover el crecimiento de largo plazo. Se prevé que el crecimiento en 2024 volverá a ser cercano a los promedios de mediano plazo, aunque la incertidumbre es alta. Este capítulo analiza las perspectivas de crecimiento globales y regionales, describe los riesgos a los que se enfrenta la región y esboza los escenarios de crecimiento.

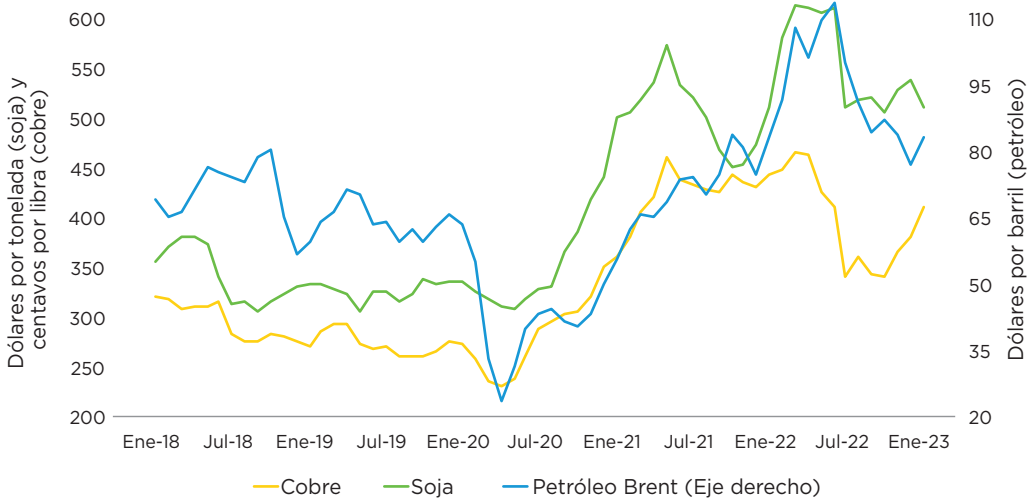
### Un contexto global lleno de riesgo

El crecimiento global se ha desacelerado. Si bien repuntó hasta alcanzar 6,1% en 2021, cayó a 3,4% en 2022 y se prevé que será del 2,9% en 2023.<sup>1</sup> Las proyecciones de analistas privados son más conservadoras, con un 2,1% en 2023.<sup>2</sup> Estados Unidos creció sólo un 1,6% en 2022 y actualmente los analistas privados prevén un crecimiento de 1.3% en 2023.<sup>3</sup> La Zona Euro creció un 3,1% en 2022 y las proyecciones prevén un crecimiento de cero este año. El crecimiento en China fue sólo de 3,2% en 2022, muy por debajo de las altas tasas por encima de 5% en los últimos años, que a su vez eran muy inferiores al promedio de

<sup>1</sup> FMI, Perspectivas de la Economía Mundial, enero 2023.

<sup>2</sup> Promedio Bloomberg de las proyecciones de analistas privados al 25 de enero de 2023.

<sup>3</sup> El FMI pronostica un crecimiento del 1,4% en sus Perspectivas de la Economía Mundial de enero de 2023.

**GRÁFICO 1.1 • Precios de *commodities* seleccionados**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de Bloomberg.

10% anual del período 2002-2012. Aun así, se prevé que China se recuperará y analistas privados pronostican un 5,0% en 2023.

La invasión rusa de Ucrania desencadenó impactos importantes a través de diversos canales. En primer lugar, la disminución de la demanda fue un impacto económico directo. En segundo lugar, la brusca subida de los precios de la energía y otros *commodities* también tuvieron un impacto negativo en el crecimiento y la inflación. En tercer lugar, el aumento de la inflación provocó un endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales en todo el mundo, lo cual deprimió aún más las perspectivas de crecimiento. Por último, los mercados bursátiles cayeron, borrando miles de millones de dólares de la valuación de las empresas. Estos impactos se propagaron por todo el mundo y afectaron prácticamente a todos los países, pero sobre todo a las economías pequeñas y abiertas como las de América Latina y el Caribe.

Desde los primeros meses de la guerra, otros acontecimientos han provocado una disminución de los precios de los *commodities* en relación con sus máximos niveles (Gráfico 1.1). China adoptó una política estricta de cero COVID, lo cual redujo la demanda de la segunda economía más grande del mundo. Estados Unidos liberó petróleo de sus reservas estratégicas. Recientemente, algunos precios de *commodities* volvieron a repuntar con la reapertura de China y el optimismo sobre el aumento de la demanda.

Estados Unidos ha sufrido una combinación de menor crecimiento y aumento de la inflación que ha desatado temores de una estanflación. Después de ver que la inflación no sería estrictamente temporal, la Reserva Federal aumentó la tasa de interés de política monetaria siete veces hasta un rango meta de 4,25% a 4,5% después de su última reunión en 2022, el nivel más alto desde 2007. Los hacedores de las políticas subrayaron que las

tasas tendrán que seguir subiendo y que se mantendrán elevadas durante un período prolongado para asegurar que la inflación disminuya a cerca de la meta del 2%. Teniendo en cuenta las actas desde la última reunión y el llamado “dot plot”, los miembros del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) prevén que las tasas de interés llegarán a 5,1% este año y luego podrían comenzar a disminuir hasta llegar a 4,1% en 2024, y luego a 3,5% en 2025.<sup>4</sup> El 1 de febrero de 2023, la Reserva Federal aumentó la tasa otros 25 puntos básicos y el Presidente de la Reserva Federal advirtió que es posible que las tasas superen la cifra del 5,1%, aunque reconoció que ha habido progresos en la reducción de la inflación.<sup>5</sup>

Al parecer, el mercado ha demostrado tener ciertas diferencias con respecto a la visión de la Reserva Federal. Como revelaba la “Fed. Watch Tool,” (Herramienta de supervisión de la Reserva Federal) del Chicago Mercantile Exchange, las expectativas del mercado apuntan a un aumento de las tasas de política de más del 5% antes de que la Reserva Federal comience a bajar las tasas este año.<sup>6</sup> Una interpretación es que puede que el mercado sencillamente crea que la inflación ya ha alcanzado su punto máximo y que comenzará a bajar con relativa rapidez; por lo tanto, la Reserva Federal no tiene motivos para mantener tasas más altas durante un período prolongado. Una visión menos benigna es que el mercado piensa que Estados Unidos entrará en una recesión y que la tasa de desempleo —notablemente baja— comenzará a subir. Según esta lógica, puede que el razonamiento del mercado sea que la Reserva Federal comenzará a bajar las tasas para llegar al pleno empleo y cumplir con su objetivo de controlar la inflación, así esta se mantenga por encima de la meta del 2%.

Estas son interpretaciones potenciales de los datos actuales de mercado. Sin embargo, también hay riesgos. Uno importante es que el crecimiento en los Estados Unidos se desacelere más de lo esperado y que el desempleo comience a aumentar, así la inflación se mantenga por encima de la meta del 2%. La Reserva Federal ha declarado que los costos de disminuir la inflación manteniendo las tasas elevadas son probablemente mucho menores que bajar las tasas con demasiada rapidez. Si en esas circunstancias la Reserva Federal mantiene las tasas elevadas, las expectativas del mercado tendrían que ser revisadas y lo más probable es que provoquen otra brusca corrección de los precios de las acciones, y que también tengan un impacto en las tasas de interés de más largo plazo.

La economía mundial se enfrenta a muchos otros riesgos. El FMI señala que, si bien los riesgos apuntan a la baja, también hay riesgos al alza, como una demanda más fuerte de lo previsto (debido a la demanda acumulada con los altos niveles de ahorro durante la pandemia) y una rápida disminución de la inflación. Sin embargo, la lista de riesgos a la baja es más larga y probablemente más potente si estos se materializan.

---

<sup>4</sup> Las actas de la reunión del FOMC en diciembre están disponibles en The Fed — December 13-14, 2022, FOMC Meeting ([federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov)).

<sup>5</sup> Ver, por ejemplo, “Fed’s Powell says could raise rates beyond December, gives nod to disinflation”, de Reuters.

<sup>6</sup> La herramienta Fed. Watch del CME está disponible en <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>.

En China, la política de cero COVID se está dismantelando y la economía está recuperando impulso. Sin embargo, esto suscita el riesgo de que el número de nuevos casos aumente y que puedan surgir nuevas cepas. La inmunidad al COVID sigue siendo relativamente baja en China y las nuevas cepas pueden debilitar aún más la efectividad de las vacunas, lo que representa un riesgo tanto para China como para el resto del mundo. Algunos países ya han impuesto restricciones para los viajeros chinos. Un segundo riesgo proviene de los altos niveles de deuda, particularmente en el sector inmobiliario. Al mismo tiempo, China tiene un alto nivel de reservas y numerosas herramientas para intervenir. El reto consiste en contener cualquier problema que emerja e impedir que provoque más malestar económico generalizado.

Otro de los riesgos es una escalada de la guerra de Rusia en Ucrania. Este conflicto continúa sin un final claro en el horizonte. La resistencia contra la invasión ha sido destacable y el ejército ucraniano incluso ha logrado avances en la lucha contra las fuerzas rusas. Este desafío ha tenido como respuesta bombardeos con misiles, aparentemente destinados a la infraestructura de energía y transporte. El despliegue de los misiles Patriot y de los tanques alemanes y de Estados Unidos, podrían ayudar a Ucrania a defender sus actuales posiciones y recuperar más territorio. Sin embargo, es posible que Rusia también interprete estas medidas como una escalada adicional del conflicto. Por un lado, Occidente parece dispuesto a proporcionar lo que se requiera para impedir que Rusia anexe todo Ucrania. Por otro lado, recuperar todo el territorio ocupado por Rusia parece un objetivo ambicioso y hace pensar en la escalofriante posibilidad de que una derrota más integral de las fuerzas rusas en el terreno propicie el uso de armas nucleares. Esto, a su vez, plantea la pregunta de cuál sería la respuesta de Occidente. Un riesgo elevado de escalada en este sentido tendría un importante impacto en los mercados de *commodities* y financieros y en las economías de todo el mundo.

### Atados a un mundo volátil: desarrollos en América Latina y el Caribe

Los acontecimientos mundiales han tenido un impacto en América Latina y el Caribe. La región se recuperó con fuerza después de la recesión de 2020 y se prevé que el crecimiento de 2022 se acerque al 3,9%, aunque en 2023 volvería a caer. Las previsiones de crecimiento del FMI para América Latina y el Caribe 2023 fueron rebajadas del 2,5% en abril de 2022 al 1,7% en octubre, y fueron ligeramente corregidas al alza en enero de 2023 hasta el 1,8%. Las proyecciones del sector privado son considerablemente más bajas, justo por debajo del 1%. Las previsiones de crecimiento para 2024 indican una recuperación del 2%.

Las proyecciones globales, y particularmente las de Estados Unidos, tienen un impacto en las proyecciones de crecimiento de la región. En sus Perspectivas de la Economía Mundial de abril de 2022, el FMI señalaba que el crecimiento en Estados Unidos sería del



2,3% en 2023, pero en octubre de 2022 revisó a la baja esa proyección hasta el 1%. El FMI revisó al alza el crecimiento de 2023 hasta el 1,4% en enero, y las cifras recientes de analistas privados para Estados Unidos sugieren que en 2023 será 1,3%.

La inflación aumentó considerablemente en la región a lo largo de 2021 y 2022, y llegó a un máximo del 9,6% en el país mediano. Como se señala en el Capítulo 2, los bancos centrales actuaron agresivamente aumentando las tasas de interés de política monetaria, lo cual, junto con la caída de los precios de los *commodities* y la desaceleración del crecimiento permitió que la inflación disminuyera en varios países a finales de 2022 y comienzos de 2023.

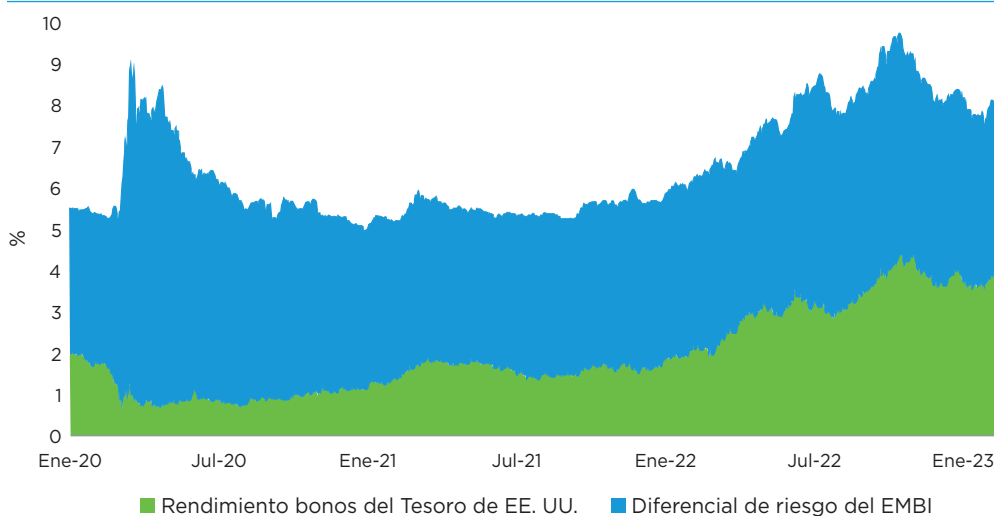
Los mercados de capitales han seguido abiertos para la mayoría de los países en América Latina y el Caribe, algo que seguramente los ayudó a superar la pandemia. Por ejemplo, los gobiernos emitieron casi USD 220.000 millones de bonos en 2020 —prácticamente cuatro veces la emisión de 2019. Es interesante señalar que la emisión de bonos públicos ha sido sumamente fuerte en las primeras semanas de 2023, y ha llegado a más del 30% de la emisión total de 2022 antes de finales de enero de 2023, lo que indica que la mayoría de los países todavía tiene acceso a los mercados externos.<sup>7</sup>

Al mismo tiempo, las condiciones financieras se han endurecido tanto para el sector público como el privado, dado el aumento de las tasas de interés mundiales y de las de cada país. Los rendimientos promedio sobre los bonos emitidos por los gobiernos de la región aumentaron de cerca del 5,3% en 2021 a más del 9% a finales de 2022. El inicio de 2023 ha arrojado una cierta disminución de los rendimientos, aunque se mantienen por encima del 8%. A lo largo de 2021 y los primeros meses de 2022, los rendimientos más altos se explicaban mayoritariamente por el aumento de los rendimientos de los títulos del Tesoro de Estados Unidos. Sin embargo, después de abril de 2022, los diferenciales de los bonos en relación con los títulos del Tesoro de Estados Unidos también aumentaron en la región. El Gráfico 1.2 ilustra el movimiento ascendente en los rendimientos de los bonos, y desglosa el rendimiento en el diferencial de riesgo y el correspondiente rendimiento de los títulos del Tesoro de Estados Unidos.

El aumento de los diferenciales de los bonos refleja tanto cambios en la aversión global al riesgo como en desarrollos domésticos específicos. Si bien los ratios de endeudamiento disminuyeron desde niveles altos debido a un fuerte crecimiento en 2021, fueron relativamente estables en 2022 y las proyecciones sugieren un ligero aumento a lo largo de los próximos tres años, con riesgos considerables en ese escenario. Es probable que la incertidumbre con respecto a los planes fiscales y los altos niveles de deuda que continúan en el contexto global actual hayan presionado al alza los diferenciales (ver Powell y Valencia, 2023, y Capítulo 3).

---

<sup>7</sup> Las cifras provienen de Bloomberg. Ver Cavallo *et al.* (2022) para un análisis más detallado del acceso al financiamiento externo a lo largo de la pandemia.

**GRÁFICO 1.2** ● Rendimientos de los bonos en América Latina y el Caribe

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del Índice de Bonos de Mercados Emergentes de J.P. Morgan.

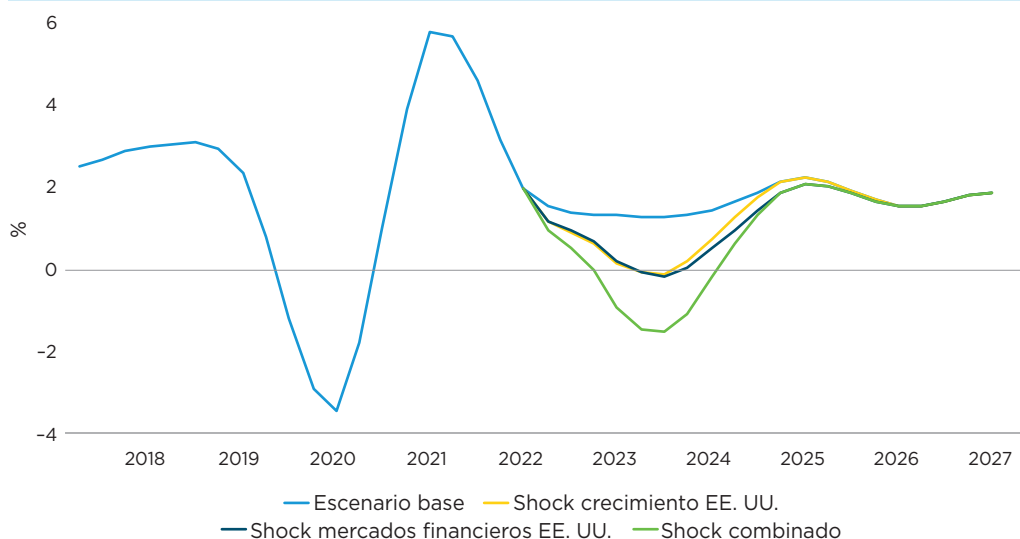
**Escenarios del crecimiento regional**

Los riesgos destacados más arriba, sobre todo para la economía de Estados Unidos, traen riesgos importantes para América Latina y el Caribe. Para investigarlos, se emplea un modelo estadístico de la economía global útil para evaluar los impactos de shocks particulares en América Latina y el Caribe.<sup>8</sup>

Se considera que la línea de base para este análisis son las expectativas promedio de los analistas privados. Estas proyecciones indican que Estados Unidos se desacelerará en 2023 y que la inflación disminuirá con relativa rapidez, en consonancia con los analistas del sector privado. El analista privado promedio prevé que el crecimiento será de cerca del 1% para la región en 2023. Esta baja proyección de crecimiento refleja, entre otros factores, un menor crecimiento mundial, tasas de interés más altas, mantención de una política monetaria restrictiva en el mundo y en la región (tratado en el Capítulo 2), una consolidación fiscal gradual y niveles de deuda relativamente altos (ver Powell y Valencia, 2023, y Capítulo 3).

Aun así, este escenario de línea de base involucra riesgos considerables. Considérese el caso de un crecimiento menor de lo previsto en Estados Unidos; concretamente, un shock de una desviación estándar en el crecimiento de Estados Unidos a lo largo de cuatro

<sup>8</sup> El modelo es uno de vectores autorregresivos global, o G-VAR. Ver Cesa-Bianchi *et al.* (2012) y Powell (2012) para más detalles del modelo. Para los objetivos de este análisis, América Latina y el Caribe incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Jamaica, México, Nicaragua, Paraguay, Perú y Trinidad y Tobago.

**GRÁFICO 1.3 • Shocks financiero y de crecimiento en Estados Unidos**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de FMI (2022b) y Bloomberg.

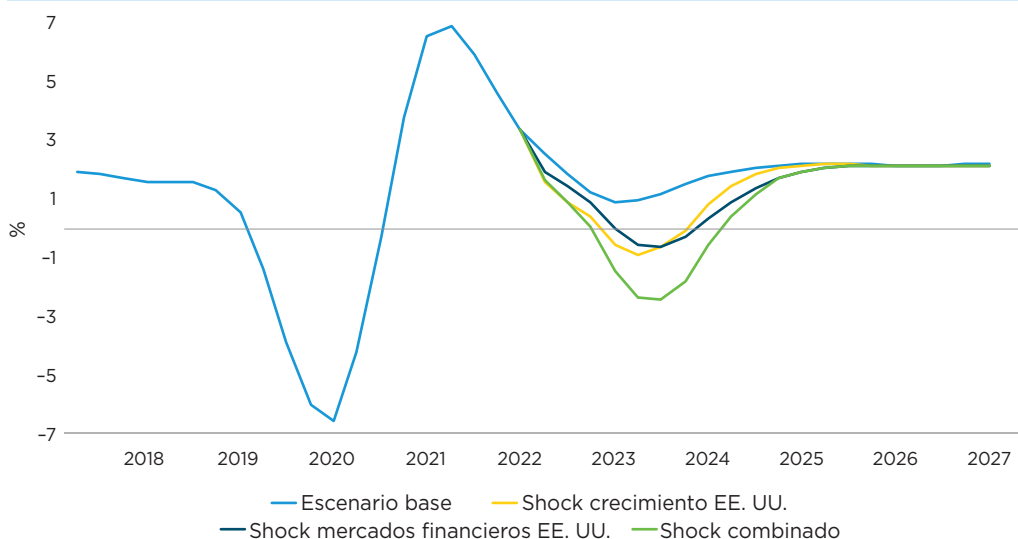
Nota: Los escenarios se generan utilizando un modelo de vectores autorregresivos globales (G-VAR). El shock en el PIB de Estados Unidos es del 1,6% mientras que el shock en el sector financiero en Estados Unidos es del 16,1%.

trimestres, comenzando en el primer trimestre de 2023. Al mismo tiempo, supongamos que la inflación no baja rápidamente y que a lo largo de 2023 se mantiene considerablemente por encima de la meta del 2% de la Reserva Federal. Es probable que esto provoque más subidas de la tasa de interés por encima de lo actualmente previsto por los analistas del mercado, así como una corrección en los precios de las acciones. La corrección en los precios de las acciones es de una desviación estándar de un índice amplio de precios de las acciones del mercado de valores de Estados Unidos. El shock financiero y el shock del crecimiento interactúan y provocan una recesión importante en la economía de Estados Unidos, y el crecimiento disminuye a -0,9% en 2023 y sigue siendo negativo en 2024 (-0,2%). Estados Unidos vuelve a un crecimiento positivo en 2025 (2%). El escenario de línea de base y este escenario negativo para la economía de Estados Unidos se ilustran en el Gráfico 1.3.

Los shocks en el crecimiento de Estados Unidos tienen importantes consecuencias en el crecimiento en América Latina y el Caribe. Los shocks esbozados más arriba sobre el crecimiento y los mercados financieros en Estados Unidos provocan una recesión en América Latina y el Caribe, con un crecimiento de -1,5% en 2023. La región también tendría un crecimiento negativo (-0,5%) en 2024 y sólo volvería al crecimiento positivo en 2025 (2%). El Gráfico 1.4 ilustra los resultados para América Latina y el Caribe.

El impacto de los shocks provenientes de Estados Unidos se siente con mayor agudeza en México, dados los estrechos vínculos comerciales y de otros tipos entre ambos

**GRÁFICO 1.4 ● Escenarios de crecimiento para América Latina y el Caribe**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de FMI (2022b) y Bloomberg.

Nota: Los escenarios se generan utilizando un modelo global de vectores autorregresivos (G-VAR). El shock en el PIB de Estados Unidos es del 1,6% mientras que el shock en el sector financiero en Estados Unidos es del 16,1%. América Latina y el Caribe incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Jamaica, México, Nicaragua, Paraguay, Perú y Trinidad y Tobago.

países; México pierde un promedio del 2,1% del PIB cada año durante tres años (2023 a 2025, inclusive) en relación con la línea de base. Brasil, una economía más grande y más diversificada en términos de sus vínculos externos, es el menos afectado, con una pérdida del 1,3% del PIB en promedio durante cada uno de los tres años. En el Cuadro 1.1 se detallan las pérdidas del PIB como consecuencia de los shocks provenientes de Estados Unidos en relación con la línea de base.

**CUADRO 1.1 ● Pérdidas anuales estimadas del PIB (2023-2025) en relación al escenario base**

Región	Escenario base Crecimiento promedio 2023-2025	Shock crecimiento EE. UU.	Shock mercado financiero EE. UU.	Escenario negativo EE. UU.
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>
Cono Sur excepto Brasil	1,9	-1,0	-0,9	-1,8
Centroamérica y el Caribe	2,2	-0,7	-0,7	-1,4
Brasil	1,6	-0,6	-0,7	-1,3
México	1,7	-1,0	-1,1	-2,1

Fuente: Cálculos del equipo BID.

Nota: Los escenarios se generan utilizando un modelo global de vectores autorregresivos (G-VAR). El shock en el PIB de Estados Unidos es del 1,6%. El “Cono Sur excepto Brasil” incluye Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay y Perú. “América Central y el Caribe” corresponde a Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Nicaragua y Trinidad y Tobago. “América Latina y el Caribe” incluye los dos grupos, Brasil y México.

**CUADRO 1.2 • Tasas de crecimiento en el escenario de línea de base y negativo**

Región	2022		2023		2024		2025	
	Escenario base	Escenario base	Escenario negativo	Escenario base	Escenario negativo	Escenario base	Escenario negativo	
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>3,5</b>	<b>1,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	
Cono Sur excepto Brasil	4,6	1,0	-1,6	2,0	-0,5	2,6	2,3	
Centroamérica y el Caribe	2,4	1,9	-0,4	2,1	0,3	2,7	2,5	
Brasil	3,0	0,9	-0,9	1,8	-1,1	2,0	1,8	
México	2,9	1,1	-2,0	1,8	-1,1	2,1	1,8	

Fuente: Cálculos del equipo BID.

Nota: Los escenarios se generan utilizando un modelo global de vectores autorregresivos (G-VAR). El shock en el PIB de Estados Unidos es del 1,6%. El "Cono Sur excepto Brasil" incluye Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay y Perú, "Centroamérica y el Caribe" corresponde a Costa Rica, El Salvador, Jamaica, Nicaragua y Trinidad y Tobago, "América Latina y el Caribe" incluye los dos grupos, Brasil y México.

Como es esperado, dado el patrón de las pérdidas del PIB, México también es el que más sufre en términos de crecimiento; en el escenario negativo sufre una recesión, con un crecimiento de -2% en 2023. Brasil también experimenta una recesión en 2023 pero de menor magnitud —con un crecimiento del 0,9%. Todas las subregiones registrarían un crecimiento negativo en 2023 y todas volverían a un crecimiento positivo en 2025. Las tasas de crecimiento tanto en el escenario de línea de base como en el escenario negativo se detallan en el Cuadro 1.2.

Las economías dependientes del turismo sufrieron más que otras durante la pandemia debido a las restricciones de los viajes, y todavía no se han recuperado plenamente. Debido a las condiciones inciertas de la demanda por servicios de turismo, sobre todo desde las economías avanzadas, puede que estos países se vean una vez más particularmente golpeados. Puede que este canal de transmisión específico no se capture plenamente en el modelo estadístico. El Recuadro 1.1 detalla los efectos potenciales en los países dependientes del turismo.

### Navegando el difícil camino

2022 resultó ser un año mejor de lo esperado para América Latina y el Caribe. En abril, el FMI proyectó un crecimiento de 2,5% ese año. En octubre, fue revisado al alza hasta el 3,5% y las estimaciones actualmente sugieren que el crecimiento llegó al 3,9%. Esta mejora se debió principalmente al impacto de los altos precios de los *commodities* y a fluctuaciones positivas de los términos de intercambio en numerosas economías de la región. No se prevé una repetición de este patrón en 2023. Las perspectivas del crecimiento mundial actualmente son más sombrías y dado que los bancos centrales en

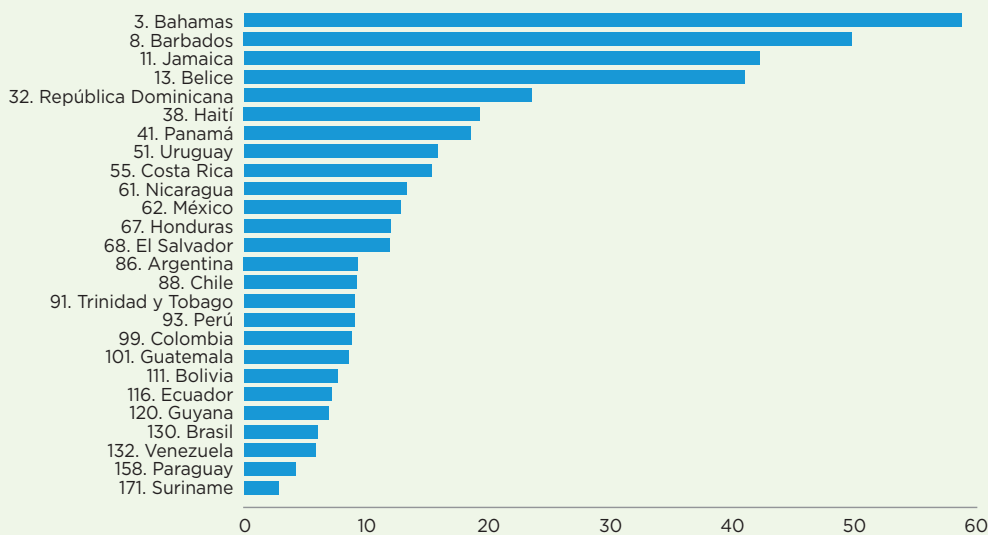
### RECUADRO 1.1 ● Fuera de su alcance: perspectivas para la región del mundo más dependiente del turismo

El panorama económico mundial cada vez más incierto y difícil proyecta una sombra sobre la demanda de las economías avanzadas de viajes y servicios de turismo en los próximos 12 a 24 meses. La encuesta más reciente del Panel de Expertos en Turismo de la OMT<sup>a</sup> subraya que, si bien los participantes de la industria siguen siendo optimistas en relación con las perspectivas globales del sector en 2023, la confianza disminuyó a lo largo del último trimestre de 2022, coincidiendo con el deterioro de las condiciones económicas. Independientemente de los resultados, la economía regional y global se enfrenta a vientos contrarios y es poco probable que mejoren las perspectivas de la demanda de viajes y turismo. Los responsables de las economías dependientes del turismo deberían prepararse para lidiar con las preocupaciones de este sector clave que, una vez más, se encuentra a merced de fuerzas externas que evolucionan rápidamente.

Numerosos países de América Latina y el Caribe se clasifican entre los más dependientes del turismo. El Índice de Dependencia del Turismo (IDT) desarrollado por Mooney *et al.* (2020), basado en la contribución relativa del sector al PIB, las exportaciones y el empleo, sugiere que se podría decir que los países de América Latina y el Caribe son los más dependientes del turismo en el mundo (Gráfico 1.1.1). El IDT clasifica a 175 países en diferentes regiones del mundo y muestra que cerca de la mitad de las 20 economías más intensivas en turismo en el mundo se encuentran en el Caribe.<sup>b</sup>

Si bien muchos de los países más dependientes del turismo en la región se encuentran en el Caribe, que tienden a ser economías relativamente pequeñas por tamaño y población, el sector sigue siendo importante para algunos de los países más grandes. Entre 2017 y 2021, se estima

#### GRÁFICO 1.1.1 ● Índice de dependencia del turismo



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en Mooney *et al.* (2020) y Mooney (2021).

Nota: El Índice de Dependencia del Turismo (IDT) se calcula utilizando datos de la contribución total del turismo en el PIB, el empleo y las exportaciones en cada país. El rango va de 0 a 100, donde 100 representa la dependencia total. Los datos están disponibles para 175 países a lo largo de 2021. Los números corresponden a su clasificación en el IDT.

(continúa en la página siguiente)

### RECUADRO 1.1 • Fuera de su alcance: perspectivas para la región del mundo más dependiente del turismo *(continuación)*

que el turismo representó un promedio de más del 16% tanto del producto económico como del empleo en México, y cerca del 10% tanto del PIB como del empleo total en Uruguay, Argentina y Chile. En Brasil, se estima que el turismo contribuyó a cerca del 8% tanto del producto como del empleo. En términos agregados, casi 28 millones de ciudadanos de América Latina y el Caribe dependían del sector del turismo para una parte de sus ingresos y sustento en 2018 (el último año para el cual hay datos disponibles).<sup>c</sup>

<sup>a</sup> OMT. “Barómetro del Turismo Mundial”. Volumen 20, N° 6, noviembre de 2022.

<sup>b</sup> Sólo los países miembros del BID se muestran en el Gráfico 1.1.1, pero Aruba, Antigua y Barbuda, Santa Lucía, Dominica y Granada se encuentran entre las 20 economías más dependientes del turismo según esta medida.

<sup>c</sup> Nótese que estos datos reflejan la contribución total de viajes y el turismo en el empleo, Índice de Desarrollo Mundial del Banco Mundial y Consejo Mundial de Viajes y Turismo (WTTC), generados por la actividad económica directa e indirecta. La contribución directa se refiere a empleos específicamente vinculados a sectores del turismo, incluidos hoteles y restaurantes, mientras que las contribuciones indirectas incluyen servicios de apoyo y otros insumos de fases anteriores de la producción al sector (por ejemplo, insumos agrícolas, construcción, servicios de manutención del sector, etc.).

todo el mundo han luchado por controlar la inflación, las tasas de interés mundiales son actualmente más altas.

Los países de América Latina y el Caribe se enfrentan a un año en el que puede que la demanda global esté deprimida —compensado parcialmente por la reapertura de China después de sus estrictos confinamientos relacionados con el COVID— y a altos costos financieros. En algunos países que todavía se esfuerzan en estabilizar la inflación, los costos de financiamiento podrían seguir aumentando. En este contexto, los países de la región todavía tienen espacio para maniobrar mediante acciones de política y evitar contracciones económicas más profundas de lo necesario para que puedan enfocarse en el triple desafío social, fiscal y de crecimiento que los aqueja.

Las políticas monetaria y fiscal son ejemplos claros en los que la región necesita ajustes no sólo para evitar un aterrizaje fuerte sino también para establecer las condiciones de una recuperación más rápida después de los retos de 2023. En el frente monetario (ver Capítulo 2), los países todavía tienen que mantener, o en algunos casos endurecer su política monetaria para asegurar que la inflación vuelva a sus metas hacia 2024. Todas las agendas de política económica en la región deberían establecer esta prioridad.

Es necesario que la política fiscal acompañe la política monetaria acelerando la consolidación fiscal. La consolidación fiscal es crucial para disminuir las primas de riesgo, reducir los costos de financiamiento, la tasa de interés neutral de la política monetaria y generar espacio fiscal con el fin de apoyar las políticas tan necesarias para promover el desarrollo económico y social. La consolidación fiscal se enfrentará a riesgos (ver Capítulo 3), aunque los hacedores de las políticas tienen diversos instrumentos, como el fortalecimiento de las instituciones fiscales y la restauración del uso de reglas fiscales que les puedan permitir avanzar en ese frente.

La desaceleración económica que la región podría vivir en 2023 despierta el grave espectro del deterioro de la pobreza y la desigualdad. Muchas conquistas sociales que tanto ha costado lograr en la región en la primera década del siglo se han revertido. Es prioritario evitar más pérdidas y generar las condiciones para recuperarse y avanzar en dichas conquistas. La manera en que los mercados laborales respondan a las políticas implementadas a lo largo de 2022 para poner freno a la inflación (ver Capítulo 4) puede dejar otras cicatrices que afecten los ajustes de los mercados laborales en el futuro. Las políticas tienen que diseñarse teniendo en cuenta a las poblaciones más vulnerables e incluir políticas fiscales focalizadas para abordar sus necesidades ante los shocks monetarios y financieros. Los mercados laborales en la región todavía tienen que aumentar sus niveles de formalidad para contribuir mejor a llenar los vacíos de desarrollo.

A pesar del aumento de los costos de financiamiento globales, los mercados de la región se han mostrado resilientes. El acceso al financiamiento global se ha mantenido abierto, aunque su costo ha aumentado considerablemente. A medida que la dolarización financiera se amplía en varios países, las autoridades deben desarrollar estrategias para contenerla con el fin de evitar la materialización de las vulnerabilidades de los balances y aumentar los riesgos financieros. A pesar de la tensión en los mercados financieros (ver Capítulo 5), los sistemas financieros de la región siguen siendo relativamente robustos. La meta de las autoridades en América Latina y el Caribe debería ser mantenerlos así, asegurando que todas las herramientas —incluidas las pruebas de estrés— se apliquen adecuadamente.



## CAPÍTULO 2

# Buscando el equilibrio: la política monetaria en tiempos turbulentos

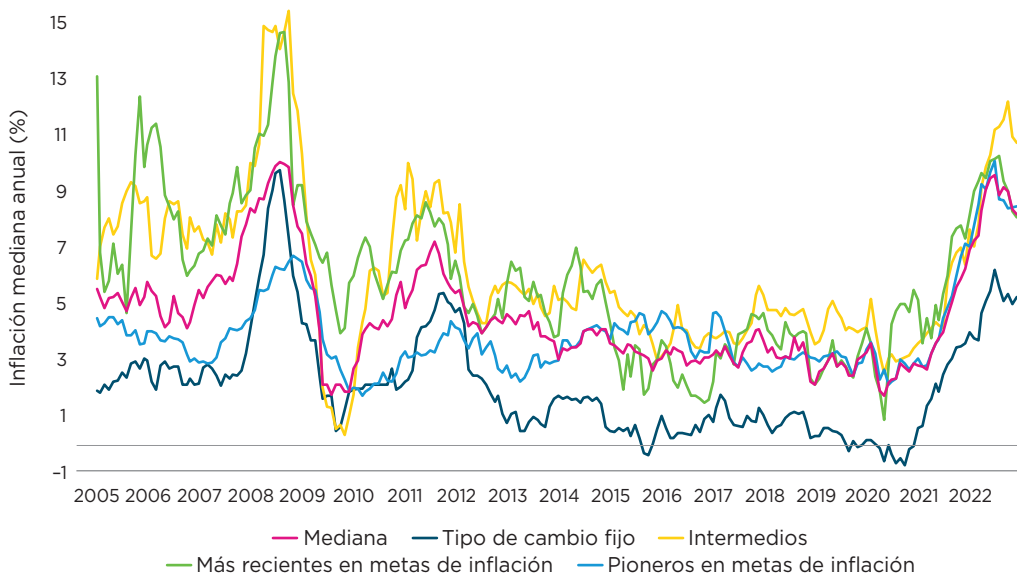
La inflación en la región alcanzó su nivel más alto de los últimos 14 años en 2022. En la mayoría de países, a finales de año, las señales apuntaban a una desaceleración de la subida de los precios. A pesar de esto, los analistas no prevén que la inflación vuelva a las metas de los bancos centrales hasta al menos finales de 2024. Para combatir el aumento de la inflación y un posible desanclaje de las expectativas de inflación, los bancos centrales en la región aumentaron las tasas de interés. Las tasas de política monetaria probablemente se mantendrán por encima de su nivel neutral en 2023 y es posible que el proceso desinflacionario se vea acompañado de una desaceleración del crecimiento económico. La inflación por encima de las metas junto con la previsión de un bajo crecimiento dificultará la posibilidad de encontrar el balance correcto de las políticas monetaria y fiscal necesario para volver a una senda de crecimiento económico sostenido.

Este capítulo describe las tendencias recientes de la inflación, las tasas de interés de la política monetaria y las hojas de balance de los bancos centrales de los países de América Latina y el Caribe. Además, aborda el componente global de la inflación y la reacción de los bancos centrales. El capítulo también trata de las dificultades de coordinar las políticas monetaria y fiscal durante el año que empieza.

### Diseción de la subida: la inflación en 2022

En 2022, la invasión rusa de Ucrania junto con la recuperación económica y los estímulos fiscales otorgados durante la pandemia ejercieron presión sobre los precios, sobre todo de la energía y los alimentos. La inflación en América Latina y el Caribe alcanzó su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008 (ver Gráfico 2.1). La tasa de inflación anual para el país medio de la región llegó a 9,6% en julio de 2022, en comparación con 6,3% en 2021 (el valor más alto ese año).

La inflación aumentó en países cuyos regímenes de política monetaria abarcan todo el espectro. Incluso en países con tipos de cambio fijos y en las economías dolarizadas, la inflación anual superó el 6%. Como en 2021, la inflación fue impulsada principalmente por

**GRÁFICO 2.1 • La inflación en diferentes regímenes monetarios**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales y Haver Analytics.

Nota: Este gráfico describe las medianas de las tasas de inflación de diferentes regímenes monetarios. Los países pioneros en metas de inflación son Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los países con metas de inflación más recientes corresponden a Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Paraguay, República Dominicana y Uruguay; los países “intermedios” son Argentina, Bolivia, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua, Suriname y Trinidad y Tobago; y los países con tipo de cambio fijo corresponden a Bahamas, Barbados, Belice, Ecuador, El Salvador y Panamá.

factores reales —el ajuste de los precios mundiales de los *commodities*, las restricciones de los suministros relacionadas con la guerra de Rusia en Ucrania y los remanentes de la crisis del COVID-19— más que por factores monetarios (ver Cavallo *et al.*, 2022).

El aumento de los precios fue un fenómeno global, no local. Tomando los datos desde el comienzo de la pandemia, el componente principal de la inflación en la región representa el 83% de la variación en las tasas de inflación general; con datos desde 2005, el componente principal representa sólo el 57% (ver Recuadro 2.1). Mirando los grupos de países por régimen monetario, los componentes principales de la inflación están estrechamente correlacionados después de marzo de 2020 (ver Gráfico 2.2, Panel A). Además, el componente principal de la inflación en la región está estrechamente correlacionado con el componente principal de la inflación en los países del G7, en otras economías emergentes y con los precios de los *commodities* (ver Gráfico 2.2, Panel B). Los factores comunes de estos patrones sugieren que el aumento de la inflación en 2022 fue provocado por factores globales y no idiosincráticos a los países.<sup>1</sup> De hecho, el aumento

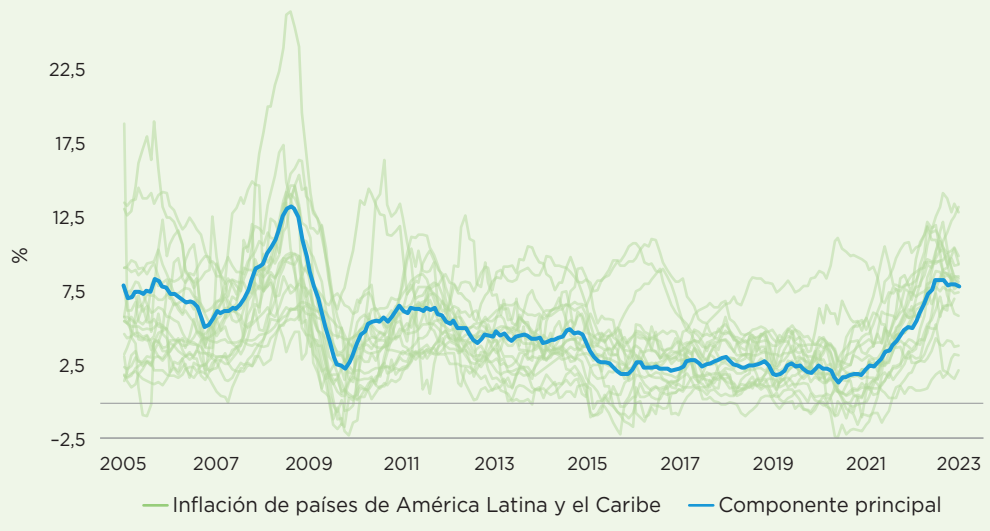
<sup>1</sup> Ver Ayres *et al.* (2023) para más detalles. Ruiz-Arranz *et al.* (2023) muestran que en América Central más de la mitad de la inflación no alimentaria se explica por un factor común estrechamente correlacionado con los precios del petróleo, y que la inflación de alimentos está fuertemente correlacionada con el precio del maíz y el trigo.

**RECUADRO 2.1 • El componente principal de la inflación en la región**

El componente principal es sencillamente la combinación lineal de 19 series de inflación de países de América Latina y el Caribe que explica la mayor parte de la variación general de la inflación en los datos. Ayres *et al.* (2023) llevan a cabo un análisis del componente principal de la dinámica de la inflación en América Latina y el Caribe para evaluar el aumento reciente de la inflación en toda la región. El componente principal representa el 57% de la variación de la inflación en los últimos 17 años, y está estrechamente correlacionado con los componentes principales de la inflación en grupos de países fuera de la región, sobre todo después del COVID-19. Los factores globales como la inflación en Estados Unidos, los precios de los *commodities* y los costos de los transportes marítimos internacionales representan al menos una tercera parte de la variación del componente principal. El análisis implica que los factores externos son elementos importantes impulsores del aumento de la inflación en la región después de los confinamientos de la pandemia.

El Gráfico 2.1.1 muestra el componente principal y las series de inflación de 19 países de la región. El componente principal captura el aumento generalizado de la inflación en 2008-2009, durante la crisis financiera global y en el período más reciente, después del COVID-19. Además, el cálculo del componente principal ilustra su contribución a la varianza de la inflación en la muestra. Este porcentaje es el ratio de valor propio (*eigenvalue*) más alto en relación con la suma de todos los valores propios de la matriz de varianzas y covarianzas. El componente principal por sí sólo representa el 57% de la variación de la inflación. Y el componente principal para el subperíodo después de marzo de 2020 —el comienzo de la pandemia— representa el 83% de la variación. Esto señala que hay un factor común que explica la mayor parte de la variación de la inflación en la muestra, particularmente en el subperíodo después del COVID-19.

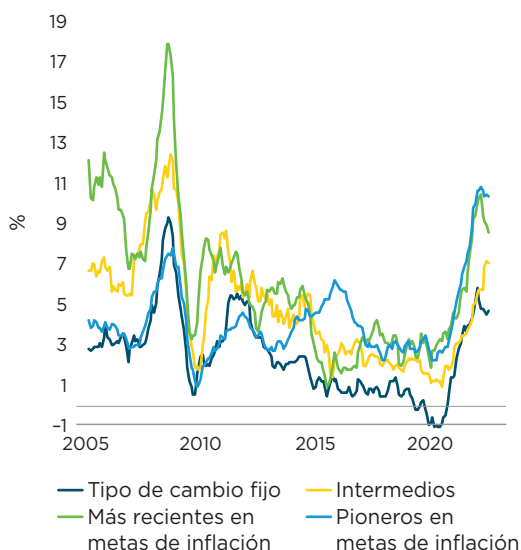
**GRÁFICO 2.1.1 • La inflación y su componente principal en América Latina y el Caribe**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales y Haver Analytics.  
 Nota: Los países con períodos de alta inflación y donde faltan datos se excluyen para evitar problemas en la estimación del componente principal. El gráfico incluye datos para Bahamas, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Uruguay.

## GRÁFICO 2.2 • Componente principal de la inflación en diferentes grupos

### A. América Latina y el Caribe, agrupados por régimen monetario



### B. América Latina y el Caribe, otras economías emergentes y el índice de precios de commodities



Fuente: Cálculos del BID basados en datos de los bancos centrales, Haver Analytics y la Base de datos de *commodities* del FMI.

Nota: Los países con períodos de alta inflación y donde faltan datos se excluyen para evitar problemas en la estimación del componente principal. Los “países pioneros en metas de inflación” son Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; “los países con metas de inflación más reciente” son Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Paraguay, República Dominicana y Uruguay; los países “intermedios” son, Bolivia, Guyana, Honduras y Trinidad y Tobago; y los de régimen de tipo de cambio fijo corresponden a Bahamas, Ecuador, El Salvador y Panamá. América Latina y el Caribe está compuesta de todos los países recién mencionados. El grupo de “otras economías emergentes” incluye las mismas economías que el índice EMBI, pero excluye los países de América Latina y el Caribe. Por consiguiente, incluye: Armenia, China, Costa de Marfil, Croacia, Egipto, Eslovaquia, Filipinas, Georgia, Hungría, India, Indonesia, Kenia, Letonia, Lituania, Malasia, Namibia, Nigeria, Omán, Pakistán, Polonia, Rumanía, Rusia, Senegal, Sudáfrica, Túnez y Zambia. Los miembros del grupo G7 son Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido. El gráfico utiliza el índice de precios de *commodities* del FMI.

de la inflación y de las expectativas de inflación se deben principalmente a un aumento de los precios de los combustibles, los alimentos y otros *commodities*, lo que a su vez se debió a los shocks de los suministros globales provocados por la pandemia y la guerra en Ucrania (Recuadro 2.2).<sup>2</sup>

La tasa de inflación de los alimentos aumentó un 30% entre febrero de 2020 y diciembre de 2022 como respuesta tanto a la pandemia del COVID-19 como a la guerra en Ucrania, mientras que el Índice de precios al consumidor aumentó un 18% (ver Gráfico 2.3). En 2022, la inflación de los alimentos para el país mediano llegó al 14%, la inflación de los precios al consumidor a 9% y la inflación *core* al 7%. El hecho de que los precios de los alimentos aumentaron más que los precios generales al consumidor y los precios *core*

<sup>2</sup> Para un debate, ver FMI (2022b).

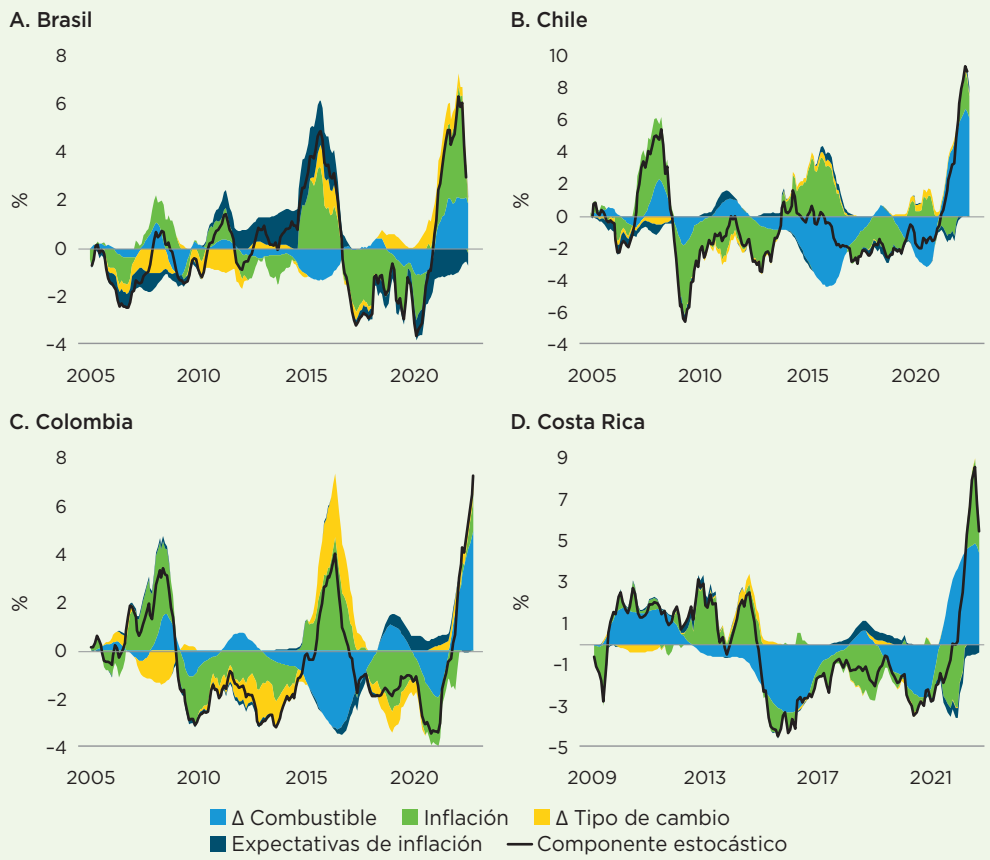
**RECUADRO 2.2 • Entendiendo las raíces de la inflación**

Galindo y Nuguer (2023) estiman el impacto de los shocks de los precios de los combustibles en la inflación y las expectativas de inflación en Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Paraguay, Perú y República Dominicana. Estos países tienen regímenes monetarios de inflación objetivo. Para cuantificar los impactos de los shocks del precio global de los combustibles, utilizan modelos VAR (vectoriales autorregresivos estructurales) bayesianos conocidos como B-VAR.<sup>a</sup> Los modelos incluyen la fluctuación exógena del precio global de los combustibles, así como variables domésticas: inflación general, expectativas de inflación y la depreciación del tipo de cambio nominal.

En todos los casos, la inflación y las expectativas de inflación responden rápida y significativamente a un shock de los precios de los combustibles. El tamaño y la duración del impacto varía según los países. Una característica clave de estos países es la existencia de mecanismos fiscales que ayudan a reducir el impacto de los precios globales de los combustibles en los precios nacionales de los mismos. Por lo tanto, el canal de transmisión más probable es mediante el aumento del costo de los bienes y servicios importados. El tamaño del impacto y la persistencia y la dinámica de la transmisión están relacionados con el funcionamiento idiosincrático de cada mecanismo de control del precio de la gasolina.

Los principales elementos impulsores de la inflación desde enero de 2005 hasta octubre de 2022 fueron los shocks de los precios de los combustibles, excepto en Brasil (ver Gráfico 2.2.1).

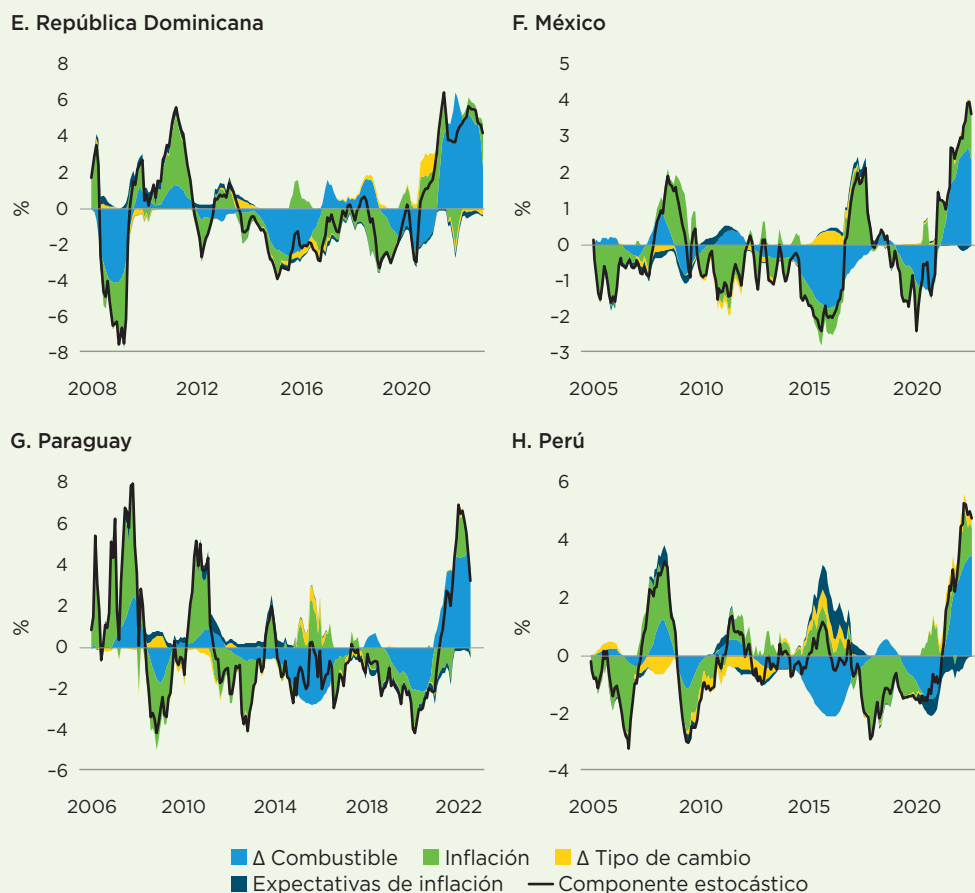
**GRÁFICO 2.2.1 • Descomposición histórica de la inflación**



(continúa en la página siguiente)

**RECUADRO 2.2 • Entendiendo las raíces de la inflación** *(continuación)*

**GRÁFICO 2.2.1 • Descomposición histórica de la inflación**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales y Haver Analytics.  
 Nota: Los gráficos describen el desglose de la inflación para cada país explicada por el modelo B-VAR estimado en Galindo y Nuguer (2023). La línea continua corresponde al componente estocástico de inflación, mientras que los diferentes colores corresponden a cada uno de los shocks en el modelo B-VAR.

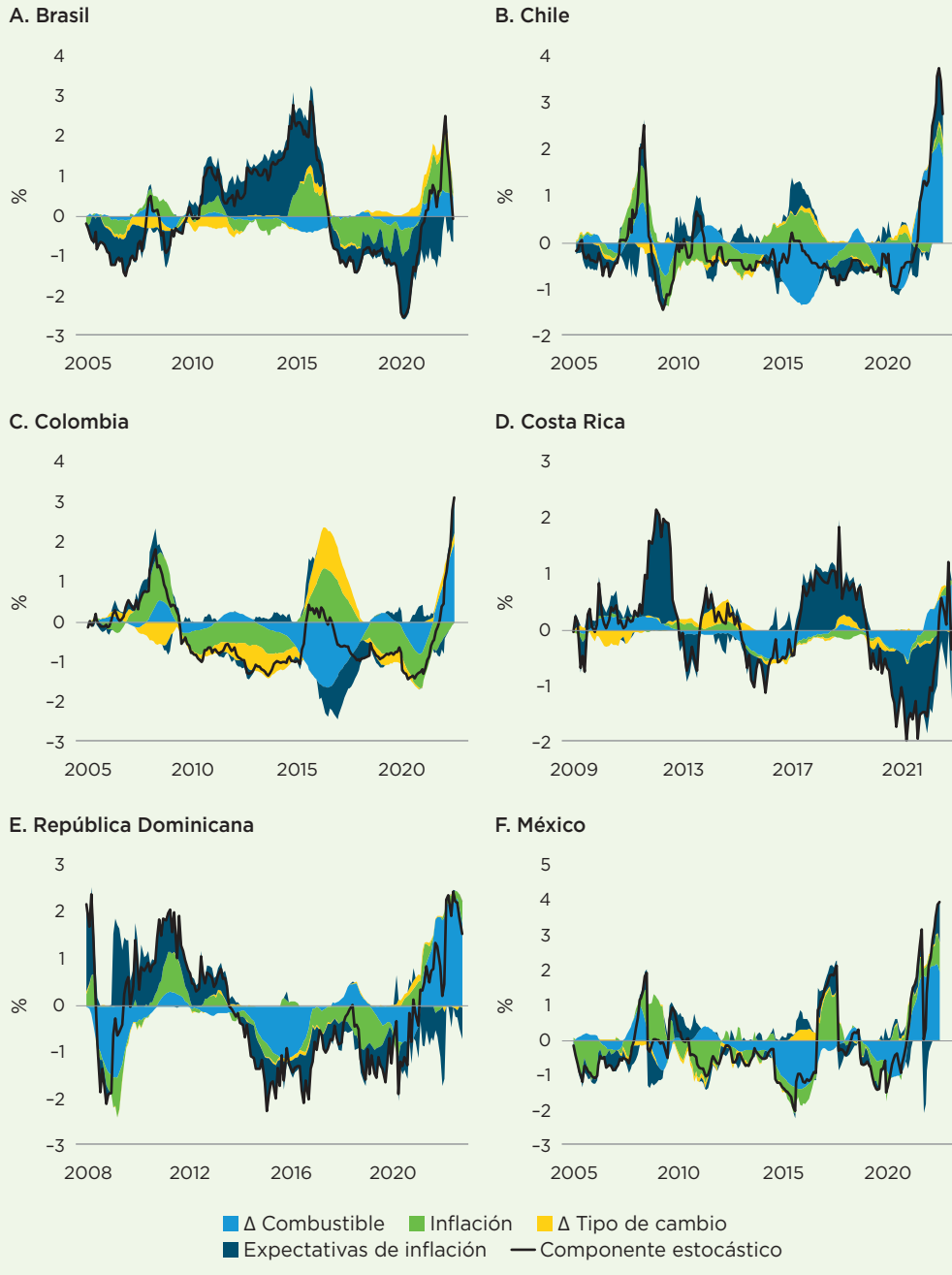
Los shocks de los precios de los combustibles explican más del 70% de la variación exógena de la inflación estimada por los modelos en el último trimestre de la muestra. En los casos de Paraguay y República Dominicana, los shocks del precio de los combustibles explican más del 90% de la variación. Estas conclusiones sugieren que la dinámica exógena de los precios de los combustibles ha sido la principal impulsora de la inflación del índice de precios al consumidor en América Latina y el Caribe.

Coincidiendo con la inflación, los shocks del precio de los combustibles jugaron un rol clave en la configuración de las expectativas de inflación (ver Gráfico 2.2.2) lo cual resalta la importancia de que los hacedores de política comuniquen al público sus visiones acerca de la característica de los shocks del precio del petróleo (por ejemplo, sobre lo que se percibe como persistencia o no de dichos shocks).<sup>b</sup>

*(continúa en la página siguiente)*

**RECUADRO 2.2 • Entendiendo las raíces de la inflación** *(continuación)*

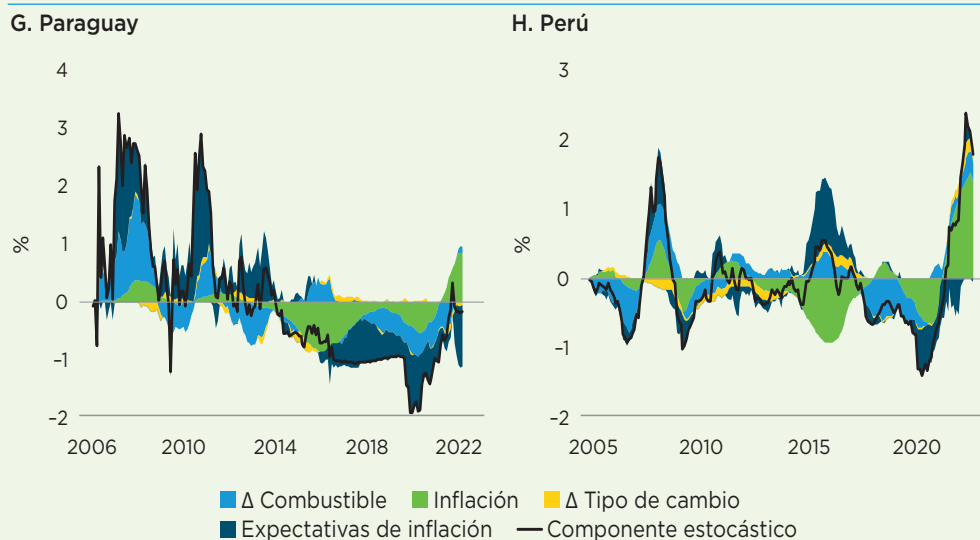
**GRÁFICO 2.2.2 • Descomposición histórica de expectativas de inflación a 12 meses**



*(continúa en la página siguiente)*

**RECUADRO 2.2 • Entendiendo las raíces de la inflación** *(continuación)*

**GRÁFICO 2.2.2 • Descomposición histórica de expectativas de inflación a 12 meses**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales y Haver Analytics.  
 Nota: Los gráficos describen el desglose de las expectativas de inflación de 12 meses para cada país explicado por el modelo B-VAR estimado en Galindo y Nuguer (2023). La línea continua corresponde al componente estocástico de las expectativas de inflación a 12 meses, mientras que los diferentes colores corresponden a cada uno de los shocks en el modelo B-VAR.

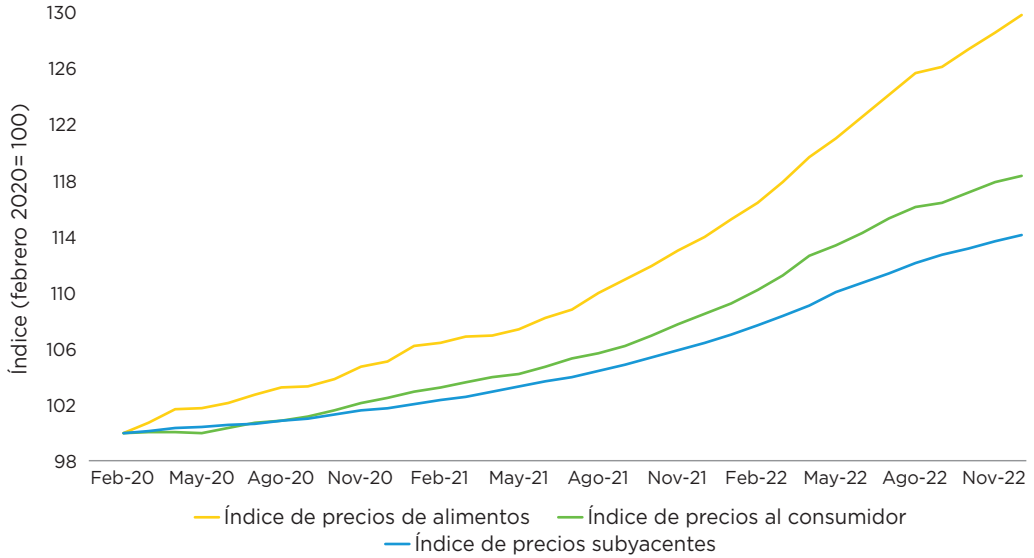
En un ejercicio similar, se supone que el componente estocástico de la tasa de inflación de los alimentos se explica por la variación en el precio de los fertilizantes, las expectativas de inflación y el tipo de cambio nominal. En este escenario, los fertilizantes explican entre el 50% y el 75% del aumento de la tasa de inflación de los alimentos en 2002. Sin embargo, si se añaden los precios del petróleo al análisis, la importancia de los precios de los fertilizantes disminuye en aproximadamente el 25%, mientras que la mayoría se explica por la variación en los precios de los combustibles.

<sup>a</sup> Los autores siguen a Killian y Zhou (2022) en su especificación empírica.  
<sup>b</sup> Galindo y Nuguer (2023) llevan a cabo varios ejercicios de robustez basados en este modelo empírico. Uno de ellos también incluye una variable que mide los costos globales de transporte como variable exógena utilizada para analizar la importancia de ese canal comercial en la explicación de la inflación. Su análisis sugiere que en el actual contexto inflacionario ese canal es de segundo orden en la mayoría de los países.

refleja el impacto relativamente más fuerte de las restricciones en la cadena de suministro en el precio de los alimentos, que ejerce una mayor presión en los hogares más pobres, que son los que gastan una mayor parte de su ingreso en alimentación (ver Cavallo y Powell, 2021, y Nuguer y Powell, 2020). Aunque los precios de la energía aumentaron globalmente, los altos subsidios a los precios de la energía en la región limitaron su traspaso a los



**GRÁFICO 2.3 • Medidas alternativas al Índice de precios al consumidor**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales, departamento de estadísticas y Haver Analytics.

Nota: Este gráfico muestra las medianas de las tasas de inflación para un grupo de países en los cuales hay datos disponibles de inflación de alimentos y de inflación core. Los países son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, y Trinidad y Tobago.

precios internos.<sup>3</sup> Sin embargo, el aumento del precio mundial de la energía llevó a que incrementaran tanto los costos de transporte como el precio de los bienes importados; estos aumentos luego pasaron a los precios generales y a la inflación doméstica de los precios de los alimentos. Una vez más, los hogares más pobres sufrieron relativamente más dado que dependen en mayor medida de sus ingresos laborales, que fueron muy afectados por la inflación (Capítulo 4).

### La reacción de la política monetaria

Para contrarrestar el aumento brusco de la inflación, los bancos centrales en la región aumentaron las tasas de interés y contrajeron sus hojas de balance para disminuir la demanda agregada y anclar las expectativas de inflación. Estas medidas, junto con precios más bajos de los *commodities*, propiciaron una desaceleración de la inflación en el cuarto trimestre de 2022. En 2023, el efecto inicial de las subidas de precios en 2022 comenzará a relajarse, mientras que la política monetaria seguirá actuando mediante canales

<sup>3</sup> Los subsidios difieren y pueden diferir según los productos. Por ejemplo, en la agricultura el diésel es especialmente importante, de modo que, si su precio no era subsidiado, el principal mecanismo de ajuste podría haber sido un aumento del costo de ese insumo en la agricultura.

convencionales de la demanda para controlar las presiones inflacionarias; por lo tanto, es probable que la inflación siga disminuyendo.

Aun cuando los principales motores del aumento de la inflación fueran externos, la respuesta decisiva de los bancos centrales revela su preocupación sobre un potencial desanclaje de las expectativas de inflación. Sus acciones de políticas estuvieron orientadas a evitar que esto ocurriera y a que se corriera el riesgo de que se perpetuara la inflación. Dado que los precios globales de los *commodities* también configuran las expectativas de inflación (Recuadro 2.1), la respuesta de las políticas estuvo justificada.<sup>4</sup>

### *Tasas de interés de referencia de la política monetaria*

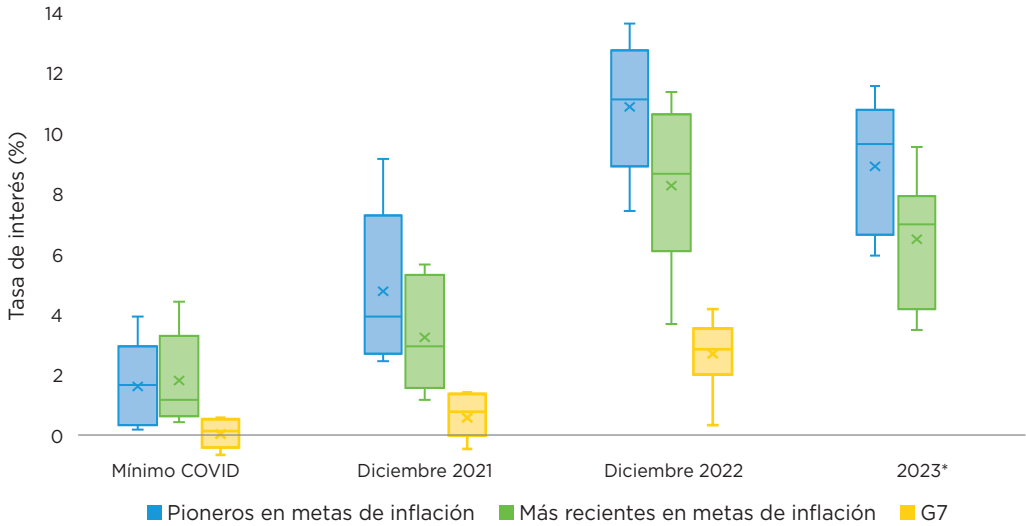
El promedio de la tasa de interés de referencia de la política monetaria en 2022 fue 5,5 puntos porcentuales más alta que a finales de 2021, pero varió considerablemente entre países: Guatemala aumentó sólo 2 puntos porcentuales, mientras que Colombia y Chile aumentaron 9 y 7,25 puntos porcentuales, respectivamente. Al menos diez bancos centrales de la región aumentaron significativamente la tasa de interés de la política monetaria (ver Gráfico 2.4). Los bancos centrales de los países pioneros de los regímenes de inflación objetivo, en promedio, aumentaron las tasas de interés más que los países que adoptaron metas de inflación recientemente, aun cuando sus tasas de inflación fueran similares. Esto probablemente es reflejo de que en países con regímenes consolidados de inflación objetivo hay más experiencia y conocimiento sobre cómo funcionan los canales de transmisión de la política monetaria y sobre el tamaño, menor al esperado, de la relación entre las tasas de política monetaria y el crecimiento. Además, el costo de perder credibilidad en este tipo de países puede ser mayor. Otras dimensiones que podrían afectar las diferencias en el tamaño de los ajustes de las tasas de política incluyen la fortaleza fiscal y el comportamiento de los mercados financieros y cambiarios, entre otras.

Si los bancos centrales creían que el alza inflacionaria sería breve o que provenía completamente de factores externos, su reacción debería haber sido nula (si la política monetaria funcionaba eficazmente) o muy escasa (porque todavía podían tener un impacto en las expectativas de inflación). Sin embargo, el hecho de que su reacción haya sido tan marcada, refleja que esperaban que la inflación podría ser persistente, y que en virtud, la política monetaria podía impedir que se desanclaran las expectativas de inflación.

---

<sup>4</sup> Uno de los motivos que puede explicar la conexión entre el precio de los combustibles y las expectativas de inflación es a través de su impacto en las cuentas fiscales. Las estimaciones sugieren que los costos fiscales de estabilizar los precios domésticos de los combustibles pueden llegar al 1,4% del PIB. Si ese costo fiscal eventualmente acaba debilitando las cuentas fiscales y poniendo en peligro la sostenibilidad fiscal, puede acabar alimentando la inflación, ya sea a través de la necesidad de financiamiento monetario o a través de depreciaciones del tipo de cambio. Esto es un argumento a favor de una reacción agresiva de los países para frenar el aumento de la inflación

**GRÁFICO 2.4 • Aumento de la tasa de política del Banco Central en países con metas de inflación**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales, Haver Analytics y FocusEconomics (2023).  
 Nota: “Mínimo COVID” corresponde a la tasa de política monetaria más baja desde marzo de 2020. Los “pioneros en metas de inflación” incluyen a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los países con metas de inflación más recientes comprenden a Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Paraguay, República Dominicana y Uruguay. “G7” se refiere a las siete economías más avanzadas del mundo. (\*) Las proyecciones para 2023 son de FocusEconomics.

**CUADRO 2.1 • Expectativas de inflación entre los países con metas de inflación**

País	Tasa de interés	Última inflación	Banda de objetivo de inflación	Expectativas de Inflación a 12 meses	Expectativas de Inflación a 24 meses
Jamaica	7	10,3	4-6	11,6	—
México	10,5	7,8	2-4	8,4	5
Colombia	12	13,2	2-4	7,7	4,7
Costa Rica	9	7,9	2-4	5,8	4
Perú	7,5	8,5	1-3	4,7	3,5
Uruguay	11,5	8,3	3-6	7,4	6,8
Guatemala	3,75	9,2	3-5	6,3	4,8
Chile	11,3	12,8	2-4	5,3	3,5
Brasil	13,8	5,9	1,75-4,75	5,4	4,2
República Dominicana	8,5	7,6	3-5	5,4	4,4
Paraguay	8,5	8,1	2-6	5	4

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales y Haver Analytics.  
 Nota: Los datos son de diciembre de 2022. La última inflación corresponde a la variación porcentual de 12 meses en el Índice de precios al consumidor. Las expectativas de inflación a 12 y 24 meses de Brasil, México, Paraguay y Perú corresponden a las expectativas de inflación anual para diciembre de 2023 y diciembre de 2024, respectivamente; las expectativas de inflación de Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Jamaica, República Dominicana y Uruguay corresponden a la inflación anual prevista para los próximos 12 y 24 meses. No hay datos de expectativas de inflación a 24 meses para Jamaica.

La magnitud de las reacciones de los bancos centrales de América Latina y el Caribe contrasta con las respuestas de los bancos centrales en el grupo de países del G7. Este último también aumentó las tasas, pero a un ritmo menor.

En los próximos 12 meses, se prevé que la inflación en los países de la región con regímenes de metas de inflación se situará por encima de su banda de meta en todos los países excepto Paraguay (ver Cuadro 2.1, donde los países están clasificados por sus expectativas de desanclaje de la inflación a 12 meses). Las mayores diferencias se observan en Jamaica y México, donde las expectativas de inflación se sitúan 5,6 y 4,4 puntos porcentuales por encima del límite superior de su respectiva banda. Sin embargo, las expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen bien ancladas: en todos los países se prevé que la inflación se situará dentro de la banda de sus metas, o estará menos de un punto porcentual por encima del límite superior en los próximos 24 meses.

La convergencia de las expectativas de inflación con las metas es buena noticia e implica que se mantiene la credibilidad de las políticas de los bancos centrales.<sup>5</sup> Con este objetivo en mente, los bancos centrales reaccionaron enérgicamente en 2022 para evitar el aumento de la inflación y sus expectativas. Las mediciones actuales de las expectativas a 24 meses sugieren que esta respuesta fue adecuada. La inflación está disminuyendo y las expectativas se mantienen bien ancladas.

### **Más allá de las tasas de interés**

Para controlar la inflación, el uso del instrumento de las tasas de interés se vio acompañada de ajustes en las hojas de balance de los bancos centrales. Después de la gran expansión en sus hojas de balance durante la pandemia, todos los bancos centrales comenzaron o continuaron el proceso contractivo que comenzó en 2021 (ver Cavallo y Powell, 2021 y Ayres, Neumeyer y Powell, 2021). El Cuadro 2.2 presenta la evolución de las hojas de balance de los bancos centrales en un grupo de países de América Latina y el Caribe y los clasifica según la diferencia entre la variación total acumulada desde el comienzo de la pandemia (Panel A) y desde su expansión máxima durante la pandemia del COVID-19 (Panel B).<sup>6</sup>

Los países varían en su comportamiento general. En Chile, por ejemplo, aumentaron sus activos con una variación acumulada de 13,4 (ver Cuadro 2.2, Panel A). Brasil y Uruguay disminuyeron sus activos en un total acumulado de -5,7 y -0,2, respectivamente.

Chile amplió su crédito neto a los bancos (variación acumulada de 14,1%) y esterilizó la mayor parte (variación total acumulada del 12,2%). El movimiento en el mercado de divisas del Banco Central ha sido escaso dado que sigue un régimen de meta de inflación con un tipo de cambio flexible.

<sup>5</sup> Ver Mariscal *et al.* (2018).

<sup>6</sup> El cambio acumulado en los balances en los bancos centrales se calcula como la variación en los activos o pasivos totales (neto de efectos de valuación de monedas extranjeras) dividido por el PIB de 2019.

**CUADRO 2.2 ● Variación acumulada en los balances de los bancos centrales**

**A. Expansión en los balances de los bancos centrales mediante los últimos datos disponibles (porcentaje del PIB de 2019)**

País	Activos				Pasivos				Total activos = pasivos (7)	Última observación (8)
	Crédito neto al extranjero (sin valuaciones por el tipo de cambio) (1)	Crédito neto a bancos (2)	Crédito neto al gobierno (3)	Base monetaria (4)	Pasivos de esterilización (5)	Otros pasivos netos (6)				
Chile	-1,1	14,1	0,4	2,7	12,2	-1,5			13,4	Dic-22
Bolivia*	-7,2	3,5	16,9	11,1	0,0	2,1			13,2	Dic-22
Jamaica	6,3	-0,8	1,3	4,0	3,8	-1,1			6,8	Dic-22
Perú	2,1	-0,1	2,6	4,2	0,4	-0,1			4,6	Dic-22
Colombia	6,5	2,2	-5,3	3,8	0,1	-0,5			3,4	Dic-22
México	5,0	-0,9	-1,5	2,2	1,7	-1,2			2,7	Dic-22
Paraguay	1,3	-0,3	1,2	3,9	-1,5	-0,2			2,2	Dic-22
Uruguay	-2,0	2,2	-0,2	2,6	-1,5	-1,1			0,0	Dic-22
Costa Rica	4,7	-0,7	-4,1	0,3	3,9	-4,4			-0,2	Dic-22
Brasil	-3,35	-1,48	-0,88	1,42	-0,25	-6,89			-5,71	Dic-22

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales y el FMI.

Nota: (\*) corresponde a datos de las Estadísticas Financieras Internacionales (IFS) del FMI.

(continúa en la página siguiente)

**CUADRO 2.2** ● Variación acumulada en los balances de los bancos centrales (continuación)  
 B. Expansión en los balances de los bancos centrales desde su máximo durante la pandemia mediante los últimos datos disponibles (porcentaje del PIB de 2019)

País	Activos				Pasivos			Total = activos = pasivos (7)	Última observación - pico (8)	Activos totales en el pico expansivo (9)
	Crédito neto al extranjero (sin valuaciones por el tipo de cambio) (1)	Crédito neto a bancos (2)	Crédito neto al gobierno (3)	Base monetaria (4)	Pasivos de esterilización (5)	Otros pasivos netos (6)				
Colombia	-3,2	-2,6	-9,3	-0,1	-7,7	-7,2	-15,0	Dic 2022-Jul 2020	4,0	
Bolivia*	-0,9	-4,0	-4,3	0,6	-8,0	-1,7	-9,2	Dic 2022-Ene 2021	13,2	
Paraguay	-6,5	-1,3	0,0	-3,1	-1,6	-3,2	-7,8	Dic 2022-Nov 2021	3,3	
México	-1,3	-0,2	-4,7	-2,2	-0,5	-3,5	-6,2	Dic 2022-Mar 2021	3,0	
Costa Rica	0,1	-0,2	-1,7	-0,3	-0,2	-1,4	-1,8	Dic 2022-Oct 2021	1,4	
Jamaica	-2,6	2,2	-1,0	2,4	-1,1	-2,8	-1,4	Dic 2022-Jun 2020	8,6	
Uruguay	-1,0	-0,2	0,1	1,6	-0,3	-2,4	-0,8	Dic 2022-Feb 2022	4,4	
Chile	1,0	-1,8	0,1	1,6	-0,4	-1,8	-0,6	Dic 2022-Dic 2020	21,2	
Perú	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Dic 2022-Dic 2022	12,6	
Brasil	0,0	-0,2	0,8	0,9	0,3	-0,6	0,6	Dic 2022-Dic 2021	9,3	

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales y el FMI.

Nota: (\*) corresponde a los datos de las Estadísticas Financieras Internacionales (IFS) del FMI.

Brasil aumentó y luego frenó el crédito neto al gobierno central más que cualquier otro país. Al comienzo de la pandemia, el gobierno retiró sus depósitos en el Banco Central para financiar sus políticas relacionadas con el COVID; esos fondos fueron esterilizados a medida que el gobierno los gastó. Después, el gobierno pudo volver a reponer sus depósitos mediante la reanudación de emisiones de bonos y una transferencia de los beneficios del Banco Central debido al efecto de la devaluación del tipo de cambio en sus reservas de divisas.

La expansión máxima para la mayoría de los países fue en 2020 o en 2021. Desde entonces, los balances en todos los países se han contraído (ver Cuadro 2.2, Panel B). Brasil, Perú, Chile y Uruguay alcanzaron su máximo a comienzos de 2021 y desde entonces han sido los que más se han contraído. Con la excepción de Chile, el crédito neto al gobierno disminuyó en todos los países. En Brasil y Perú, las medidas de las políticas fueron seguidas de una disminución de los activos netos de los bancos.<sup>7</sup> Chile ajustó su crédito neto a los extranjeros, reduciendo su base monetaria.

El aumento en las tasas de interés de Estados Unidos tuvo un impacto importante en las hojas de balance de los bancos centrales como resultado del menor valor de las reservas, y un precio más bajo de los activos extranjeros denominados en dólares de Estados Unidos. Todos los países en la muestra, con la excepción de Paraguay, redujeron el crédito neto a entidades extranjeras. El Capítulo 5 aborda las últimas tendencias en la balanza de pagos y los cambios generales en las reservas en la región.

La tasa de interés media de la política monetaria en la región para los países con metas de inflación fue 4,25 puntos porcentuales más alta que la tasa de política de la Reserva Federal de los Estados Unidos en diciembre de 2022. Esto puede tener un impacto en los flujos de capital a la región, el llamado motivo de “acarreo de divisas” (“carry trade”), que era un asunto preocupante a comienzos de 2022. En principio, el aumento de las tasas de interés podría motivar a los inversores extranjeros a obtener préstamos en dólares de Estados Unidos para invertir en la región, sobre todo en inversiones de corto plazo. El flujo de capital extranjero a corto plazo podría crear presiones de apreciación de la moneda o moderar presiones de depreciación en la moneda nacional, limitando así la competitividad y el crecimiento. Sin embargo, en 2022, la conducta de las monedas nacionales con relación al dólar de Estados Unidos fue diversa, y factores idiosincráticos jugaron un rol clave en la dirección de los ajustes. En el Capítulo 5 se presentan más detalles con relación al comportamiento de los flujos de capital.

## El cierre de las brechas

En los próximos meses, los bancos centrales probablemente mantendrán su política monetaria contractiva, al menos mientras persisten las presiones inflacionarias. Aún

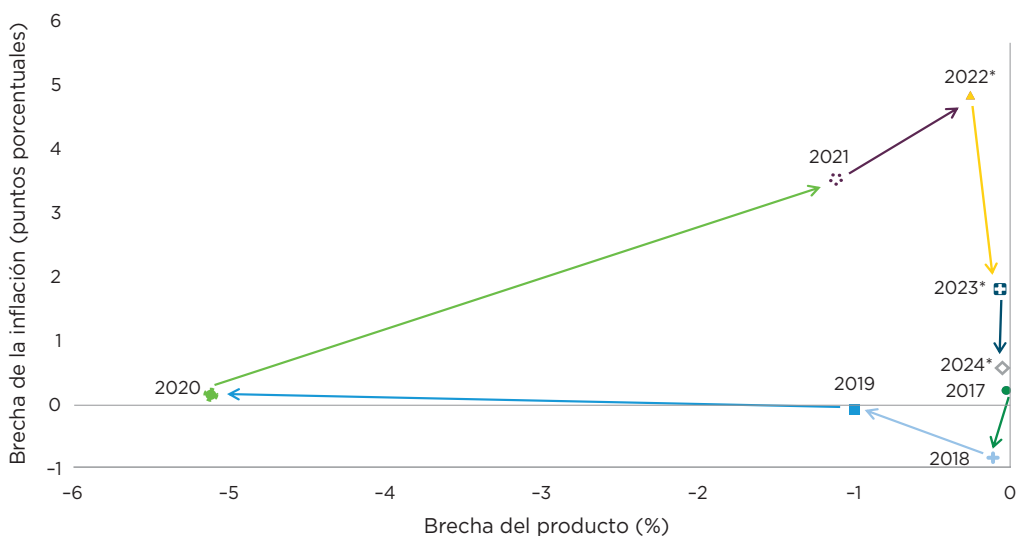
<sup>7</sup> Los activos netos del gobierno incluyen los valores de deuda pública del banco central (y préstamos directos al gobierno central y a las empresas de propiedad estatal en el caso de Bolivia) neto de depósitos públicos.

si la inflación sigue disminuyendo, es necesario asegurar que las expectativas de inflación permanezcan ancladas. El logro del compromiso de los bancos centrales de luchar contra la inflación y de anclar las expectativas de inflación permitirá flexibilizar la política monetaria ya sea hacia finales de 2023 o en 2024.<sup>8</sup> Para esto, es necesario cerrar brechas clave.

En 2022, la inflación llegó a un máximo con respecto a los últimos diez años y la brecha de producto se redujo fuertemente. Debido a esto, las brechas tanto de producto como de inflación fueron casi cinco puntos mayores que en 2020 (ver Gráfico 2.5); la diferencia entre el producto proyectado para 2022 y su tendencia a largo plazo, y la diferencia entre el nivel de inflación y su meta, para cada país con meta de inflación en la región, fueron, en promedio, mayores y superiores a las de hace dos años. Esto sugiere que numerosas economías en la región se estaban sobrecalentando debido al brusco repunte del crecimiento y a que restricciones en las cadenas globales de suministros continuaron.

En 2023, se prevé que las brechas se cierren con relación a 2022 ante la reacción de los bancos centrales, relajando las tendencias globales de los precios de los productos

**GRÁFICO 2.5 • Medianas de las brechas de inflación y de producto para los países con meta de inflación en la región**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los bancos centrales, el FMI (2022b) y FocusEconomics (2023).  
 Nota: La brecha de inflación es la desviación de la inflación anual en relación con su meta medida en puntos porcentuales; la brecha del producto es la desviación del producto anual en relación con su nivel potencial. (\*) son proyecciones del FMI, octubre de 2022 para la brecha del producto, y de FocusEconomics (2023), para la brecha de inflación. La brecha de inflación en 2022 representa los datos ocurridos. El gráfico incluye datos de Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Jamaica, México, Perú, República Dominicana y Uruguay.

<sup>8</sup> Su estrategia de comunicación debe seguir siendo sumamente cuidadosa y explicar los shocks que golpean las economías y la senda de la tasa de interés y otras políticas que los bancos centrales pueden adoptar.



básicos y las tasas de interés mundiales relativamente altas. Por un lado, las expectativas de inflación actualmente se orientan hacia las metas de los bancos centrales en la mayoría de los países, continuando la tendencia de 2022. Por otro lado, la actividad económica varía. En la mayoría de los países se prevé volver al nivel potencial de largo plazo, pero en México y Guatemala, por ejemplo, se prevé que se mantengan por debajo de su potencial, e incluso inferiores a 2022. Puede que el desempeño de México y Guatemala refleje la correlación de estos países con el crecimiento de Estados Unidos. La desaceleración de la inflación y la actividad económica en la región se explican por el efecto de tasas de interés actualmente altas y el fin del repunte después de la pandemia.

### La combinación “correcta” de políticas

La inflación ha comenzado a disminuir en la región. Sin embargo, aunque los precios de los *commodities* han caído en relación con sus máximos y han contribuido a la disminución de la inflación, es probable que ésta se mantenga por encima de la meta hasta 2024. Las tasas de interés de política monetaria seguirán siendo altas hasta que la inflación vuelva a la meta. Para los bancos centrales, es crucial evitar el desanclaje de las expectativas de inflación. Es necesario reducir la inflación y mantener las expectativas en línea; si éstas se desanclan, volver a anclarlas en el futuro puede ser oneroso. Además, podría implicar disyuntivas en términos de desacelerar la actividad económica y perturbar los mercados laborales (ver Capítulo 4). Para disminuir las disyuntivas, la política monetaria debe coordinarse con la política fiscal y otras políticas económicas pertinentes.

La coordinación con la política fiscal es crucial. Para seguir reduciendo la inflación, dada una brecha de inflación positiva en medio de las restricciones en las cadenas de suministros, y para impedir la necesidad de tasas de interés aún más altas para mantener las expectativas ancladas, la política fiscal debe ser coherente con los objetivos monetarios. Los déficits fiscales más bajos y una reducción correspondiente del riesgo de crédito soberano son necesarios para mejorar la eficacia de la política monetaria. Los diferenciales de riesgo más bajos disminuyen las tasas neutrales de interés utilizadas por los bancos centrales en sus funciones de política monetaria.<sup>9</sup> A medida que disminuye la tasa de interés neutral, los bancos centrales tienen más espacio para reducir sus tasas de política. A su vez, a medida que se consolidan las cuentas fiscales, el riesgo de un financiamiento monetario de los déficits fiscales disminuye y las expectativas de inflación se ajustan más rápidamente. Sin embargo, la consolidación de las cuentas fiscales es difícil (ver Capítulo 3). Si bien algunos países se han beneficiado de un aumento de los ingresos fiscales asociados con el incremento de los precios de los *commodities*, muchos países mantienen políticas fiscales expansivas que ejercen presión sobre la demanda y limitan

<sup>9</sup> Los diferenciales también podrían reducirse a medida que las instituciones fiscales mejoran.

la velocidad con la que disminuye la inflación. Esto complica la capacidad de los bancos centrales para sostener una política monetaria independiente dado que el financiamiento del banco central del gasto fiscal podría tener mayor prioridad sobre el propósito de alcanzar las metas de inflación. En los meses que vienen, seguirá siendo crucial asegurar una senda sostenible para que las finanzas públicas complementen un marco monetario creíble y mantengan la estabilidad de los precios.

La coordinación es una vía de dos direcciones. A medida que los bancos centrales disminuyen sus tasas oficiales, deberían seguir otras tasas, incluidas aquellas que pagan los bonos del Estado, si el riesgo soberano también disminuye. El menor pago de intereses contribuye a la consolidación fiscal, que a su vez facilita la tarea de la política monetaria. En este sentido, el éxito de una política antiinflacionaria beneficia tanto las cuentas fiscales como monetarias cuando ambas autoridades se mueven en la misma dirección.

Sin embargo, la coordinación debe ir más allá de la política fiscal. La negociación de diversos tipos de contratos también es crucial para asegurar el éxito de la política monetaria. Un ejemplo clave es la negociación de los salarios del sector público o salarios mínimos (ver Capítulo 4). La medida en que la inflación del pasado se traduce en futuros ajustes salariales es algo que también influye en cómo los bancos centrales ajustan sus políticas. El principal riesgo de que las empresas ajusten sus precios y salarios con los altos niveles de inflación del 2022 es que se genere una espiral inflacionaria. Un índice alto genera mayores expectativas de inflación y, por lo tanto, reduce el espacio disponible para que los bancos centrales relajen sus políticas monetarias, lo cual retrasa cualquier impacto potencial en la actividad económica y en la rigidez del mercado laboral.

La inflación disminuirá gracias a las políticas adoptadas por los bancos centrales desde el aumento de la inflación en 2022. Los principales riesgos para lograrlo se asocian con la reacción que tengan los precios mundiales de los *commodities* ante la reapertura de China después de los estrictos confinamientos del COVID-19, y la evolución de la guerra en Ucrania. Cómo se materialicen los equilibrios dependerá de la eficacia con que se coordine la política monetaria con otras políticas económicas.

## CAPÍTULO 3

# Muchos retos y muchas opciones: la política fiscal ante los shocks

Los balances fiscales han mejorado desde la pandemia a pesar del aumento de las tasas de interés después de la invasión rusa de Ucrania y la lucha global contra la inflación. Sin embargo, todavía queda un largo camino por recorrer para consolidar las cuentas fiscales y estabilizar la deuda pública. Los escenarios futuros sugieren que la tendencia descendente de la deuda podría revertirse en 2023. La posibilidad de que las tasas de interés aumenten aún más o de que el crecimiento sea inferior a lo previsto plantea riesgos para la política fiscal. Las presiones para aumentar el gasto son considerables y, en algunos casos, están justificadas. A pesar de esto, en numerosos países cualquier aumento destinado a grupos o sectores específicos debería ser compensado con una reducción del gasto en otros ámbitos o con el incremento de los ingresos para contener los riesgos, y debería comunicarse con claridad como parte de un plan fiscal a mediano plazo. En los países con un gasto y niveles de ingresos relativamente altos, los beneficios de una mejora de la eficiencia del gasto y de los sistemas tributarios son considerables. Los países pueden seguir diferentes sendas en la consolidación fiscal y minimizar los impactos negativos en el crecimiento, o incluso mejorar las perspectivas de crecimiento; la ruta específica depende de las características de cada país (Powell y Valencia, 2023).

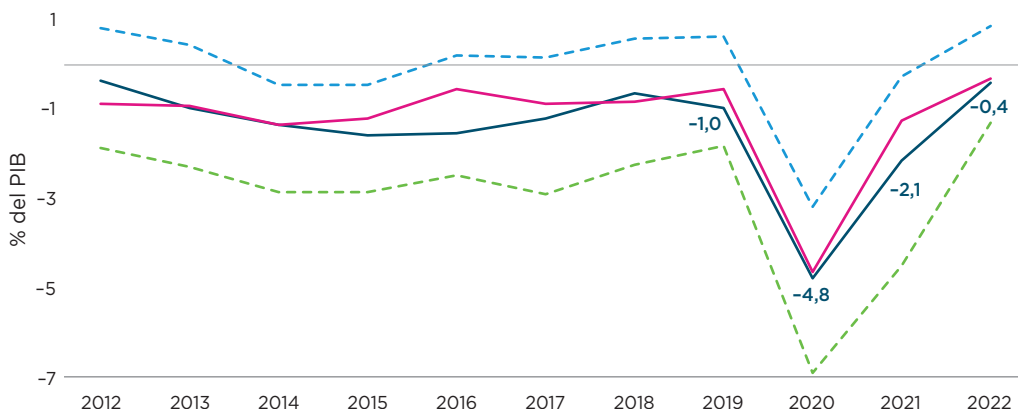
Este capítulo describe las tendencias recientes en las trayectorias de consolidación fiscal y de la deuda, aborda aspectos significativos asociados con cómo la inflación y la respuesta de las políticas han influido en las políticas fiscales, y explora escenarios fiscales en los próximos años como respuesta a los problemas globales. A pesar de importantes retos, los países tienen diversas opciones de políticas dependiendo de sus estructuras fiscales y de su posición actual de deuda.

### Para volver a la senda correcta: la consolidación fiscal en la región

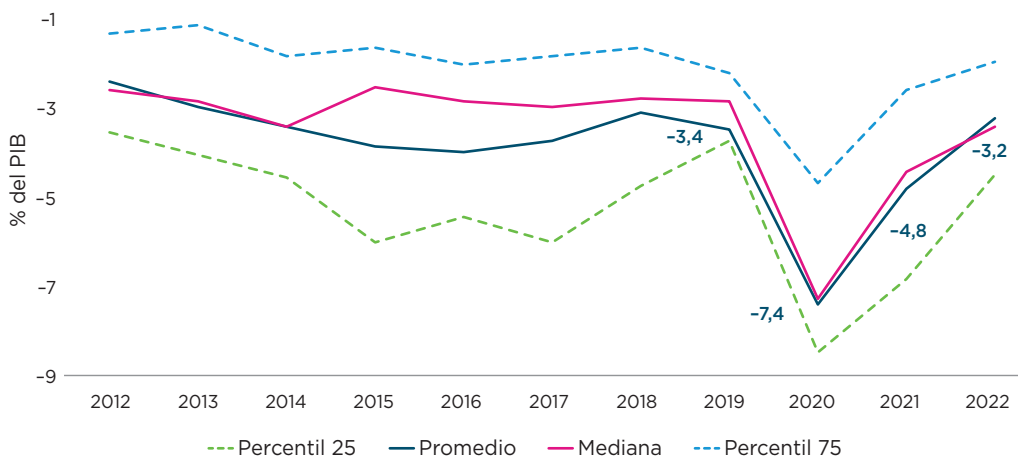
La consolidación fiscal está avanzando en América Latina y el Caribe, y los balances fiscales en 2022 regresaron a los niveles de antes de la pandemia. En la economía promedio (Gráfico 3.1, Panel A), el déficit primario se situó en 0,4% del PIB en 2022, es decir, 4,4 puntos porcentuales menos con respecto al nivel al comienzo de la crisis

**GRÁFICO 3.1 ● Balances fiscales en América Latina y el Caribe**

**A. Balance primario**



**B. Balance fiscal general**



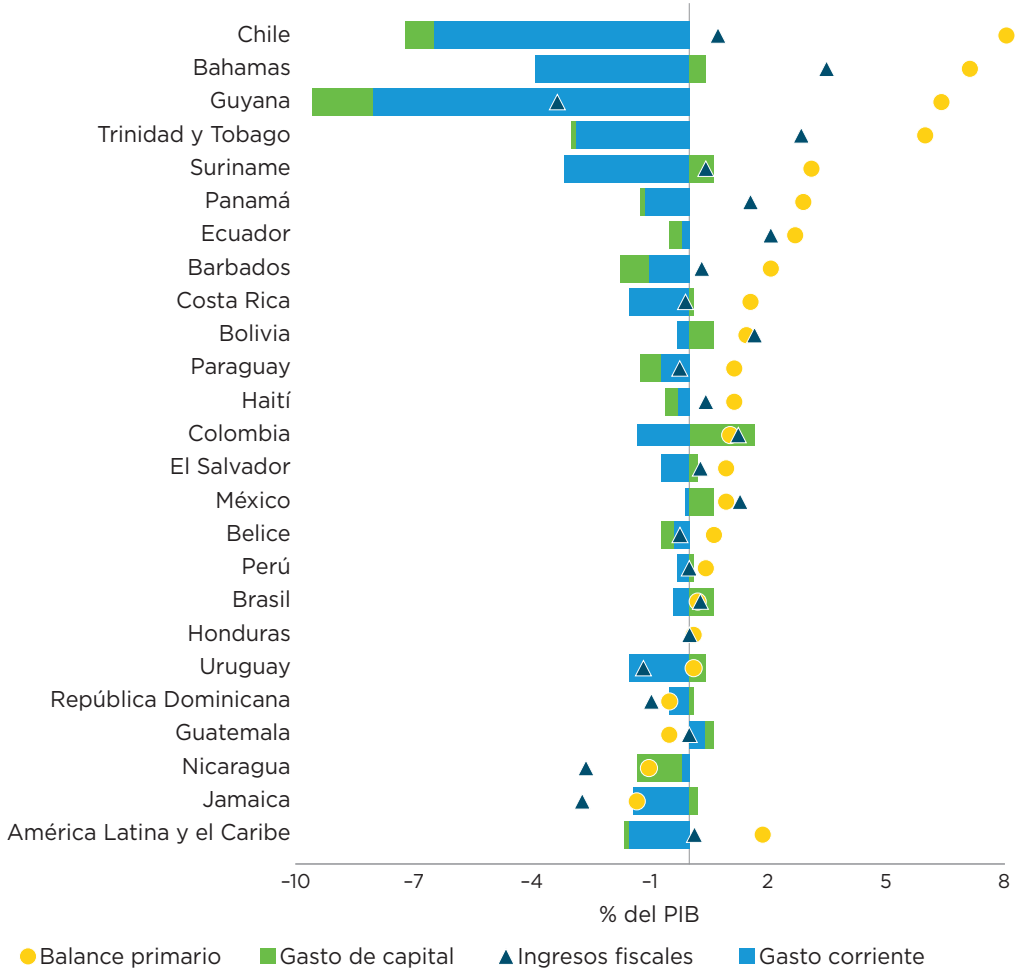
Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del FMI (2022b).

Nota: Las cifras incluyen datos para todos los países prestatarios del BID, con la excepción de Venezuela.

del COVID-19 y 0,6 puntos porcentuales menos que el déficit de 2019. Por otro lado, el balance total de 2022 aumentó 1,6 puntos porcentuales desde 2021, llegando a -3,2% del PIB; 0,2 puntos porcentuales más que en 2019 (ver Gráfico 3.1, Panel B). El bajo crecimiento proyectado para 2023 y el aumento de las tasas de interés no dejan espacio para la complacencia.

Más de tres cuartas partes de los países en la región mejoraron sus balances fiscales en 2022. Los ajustes en algunos países fueron más profundos que en otros (ver Gráfico 3.2). En general, el progreso de las finanzas públicas se debe principalmente a una disminución promedio del gasto total de 1,5 puntos porcentuales del PIB. A su vez, el principal factor de esta disminución fueron los gastos corrientes, que disminuyeron en 1,5 puntos

**GRÁFICO 3.2 • Variaciones en los balances primarios 2022 vs. 2021**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del FMI (2022b).

Nota: América Latina y el Caribe incluye datos de todos los países prestatarios del BID, con la excepción de Argentina y Venezuela.

porcentuales del PIB, en promedio, y la mayoría de los países en la región puso fin a los estímulos fiscales implementados durante la pandemia.

Hay que señalar que esto ocurrió en un momento de presión para aumentar la expansión fiscal. En 2022, el 84% de los países de la región adoptó o amplió las medidas para compensar parcialmente a la población más pobre por la disminución del poder adquisitivo debido al aumento de la inflación. En promedio, el apoyo en la región a los hogares más vulnerables fue de 0,6 puntos porcentuales. El repertorio de medidas incluyó transferencias monetarias focalizadas, subsidios a productores específicos, como el sector agrícola y, en algunos casos, el congelamiento de precios de la energía y los combustibles.<sup>1</sup>

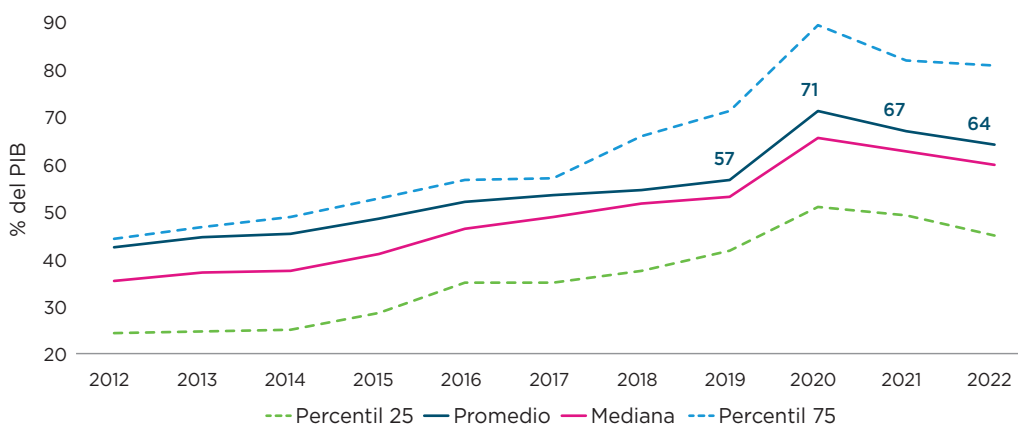
<sup>1</sup> Ver FMI (2022b).

Los gastos de capital han variado más. La mitad de la región aumentó los gastos de capital en 0,4 puntos porcentuales; en la otra mitad, disminuyó en 0,7 puntos porcentuales del PIB (ver Gráfico 3.2). Los ingresos fiscales aumentaron en promedio, pero no tanto como el producto en la recuperación económica después de la pandemia. En el país promedio de la región, los ingresos aumentaron en sólo 0,2 puntos porcentuales del PIB. En once países, los ingresos disminuyeron entre 0,1 y 3,4 puntos porcentuales.

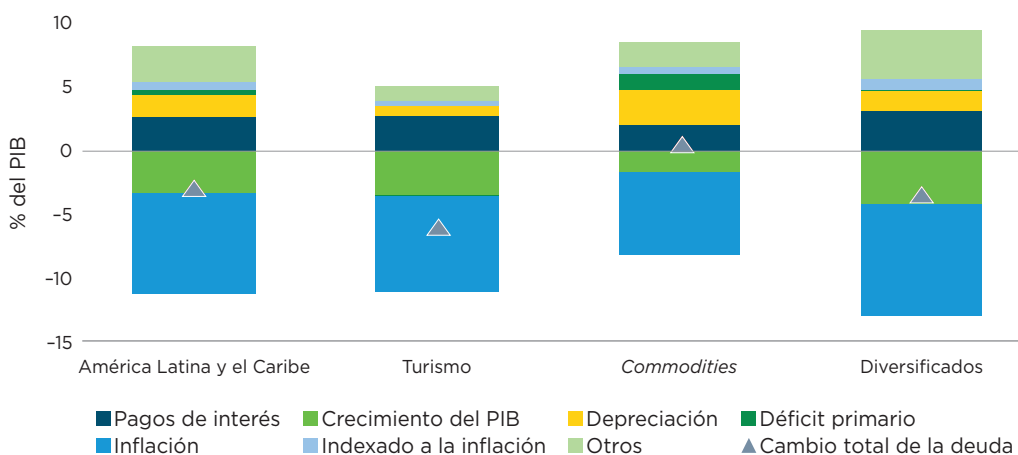
La deuda pública se está ajustando gradualmente después de los aumentos previos a la pandemia y de la fuerte subida en 2020. En el país promedio, disminuyó del 67% del PIB en 2021 a 64% del PIB en 2022 (Gráfico 3.3, Panel A). Sin embargo, todavía hay

### GRÁFICO 3.3 • Dinámica de la deuda pública en América Latina y el Caribe

#### A. Deuda bruta



#### B. 2021-2022 Descomposición del cambio de la deuda



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de FMI (2022b).

Nota: América Latina y el Caribe incluye todos los países prestatarios del BID excepto Venezuela. Los países dependientes del turismo son Bahamas, Barbados, Belice, Haití, Jamaica, Panamá, República Dominicana y Uruguay. Los países dependientes de los *commodities* son Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, Paraguay, Perú y Suriname. Las economías diversificadas son Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Trinidad y Tobago.

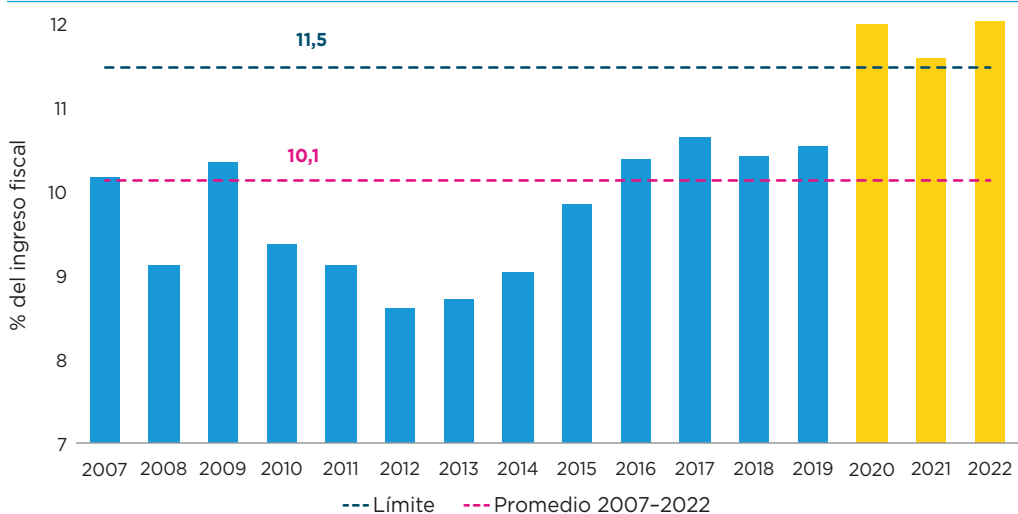
una brecha importante antes de volver a los niveles relativamente bajos de antes de la pandemia. El mayor crecimiento económico, las altas tasas de inflación y el proceso de consolidación fiscal fueron los principales impulsores de la reducción de la deuda.<sup>2</sup> Sin embargo, las fuertes depreciaciones de las monedas y el aumento de los pagos de intereses han contrarrestado las mejoras, y éstos últimos plantean un riesgo particularmente alto para una mayor consolidación. En el contexto de las presiones inflacionarias al alza, la deuda indexada por la inflación que representa cerca del 9% del total de la deuda generó un aumento de la deuda pública de entre 0,4 y 0,9 puntos porcentuales del PIB (Gráfico 3.3, Panel B). Si bien el porcentaje de deuda indexada por la inflación ha disminuido, la composición de la deuda se ha modificado aumentando la denominada en moneda extranjera y con una tasa variable. El peso de la deuda en moneda extranjera aumentó en 1,7 puntos porcentuales en 2021 en relación con 2018, y los países dependientes de los *commodities* registraron el mayor alza (12,7 puntos porcentuales). Además, la deuda con una tasa variable había aumentado ligeramente (0,5 puntos porcentuales) hacia 2021 en relación con 2018, debido principalmente al incremento en las economías dependientes del turismo.

Aunque la deuda como porcentaje del PIB ha disminuido, los pagos de intereses como porcentaje de los ingresos fiscales (denominado carga de los pagos de intereses) han aumentado y superan un umbral que indica un mayor riesgo fiscal (ver Gráfico 3.4).<sup>3</sup> Las tasas de interés comenzaron a aumentar alrededor de 2014 después del colapso de los precios de los *commodities*, lo que generó un aumento de las primas de riesgo de los países. Esto no cambió antes de que la pandemia golpeará en 2020. Los diferenciales y los rendimientos aumentaron rápidamente en 2020, pero luego disminuyeron a medida que se calmaron los temores financieros relacionados con la pandemia. El mundo volvió a vivir un shock con la invasión rusa de Ucrania, y la inflación, que había aumentado progresivamente, se aceleró bruscamente y produjo subidas considerables de las tasas de interés oficiales (ver Capítulos 1 y 2). Inicialmente, los diferenciales en la región se mantuvieron estables, pero el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos se tradujo en intereses más altos de la deuda externa y las curvas de los rendimientos internos subieron. Esta secuencia de shocks tiene consecuencias negativas para la asequibilidad de la deuda.

Con el aumento de las tasas de interés durante 2022, las curvas de rendimiento de la deuda pública se han desplazado hacia arriba. Por lo tanto, las nuevas emisiones de deuda tienen costos financieros más altos, lo cual aumenta los pagos del servicio de la deuda. Además, debido al incremento de las expectativas de inflación y las percepciones de riesgo de liquidez, las curvas de rendimiento se han aplanado (por ejemplo, en Colombia

<sup>2</sup> Para un debate sobre cómo estos factores influyen en los ratios de deuda a PIB, ver Powell y Valencia (2023).

<sup>3</sup> Ver Powell y Valencia (2023) y Valencia *et al.* (2022) para más detalles técnicos.

**GRÁFICO 3.4 • Carga de los pagos de intereses**

Fuente: Estimaciones del equipo BID basadas en datos del FMI (2022b).

Nota: El gráfico incluye todos los países prestatarios del BID excepto Venezuela. El umbral representa el nivel de asequibilidad de la deuda por encima del cual aumenta la probabilidad de tener presión fiscal. Para ver detalles metodológicos de los cálculos del umbral, ver Valencia *et al.* (2022).

y Perú). En algunos casos, como en México, las curvas de rendimiento se han invertido (Gráfico 3.5). Puede que el aplanamiento o la inversión de las curvas de rendimiento sean una señal de la desaceleración prevista de la actividad económica en la región. Cuando las tasas de interés a largo plazo exceden las de corto plazo, es una señal de falta de confianza en el crecimiento futuro de la economía.

La carga total de la deuda incluye el pago de intereses y la amortización de la misma. En América Latina y el Caribe, la carga de la deuda ha aumentado no sólo debido al aumento de las tasas de interés sino también al aumento de las amortizaciones proyectadas.<sup>4</sup> Siete países se enfrentan a un servicio de la deuda de más del 5% del PIB en 2023, mientras otros seis se enfrentan a un servicio de la deuda de entre 2,5% y el 5% del PIB (Gráfico 3.6, Panel A). En el país mediano en la región, el servicio de la deuda representará casi el 15% de los ingresos fiscales en 2023 y se prevé que disminuirá a cerca del 9% en 2027 (Gráfico 3.6, Panel B).<sup>5</sup> Brasil y México representan más del 75% del pago de la deuda de la región que vence en 2023.

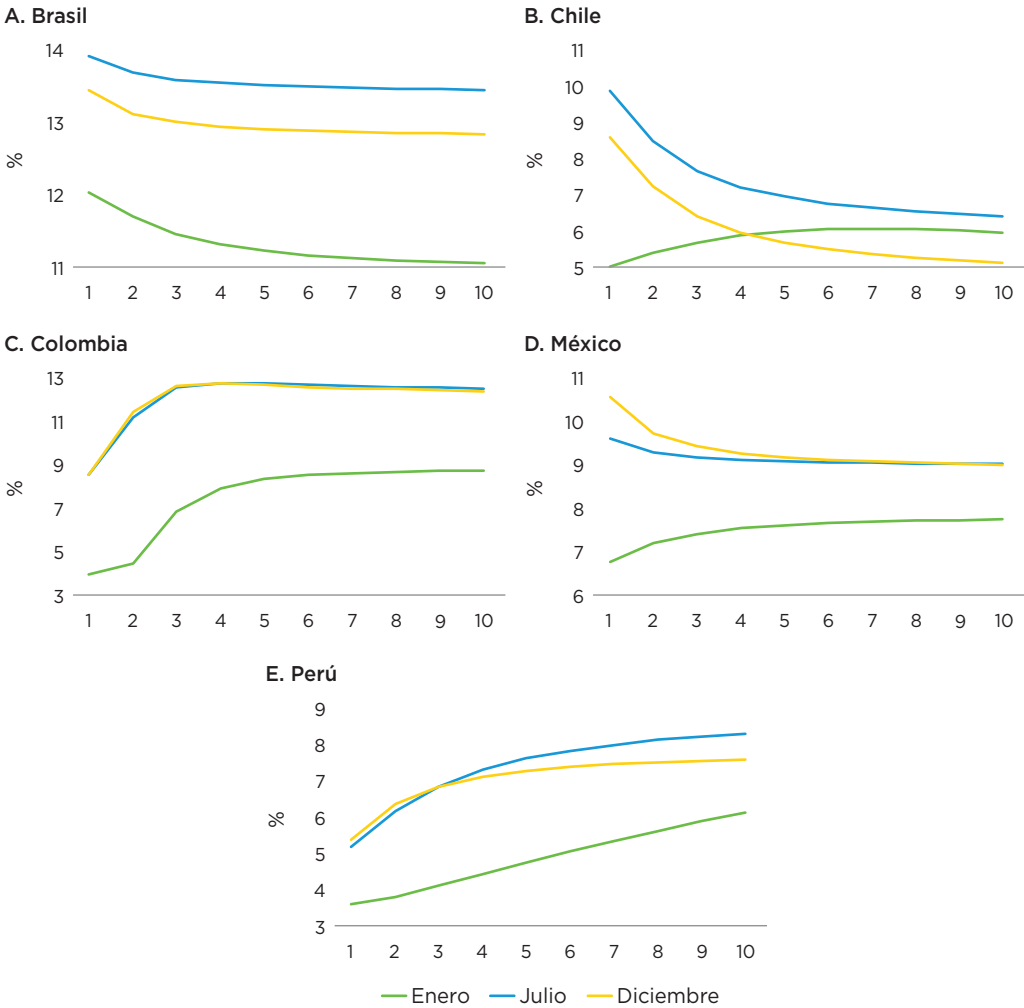
El aumento del costo financiero por las mayores tasas de interés y las amortizaciones concentradas son riesgos para la consolidación fiscal en el futuro. A pesar del fortalecimiento de sus posiciones fiscales en 2022, la incertidumbre acerca de la dinámica del

<sup>4</sup> Ver Powell y Valencia (2023) para un debate detallado.

<sup>5</sup> Estas cifras no incluyen la reestructuración de la deuda a corto plazo.



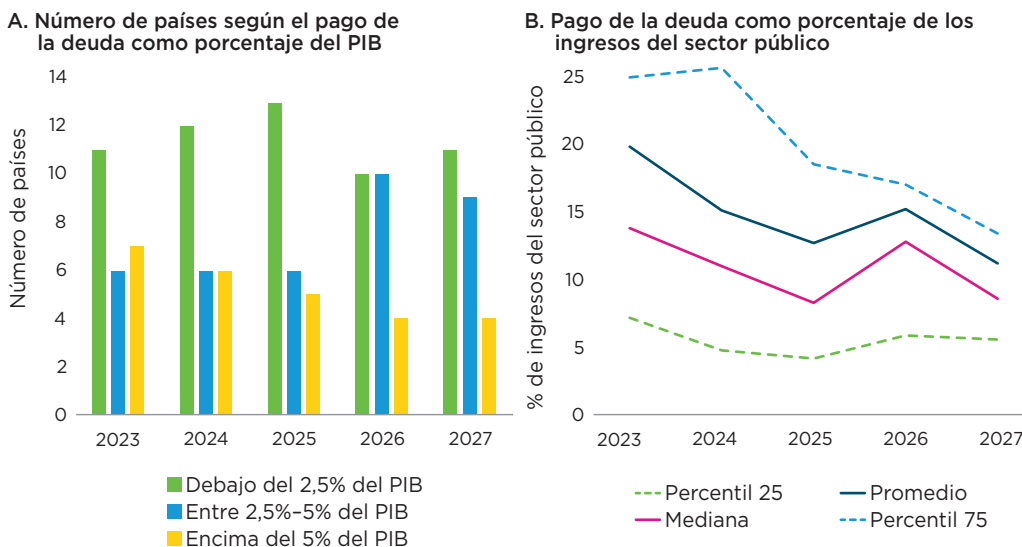
**GRÁFICO 3.5 • Curvas de rendimientos de la deuda pública en 2022**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de DataStream.  
 Nota: El eje X corresponde a años para el vencimiento.

crecimiento y el comportamiento de las tasas de interés en 2023 suscita interrogantes sobre la firmeza con que la región seguirá avanzando en la consolidación. Debido al incremento del pago de intereses, las autoridades tendrán que encontrar espacio adicional para prolongar los vencimientos y limitar el aumento de los gastos. Puede que esta tarea sea difícil dada la presión para compensar por los altos precios con un mayor gasto. Las proyecciones fiscales hasta 2026 señalan una mejora de los balances primarios que se ve parcialmente neutralizada por el aumento de los pagos de intereses, lo que genera aumentos modestos de los ratios de deuda del 64% en 2022 al 67% del PIB en 2026. Sin embargo, puede que los riesgos alteren estas proyecciones.

### GRÁFICO 3.6 • El peso del servicio de la deuda pública



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de Bloomberg, del FMI y Powell y Valencia (2023).

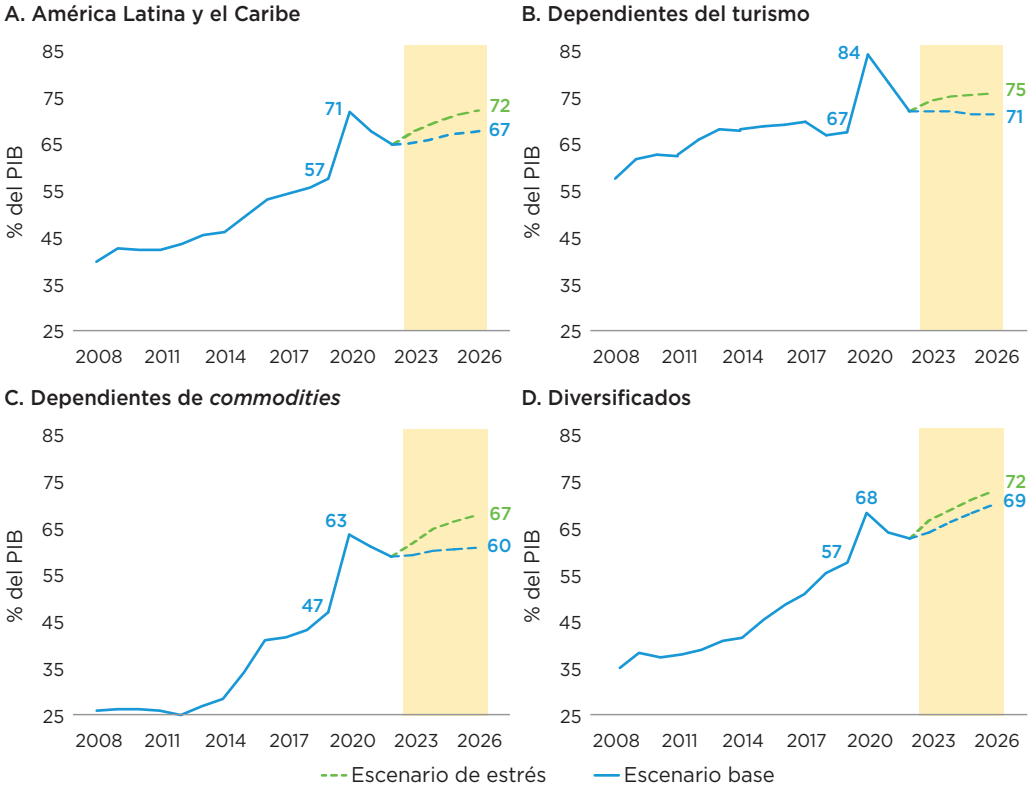
### Escenarios fiscales

El Gráfico 3.7 muestra las trayectorias proyectadas del ratio deuda a PIB en el país promedio en América Latina y el Caribe y los diferentes grupos de países. El escenario de línea de base supone sendas para el crecimiento, inflación, tasas de interés y precios de los *commodities* que coinciden con la línea de base presentada en el Capítulo 1. El escenario de mayor estrés detallado en el Capítulo 1 contempla un menor crecimiento económico, tasas de interés oficiales más altas en Estados Unidos, aumento de la inflación y disminución de los precios de los *commodities*.

La consolidación fiscal que continuó en 2022 redujo las necesidades de financiamiento y contribuyó a una disminución del ratio deuda a PIB hasta 64% (Gráfico 3.7, Panel A). Las proyecciones en el escenario de línea de base muestran que, en el país promedio de América Latina y el Caribe, la deuda aumenta y luego se estabiliza en torno al 67% del PIB, dado el aumento de los costos financieros y la disminución de las tasas de crecimiento. En el escenario de mayor estrés, debido a condiciones financieras persistentemente más estrictas, los nuevos shocks macrofiscales aumentan los ratios de deuda. En el país promedio, la deuda llega al 72% del PIB en 2026, es decir, cinco puntos porcentuales más que el escenario de línea de base.

Las trayectorias estimadas de la deuda a PIB para grupos de países reflejan un patrón similar a la del país promedio, aunque los niveles de la deuda varían dependiendo de las posiciones iniciales. Los ratios de deuda de los países dependientes del turismo,

**GRÁFICO 3.7 • Escenarios para la deuda bruta**

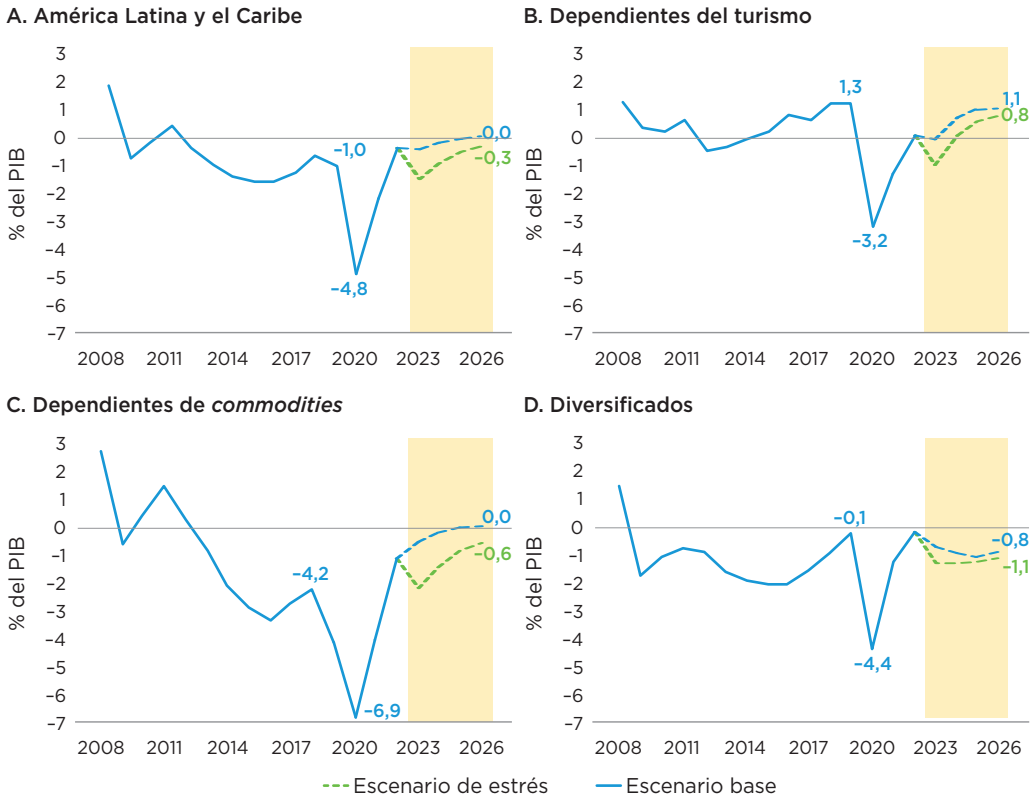


Fuente: Escenarios del equipo BID y cálculos basados en FMI (2022b) y FocusEconomics (2023).  
 Nota: Las zonas sombreadas indican escenarios (2023-2026). “América Latina y el Caribe” incluye todos los países prestatarios del BID excepto Venezuela. Los países “dependientes del turismo” son Bahamas, Barbados, Belice, Haití, Jamaica, Panamá, República Dominicana y Uruguay. Los países “dependientes de los *commodities*” son Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, Paraguay, Perú y Suriname. Las economías diversificadas son Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Trinidad y Tobago.

que tuvieron superávits primarios promedio grandes antes de la pandemia (1% del PIB, 2015-2019), se estabilizan a mediano plazo en cerca del 71% del PIB (Gráfico 3.7, Panel B). En los países exportadores de *commodities*, el aumento de los ingresos fiscales debido al alza de los precios de los *commodities* mitiga parcialmente los efectos del aumento de los costos financieros, y su deuda converge hasta el 60% del PIB en 2026 (Gráfico 3.7, Panel c). En el caso de las economías diversificadas, el ratio deuda a PIB aumenta hasta el 69% en 2026, debido a mayores presiones del gasto (Gráfico 3.7, Panel D). En lo que respecta al escenario de mayor estrés, los shocks adicionales tienen como resultado ratios de deuda estimados entre 3 y 7 puntos porcentuales del PIB más que el escenario de línea de base, dependiendo del grupo de países.

Las proyecciones de los balances fiscales primarios en el escenario de línea de base sugieren una convergencia con el balance fiscal hacia 2026, debido al retiro continuado

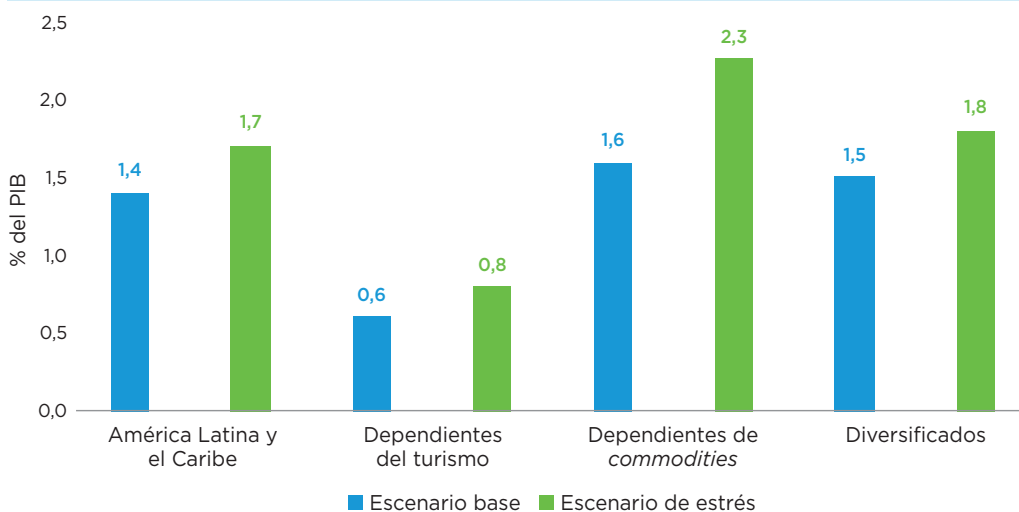
**GRÁFICO 3.8 • Escenarios del balance primario**



Fuente: Escenarios del equipo BID y cálculos basados en FMI (2022b) y FocusEconomics (2023).  
 Nota: Las zonas sombreadas indican escenarios (2023–2026). “América Latina y el Caribe” incluye todos los países prestatarios del BID excepto Venezuela. Los países “dependientes del turismo” son Bahamas, Barbados, Belice, Haití, Jamaica, Panamá, República Dominicana y Uruguay. Los países dependientes de los *commodities* son Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, Paraguay, Perú y Suriname. Las economías diversificadas son Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Trinidad y Tobago.

de estímulos fiscales y una recuperación del crecimiento en 2024 y posteriormente (Gráfico 3.8, Panel A). Sin embargo, en el escenario de mayor estrés, la senda del ajuste fiscal es más lenta. Debido a la reducción de las tasas de crecimiento y el incremento de la inflación, se estima que los déficits primarios sean un punto porcentual del PIB más que en la línea de base en 2023. Sin embargo, esta diferencia se estrecha progresivamente a mediano plazo y el balance primario converge a -0,3%.

La dinámica del ajuste fiscal en los grupos de países dependientes del turismo y los exportadores de *commodities* se parece a la del promedio regional. El grupo dependiente del turismo, por un lado, converge hacia un superávit primario del 1,1% del PIB en el escenario de línea de base y un 0,8% del PIB en el escenario de mayor estrés, que es plausible dada la capacidad histórica de estos países para realizar rápidas correcciones fiscales y generar balances primarios positivos (Gráfico 3.8, Panel B). Por otro lado, apoyado por

**GRÁFICO 3.9** ● Esfuerzo fiscal adicional para converger hacia niveles de deuda prudentes

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en Powell y Valencia (2023).

Nota: “América Latina y el Caribe” incluye todos los países prestatarios del BID excepto Venezuela. Los países “dependientes del turismo” son Bahamas, Barbados, Belice, Haití, Jamaica, Panamá, República Dominicana y Uruguay. Los países dependientes de los *commodities* son Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Guyana, Paraguay, Perú y Suriname. Las economías diversificadas son Argentina, Brasil, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua y Trinidad y Tobago.

el aumento de los ingresos fiscales por los altos precios de los *commodities*, el grupo de países exportadores de estos aumenta sus balances primarios en el balance fiscal hacia 2026 en la línea de base y a un déficit del 0,6% del PIB en el caso de mayor tensión macroeconómica (Gráfico 3.8, Panel C). El balance primario del grupo diversificado empeora y cae a -0,8% del PIB en la línea de base y a -1,1% en el escenario de tensión (Gráfico 3.8, Panel D).

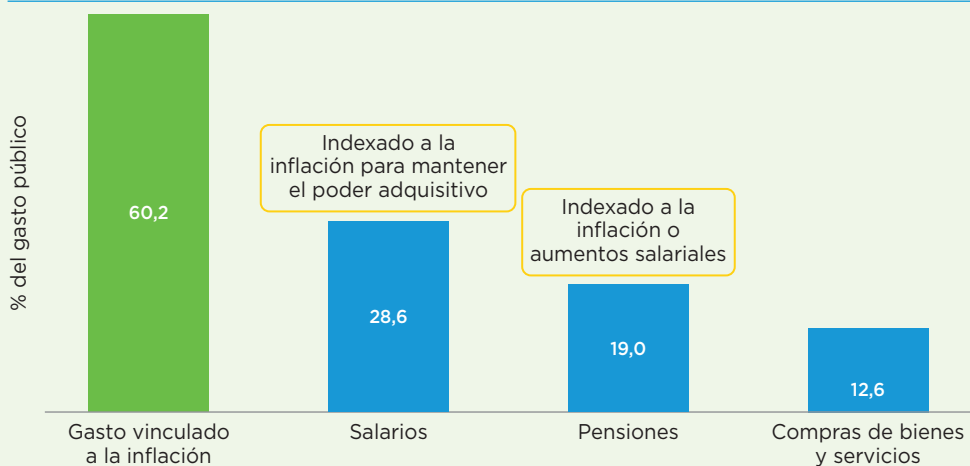
Como discuten Powell y Valencia (2023), reducir la deuda a niveles prudentes crea espacio para un mayor crecimiento y mitiga los riesgos de otros shocks macrofiscales adversos.<sup>6</sup> El Gráfico 3.9 muestra el esfuerzo fiscal adicional que los grupos de países deben hacer en promedio al año para converger con sus niveles de deuda prudentes tanto en el escenario de línea de base como en el escenario de tensión. El esfuerzo es mayor a una reforma fiscal promedio en América Latina y el Caribe que genera entre 0,7 y 1 punto porcentual del PIB en ingresos fiscales adicionales. Los países tienen que generar ajustes que puedan superar una reforma y media o dos reformas fiscales para converger hasta niveles prudentes. Los países disponen de diversas opciones de política para converger a niveles de deuda prudentes.

<sup>6</sup> El nivel prudente de deuda es el que asegura que la deuda sigue siendo sostenible, aún cuando se produjera un conjunto amplio de shocks adversos. Se estima como el nivel de deuda que, con una determinada probabilidad, se mantiene por debajo del máximo nivel de deuda sostenible.

**RECUADRO 3.1 • Inflación y cuentas fiscales****Inflación y gasto en el pasado**

Los efectos de la inflación en el gasto público son diversos y dependen de varios factores: el nivel de indexación de los componentes del gasto; la respuesta de las políticas en términos de los mecanismos de focalización utilizados para compensar por la pérdida de poder adquisitivo de los más vulnerables (Premchand, 1989); y el aumento del costo de las adquisiciones públicas.

Los salarios y los costos de personal tienen mecanismos de revisión anuales que corrigen por la pérdida de poder adquisitivo debido a la inflación. Entre 2017 y 2019, la compensación de los trabajadores representaba cerca del 29% del gasto público —mayor que en los países de la OCDE (24%).<sup>a</sup> Por otro lado, el gasto de la seguridad social, que representa casi el 20% del total del gasto, depende del crecimiento de los salarios y está directamente indexado con la inflación.<sup>b</sup> A través de este mecanismo, un aumento en la inflación del pasado automáticamente genera un aumento del gasto.

**GRÁFICO 3.1 • Gasto fiscal e inflación**

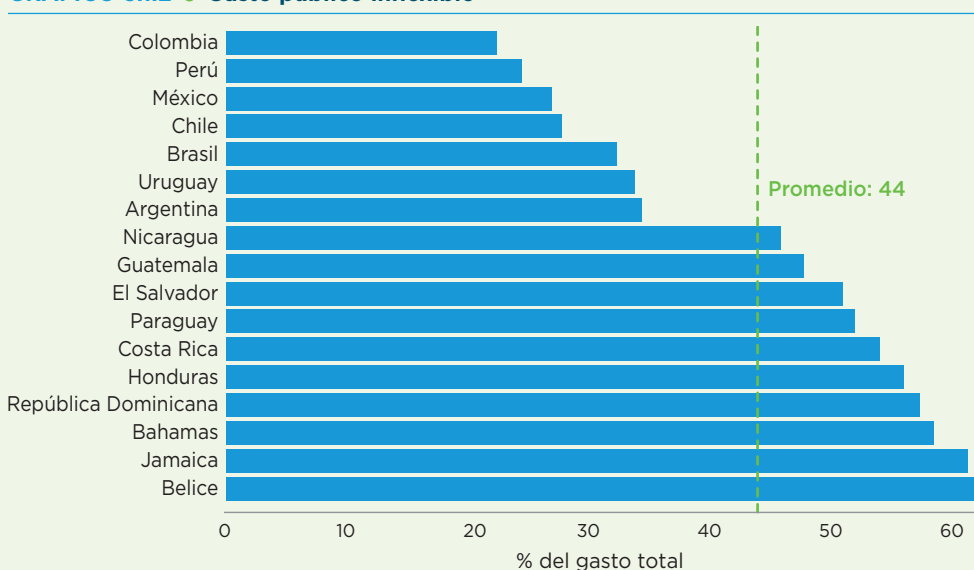
Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del Banco Mundial y Arenas de Mesa (2020).

Nota: El gráfico incluye datos para Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Uruguay.

Por último, las adquisiciones públicas de bienes y servicios también se ajustan con la inflación debido al rápido ajuste de los precios por el sector privado, que es el que suministra dichos bienes y servicios. Por lo tanto, se puede prever que al menos el 60% del gasto público está ajustado por la inflación (Gráfico 3.1.1).

Debido a la indexación, la inflación del pasado puede generar un crecimiento del gasto futuro. Se produce un problema adicional cuando el gasto indexado por la inflación es inflexible, como en el caso de los salarios, las transferencias y los pagos de los intereses de la deuda. En esos casos, los efectos de una inflación alta no sólo se traducen en las cuentas fiscales del año siguiente sino también tienen un impacto persistente. En numerosos países, el gasto público inflexible representa más del 50% del total de los gastos (ver Gráfico 3.1.2). En ese contexto, el aumento de la inflación también aumenta la inflexibilidad futura del gasto público, lo que plantea un problema para la consolidación fiscal.

(continúa en la página siguiente)

**RECUADRO 3.1 • Inflación y cuentas fiscales** (continuación)**GRÁFICO 3.1.2 • Gasto público inflexible**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del FMI.

Nota: La línea vertical corresponde al promedio de la muestra.

**La inflación y el ingreso fiscal**

El impacto de la inflación en el ingreso fiscal es incierto. Por un lado, si la tasa de inflación es mayor que la tasa en que se ajustan los tramos de los impuestos, las personas y las empresas podrían verse desplazadas a tramos de impuestos más altos, lo que redundaría en una mayor recaudación tributaria.

Por otro lado, si la inflación disminuye el poder adquisitivo, las personas tienen menos ingreso disponible para pagar impuestos, lo que redundaría en una menor recaudación tributaria. La inflación también influye en el valor de las deducciones fiscales y los créditos, aumentando o disminuyendo así el monto de los impuestos debidos.

Las fechas de las transacciones son cruciales para evaluar el impacto de la inflación en la base tributaria y el valor real de las deudas fiscales. Para calcular la base imponible, deben tenerse en cuenta numerosas transacciones realizadas en diversos momentos. Dependiendo de las fechas de estas transacciones, la base imponible real se incrementa o disminuye, lo que influye en las deudas tributarias generadas. La base imponible también se ve afectada por las deducciones o los límites que son determinados en moneda local. En lo que respecta a las deudas tributarias reales, la diferencia entre el momento en que se genera la deuda y el momento en que se paga el impuesto erosiona el valor real de la carga tributaria; cuanto más largos sean los retrasos, mayor será la erosión.<sup>c</sup> Además, si los créditos fiscales se establecen en términos nominales, su uso en el futuro reduce su valor real, lo que aumenta la carga tributaria.

Numerosos países han implementado medidas para limitar los aumentos de los precios a los consumidores nacionales. Entre las políticas implementadas se encuentran las reducciones de impuestos, sobre todo de la energía y los alimentos. Más de la mitad de los países de la región aplican reducciones de impuestos, con un promedio de 0,27% del PIB. Además, una tercera parte de los países ha anunciado recortes temporales o ha suspendido el cobro de aranceles sobre los

(continúa en la página siguiente)

**RECUADRO 3.1 • Inflación y cuentas fiscales** *(continuación)*

alimentos y las importaciones de contenedores para reducir el aumento de los costos de transporte (FMI 2022).

Por otro lado, la inflación alta crea incertidumbre y perturba la actividad económica, lo cual tiene un impacto negativo en la recaudación de impuestos. En general, el efecto de la inflación en la recaudación tributaria es complejo y depende de numerosos factores.

<sup>a</sup> Ver Izquierdo, Pessino y Vuletin (2018) y Arenas de Mesa (2020).

<sup>b</sup> Esta estimación corresponde a datos disponibles en 2018 para Argentina, Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Uruguay.

<sup>c</sup> Este efecto también puede producirse en detrimento del contribuyente. A veces el gobierno debe pagar a los contribuyentes. Si estos pagos se retrasan a lo largo del tiempo, el valor del pago puede verse erosionado.

**Opciones de política**

Aunque los balances fiscales ya han comenzado a volver a los niveles anteriores a la pandemia, la deuda en numerosos países todavía tiene que alcanzar un nivel prudente. A pesar del proceso de consolidación fiscal en la mayoría de los países en 2022, los riesgos están aumentando. Además, los escenarios simulados sugieren que la deuda podría volver a una senda de crecimiento, lo que señala la necesidad urgente de implementar políticas destinadas a ajustar las cuentas fiscales. No hay una solución de política única para reducir la deuda, y las estrategias fiscales para alcanzar la consolidación fiscal dependen de las características específicas de cada país. Sin embargo, algunos aspectos estándar en varios países —aumentar la eficiencia del gasto y la recaudación de impuestos, mejorar las instituciones fiscales y la composición de la deuda— pueden orientar las políticas en esa dirección.<sup>7</sup>

Mejorar la eficiencia del gasto y la recaudación tributaria debería encabezar la agenda en todas partes.<sup>8</sup> Una mayor focalización de los pagos por transferencias<sup>9</sup> y el aumento de la calidad de la inversión pública en todas las etapas de los ciclos de proyectos<sup>10</sup> son tareas pendientes que podrían ahorrar más del 4% del PIB, según las estimaciones del BID.<sup>11</sup> Estas medidas son esenciales para los países con alto gasto público y donde el aumento de la recaudación podría ser políticamente inviable.

Dada la alta inflación, concretamente en los países donde una parte importante del gasto total corresponde a los salarios, las autoridades deberían ser conscientes de los riesgos de perpetuar aumentos permanentes del gasto inflexible por la vía de la indexación

<sup>7</sup> Para un debate más en profundidad, ver Powell y Valencia (2023).

<sup>8</sup> Para un debate sobre las políticas para promover la consolidación fiscal, ver Cavallo y Powell (2021) y Cavallo *et al.* (2022).

<sup>9</sup> Los subsidios focalizados que reemplazan a los subsidios generales pueden ser un enfoque de mejora de la eficiencia. Por ejemplo, adoptar subsidios para que las poblaciones vulnerables utilicen los transportes públicos puede ser más eficiente que proporcionar subsidios globales que incluso pueden ser regresivos.

<sup>10</sup> Las mejoras en los marcos de inversión pública también mejorarían los multiplicadores fiscales.

<sup>11</sup> Ver Cavallo y Powell (2021).



de los salarios. Por lo tanto, los ajustes salariales deberían basarse más en expectativas futuras de inflación y menos en la inflación observada en el pasado.

En los países con ingresos fiscales más bajos, mejorar los ingresos tributarios puede efectivamente consolidar las cuentas fiscales. Además, las reformas tributarias pueden ser progresivas si se diseñan adecuadamente y promover una mayor formalidad.<sup>12</sup> Esas reformas pretenden aumentar los ingresos no sólo a través de tasas más altas sino centrándose estratégicamente en ampliar la base tributaria, promover mecanismos que reducen la evasión y el fraude tributario y limitar las exenciones cuando son innecesarias. En 2022, una tercera parte de los países de la región ha presentado planes para llevar a cabo reformas tributarias en los próximos tres años que pretenden alcanzar un aumento promedio de recaudación del 1% del PIB.

Reducir las deudas a niveles prudentes depende crucialmente del fortalecimiento de las instituciones fiscales. Las reglas fiscales bien diseñadas y ancladas en la deuda son una herramienta crucial para mejorar la credibilidad de los planes fiscales a mediano plazo. Donde se han implantado, los participantes del mercado toleran ratios de deuda más altos y las primas de riesgo tienden a ser más bajas. Las reglas fiscales tienen incluso mejores resultados cuando se combinan con comités fiscales independientes que monitorean y determinan parámetros clave que dan contenido a esas reglas. Durante la pandemia del COVID-19, numerosos países suspendieron el uso de sus reglas fiscales. La región ahora debe reanudar su cumplimiento sin demora (Recuadro 3.2).<sup>13</sup>

La composición de la deuda importa tanto como su nivel. Puede que también se requieran prácticas activas de gestión de la deuda, dado el aumento de las tasas de interés y la carga prevista del servicio de la deuda en los próximos años. Se podrían requerir estrategias para mejorar el perfil y la composición de la deuda que permitan suavizar su pago a lo largo del tiempo. Estas estrategias incluyen el diseño de mecanismos para intercambiar deuda de alto costo a corto plazo por instrumentos a más largo plazo a menor costo. Los bancos multilaterales de desarrollo pueden jugar un rol crucial para realizar este cambio.<sup>14</sup>

El fortalecimiento institucional es esencial para converger hacia niveles prudentes. Numerosos países de la región han creado unidades dedicadas a la gestión de la deuda. La coordinación activa con medidas de planificación macrofiscal es necesaria, dada la complejidad de las operaciones de la deuda. Varios países de la región han creado reglas fiscales con anclas de la deuda. Aún así, la estrategia de deuda debe ir acompañada de

---

<sup>12</sup> Por ejemplo, la adopción de impuestos sobre la renta negativos puede contribuir no sólo a promover una gestión más eficiente de los impuestos y subsidios sino también contribuir a luchar contra los altos niveles de informalidad que caracterizan la región. Ver Cavallo *et al.* (2022) para un debate.

<sup>13</sup> Debido a la política fiscal contracíclica observada en 2020, numerosos países relajaron temporalmente las reglas fiscales para moderar la consolidación fiscal a lo largo del tiempo y disminuir el efecto negativo en el crecimiento.

<sup>14</sup> Ver Powell y Valencia (2023) para más debate.

### RECUADRO 3.2 • Cláusulas de salvaguardia, flexibilidad y la vuelta al cumplimiento de la regla fiscal

Las reglas fiscales son instrumentos para alcanzar la sostenibilidad fiscal, un problema de larga data. Una de las carencias de los marcos basados en reglas es que necesitan espacio suficiente para acomodar shocks imprevistos. A lo largo del tiempo, las reglas fiscales han incluido cláusulas de escape para eventos excepcionales, que permiten cierta flexibilidad en casos específicos, como los desastres naturales o las contracciones económicas severas. La emergencia sanitaria desatada por el COVID-19 en 2020 puso seriamente a prueba las reglas fiscales, la flexibilidad y la capacidad de acomodar una respuesta contracíclica.

En aquellos países que implementaron reglas fiscales, estas impusieron limitaciones para lidiar con la crisis. Sin embargo, la mayoría de las reglas incluían cláusulas de escape en su diseño. Al necesitar espacio fiscal para lidiar con el shock, 14 de 16 países en América Latina y el Caribe utilizaron sus cláusulas de escape en 2020 dado el tamaño del shock negativo. Entre los países que cambiaron la regla, seis decidieron modificar las metas numéricas establecidas para el año fiscal y cuatro decidieron suspender la regla durante al menos un año fiscal.

A pesar de que la mayoría de las reglas volvieron a estar vigentes en 2022, la vuelta al cumplimiento ha variado según los países. Se observan tres escenarios:

1. El 28% de los países intentó cumplir con la regla antes de la pandemia sin activar la cláusula de escape.
2. El 36% de los países decidió modificar las metas sin invocar la cláusula de escape, permitiendo un período de convergencia con las metas iniciales.
3. El 36% de los países utilizó la cláusula de escape ya sea para suspender o modificar las metas iniciales.

Por consiguiente, los ajustes fiscales hechos por los países después de la pandemia están vinculados a la manera en que decidieron cumplir con las reglas fiscales aprobadas en 2020.

En 2023, con condiciones macroeconómicas nuevas y difíciles, los países se enfrentan a un nuevo reto para cumplir los objetivos inicialmente establecidos en las reglas fiscales. En algunos países, el diseño de las cláusulas de escape ha facilitado esta tarea. En general, siguiendo el análisis de cumplimiento de las reglas fiscales propuesto por Ulloa-Suarez y Valencia (2022), el respeto por los objetivos establecidos en las reglas mejora cuando se da cuenta de la flexibilidad incorporada en las cláusulas de escape. De hecho, la tasa de cumplimiento aumentó del 33% al 40% en 2020 y del 63% al 70% en 2021.<sup>a</sup>

Dado que el uso frecuente de cláusulas de escape se asocia con medidas discrecionales, activarlas debe ir acompañado de una vuelta progresiva a los objetivos. Aunque la considerable incertidumbre y el tamaño de los shocks a menudo complica el diseño de un plan para volver a asegurar el cumplimiento de la regla posteriormente, esta característica contribuiría a acomodar los efectos transitorios del shock y a mantener la disciplina fiscal.

<sup>a</sup> Resultados preliminares.

marcos fiscales a mediano plazo para alcanzar una estrategia fiscal robusta ante la incertidumbre actual.

Además, las políticas fiscal y monetaria requieren una fuerte coordinación. Sólo trabajando juntas alcanzarán sus resultados máximos al menor costo posible. Relajar los

aumentos de la tasa de interés alivia la presión fiscal. Sin embargo, alcanzar posiciones fiscales más sólidas, a su vez, es necesario para dar a los bancos centrales espacio para relajar la política monetaria. A medida que la consolidación fiscal continúe, las primas de riesgo disminuirán. Como resultado, la tasa de interés neutral que determina las tasas de interés de la política monetaria puede disminuir, permitiendo a los bancos centrales suavizar su política monetaria. La coordinación siempre es importante, pero actualmente es crucial para evitar consecuencias que amenacen las mejoras económicas y sociales después de lo peor de la pandemia.



## CAPÍTULO 4

# Políticas sincronizadas para la recuperación social

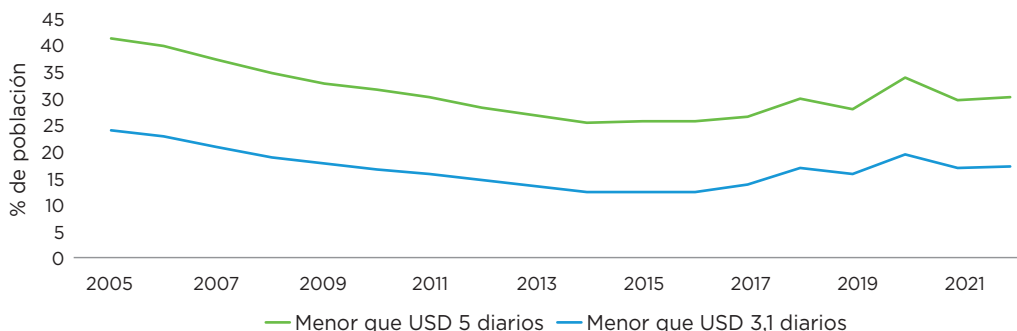
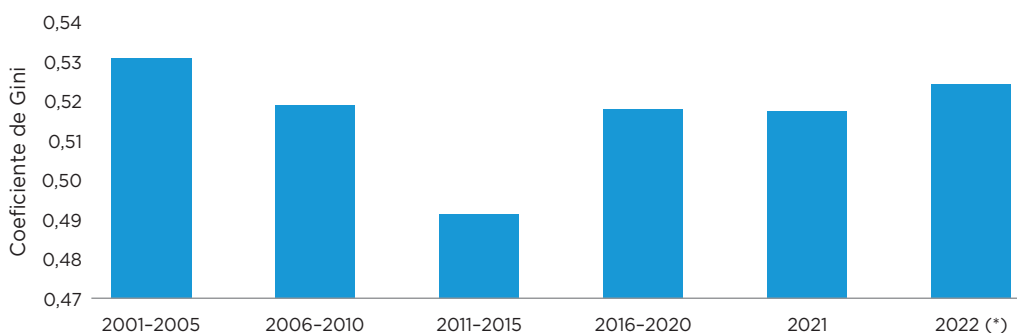
Los niveles de pobreza y desigualdad en América Latina y el Caribe han mejorado desde el impacto inicial de la pandemia. Los mercados laborales tuvieron buenos resultados después de las campañas de vacunación masivas y la normalización de la mayoría de sectores económicos. Desafortunadamente, la recuperación económica y social está siendo amenazada por la desaceleración esperada de la actividad económica asociada con un aumento de las tasas de interés y la inflación.

Este capítulo presenta las tendencias recientes en los indicadores sociales y del mercado laboral y discute como se vieron impactados por la inflación y las políticas implementadas para contenerla. También aborda la discusión de las políticas para mitigar las consecuencias sociales potencialmente negativas en el corto plazo de las políticas de estabilización macroeconómica. La sincronización de las políticas sociales con la consolidación fiscal y las políticas monetarias contractivas presentan numerosas dificultades. La región puede evitar revertir las mejoras en materia de empleo y de reducción de la pobreza y la desigualdad alcanzadas durante la recuperación del shock del COVID-19. La clave está en corregir las distorsiones del mercado laboral y asignar recursos de manera más eficaz y productiva para evitar incentivar la informalidad.

### La pobreza en 2022

Los primeros quince años del siglo XXI generaron optimismo por las continuas reducciones de la pobreza y la desigualdad en América Latina y el Caribe. Entre 2000 y 2015, la población que vivía con menos de USD 5 al día disminuyó del 48% al 26% (ver Gráfico 4.1, panel A). El porcentaje que vivía con menos de USD 3,10 al día disminuyó del 30% al 13% durante el mismo período. El coeficiente de Gini disminuyó de 0,53 a 0,49 (ver Gráfico 4.1, panel B). El rápido crecimiento de los salarios en los sectores más pobres impulsó esta mejora en la pobreza y en la distribución del ingreso, a lo que contribuyó un progreso notable en la implementación de transferencias focalizadas en el mismo segmento de la población.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Para un debate, ver Messina y Silva (2019) y Busso y Messina (2020).

**GRÁFICO 4.1 • Tendencias de la desigualdad****A. Personas que viven en la pobreza****B. Evolución del coeficiente de Gini**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de BID (<https://scldata.iadb.org/es/public>).

Nota: Los valores recogidos son promedios ponderados por la población de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela. (\*) Las cifras para 2022 se estiman utilizando un filtro de Kalman.

A medida que el crecimiento se estancó, las tendencias positivas en pobreza y desigualdad empezaron a revertirse. Hacia 2019, el porcentaje de personas que vivía con menos de USD 5 y USD 3,1 al día era de 28% y 16%, respectivamente. El coeficiente de Gini aumentó a 0,52. Como se preveía, la pandemia exacerbó las tendencias hacia el deterioro. En 2020, a pesar de importantes esfuerzos de las políticas para contener los impactos de la pandemia, los indicadores sociales se deterioraron.<sup>2</sup> El porcentaje de personas que ganaban menos de USD 5 al día aumentó aún más, hasta el 34%, y los que ganaban menos de USD 3,1 llegaron al 20%. El coeficiente de Gini acabó 2020 con una puntuación de 0,52, la más alta en una década.

La dinámica del empleo explica una gran parte del aumento de la pobreza y la desigualdad durante los años del COVID-19. En promedio, el empleo disminuyó en un 14% a comienzos de la pandemia y, a diferencia del pasado, cuando la informalidad actuaba como un amortiguador, la actividad informal disminuyó más que el empleo formal debido a los confinamientos y a otras medidas de contención.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Ver Azuara *et al.* (2021), Cavallo y Powell (2021) y Cavallo *et al.* (2022).

<sup>3</sup> Azuara *et al.* (2021).

La recuperación económica de 2021 y 2022 devolvió las cifras de la pobreza a sus tendencias anteriores al COVID, pero dejó a la región en una senda de deterioro de los principales indicadores sociales. En consonancia con el menor crecimiento, las estimaciones sugieren que la pobreza en 2022 será marginalmente mayor que en 2021, con variaciones entre países.

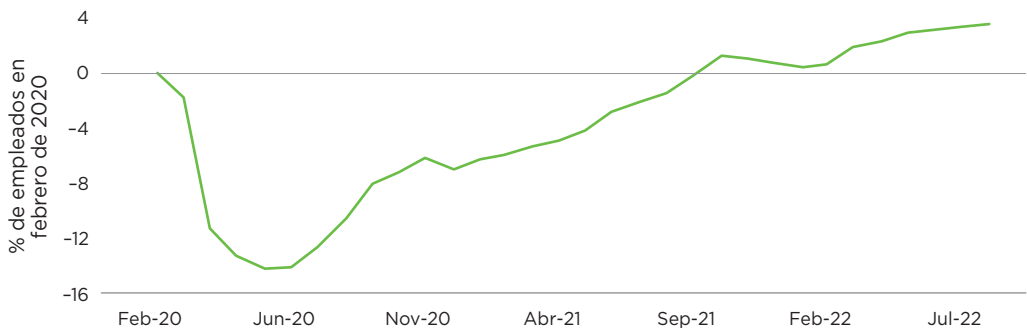
Sin duda, un crecimiento fuerte y persistente contribuiría a revertir las tendencias. Aun así, dado que un escenario de crecimiento robusto es poco probable en el corto plazo, los esfuerzos de las políticas deben centrarse en llegar a los más pobres con el fin de, como mínimo, evitar cualquier deterioro adicional.

### Para volver a la senda correcta: tendencias del mercado laboral en 2022

El otro lado de la moneda de la evolución de la pobreza desde la pandemia ha sido la dinámica del mercado laboral. Las reducciones de la pobreza y la desigualdad en 2021 y 2022, en comparación con el comienzo de la pandemia, reflejan una mejora del empleo en la región. Durante 2022, el crecimiento del empleo en América Latina y el Caribe continuó. Después de un lento proceso de recuperación, hacia septiembre de 2022, el empleo había superado sus niveles anteriores a la pandemia: en el segundo trimestre de 2022 creció un 4% con respecto al mismo momento del año anterior, lo que equivale a un aumento de más de 8 millones de empleos (ver Gráfico 4.2, panel A). Esta recuperación fue desigual en diferentes países y grupos económicos.<sup>4</sup> La participación en la fuerza laboral, que también se contrajo considerablemente durante la pandemia, superó su nivel anterior al COVID en el último trimestre de 2021. A medida que las economías se desaceleraron en 2022, la participación en el mercado laboral se redujo (ver Gráfico 4.2, panel B).

#### GRÁFICO 4.2 ● Tendencias del mercado laboral

##### A. Evolución del empleo

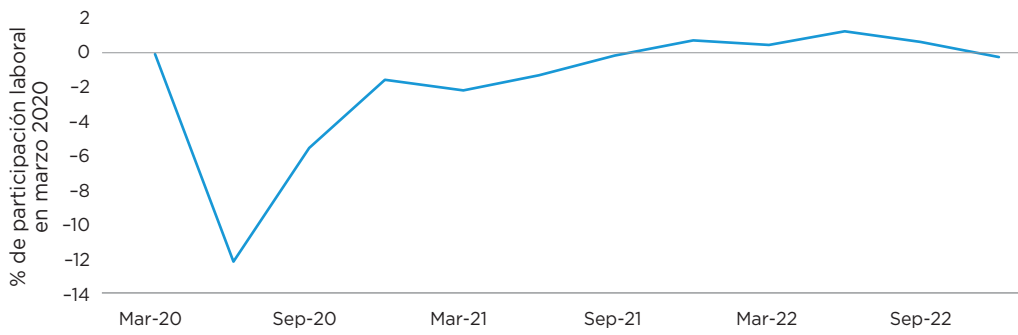


(continúa en la página siguiente)

<sup>4</sup> Ver Observatorio Laboral (2022).

**GRÁFICO 4.2 • Tendencias del mercado laboral** (continuación)

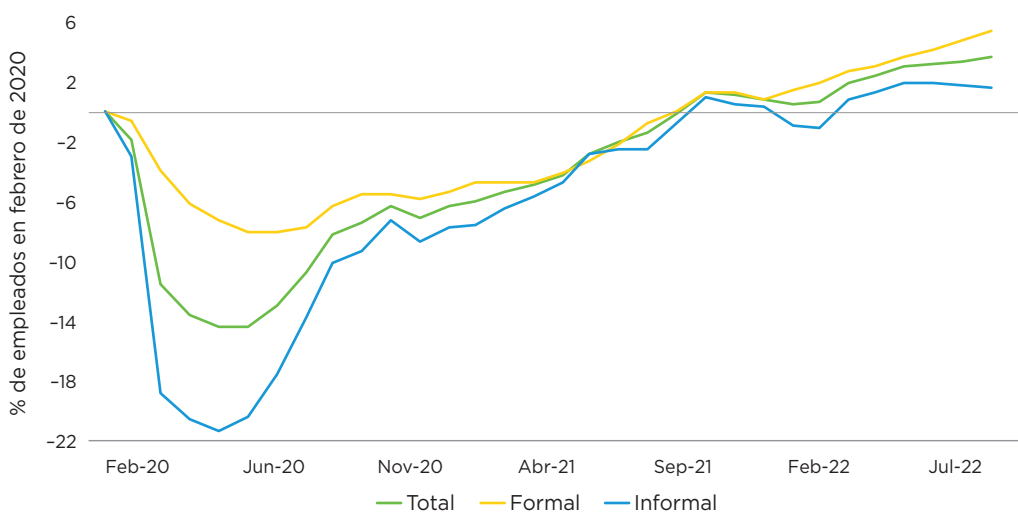
**B. Evolución de la participación de la fuerza laboral**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del Observatorio Laboral.  
 Nota: Las estimaciones utilizan datos de Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, México, Nicaragua, Paraguay, Perú (Lima Metropolitana), República Dominicana y Uruguay.

Contrario a la experiencia de crisis económicas anteriores, durante la pandemia del COVID-19 el empleo informal no sirvió como amortiguador para los hogares y, de hecho, disminuyó más que el empleo formal.<sup>5</sup> Durante la recuperación, el empleo formal también se ha recuperado más rápidamente que el del sector informal (ver Gráfico 4.3).

**GRÁFICO 4.3 • Empleo total, formal e informal**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del Observatorio Laboral.  
 Nota: Las estimaciones utilizan datos de Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, México, Nicaragua, Paraguay, Perú (Lima Metropolitana), República Dominicana y Uruguay.

<sup>5</sup> Azuara et al. (2022) y Cavallo et al. (2022).

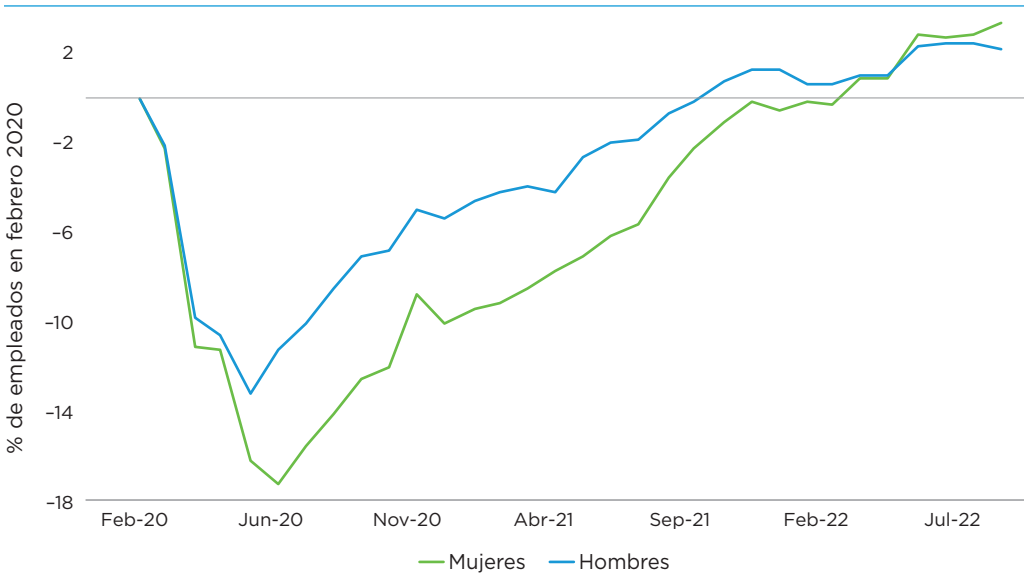


Esta desaceleración en la informalidad coincide con una fuerte recuperación económica, impulsada en parte por los altos precios de los *commodities*.

El auge del precio de los *commodities* tiene un impacto en el mercado laboral y en la pobreza de diversas maneras, a menudo contradictorias. Por un lado, pueden traspasarse a los precios al consumidor que, como se señala más abajo, aumentan la pobreza al reducir los ingresos reales. Por otro lado, puede que los empleadores —al menos los exportadores de *commodities*— impulsen la demanda de trabajadores de baja calificación, aumentando así los ingresos en ese segmento de la distribución. Saber cuál es el efecto que domina es una cuestión empírica y puede depender, entre otros factores, del tamaño del aumento del precio de los *commodities* y del traspaso a los precios al consumidor. A pesar de los potenciales impactos negativos, hasta mediados de 2022, los mercados laborales se estaban recuperando junto con las cifras de pobreza y desigualdad en la región. Sin embargo, como se prevé para 2023, una ralentización de la actividad económica frenaría esta evolución positiva.

El empleo femenino sufrió relativamente más que el empleo masculino durante la pandemia, pero también creció ligeramente más rápido durante la mayor parte de 2022 (ver Gráfico 4.4). Si bien el empleo conserva un sesgo hacia el empleo masculino, las cifras del crecimiento sugieren que América Latina y el Caribe ha vuelto a sus niveles anteriores al COVID. La pregunta crítica es si estas mejoras perdurarán si la inflación y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas siguen siendo elevadas.

**GRÁFICO 4.4** ● Pérdidas de empleo por género



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del Observatorio Laboral.

Nota: Las estimaciones utilizan datos de Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, México, Nicaragua, Paraguay, Perú (Lima Metropolitana), República Dominicana y Uruguay.

## La amenaza de la inflación para la pobreza y el mercado laboral

El actual contexto macroeconómico de alta inflación y aumentos de las tasas de interés despierta preocupaciones sobre la dinámica futura del mercado laboral, la pobreza y la desigualdad. Regresar al desempeño favorable que registraba la pobreza a comienzos del siglo y sostener la mejora en las tendencias del empleo es difícil debido a las tasas de interés elevadas y a la baja demanda agregada. Sin embargo, un escenario de inflación alta podría ser incluso peor para la pobreza y el empleo.

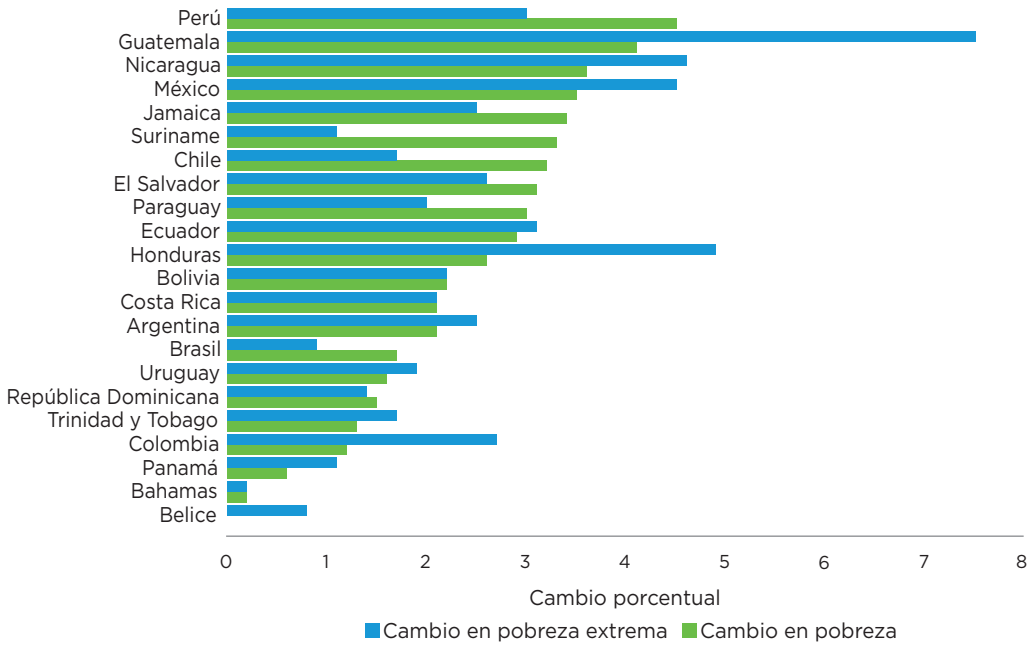
La inflación es un impuesto regresivo. Un aumento sostenido de los precios, particularmente de los alimentos y la energía, aumenta la pobreza a través de al menos dos canales. La inflación reduce el ingreso disponible y los salarios reales cuando los salarios nominales crecen a un ritmo menor que los precios (Cardoso, 1992). Cuando la inflación aumenta, si el ingreso nominal se mantiene constante, la capacidad de comprar bienes y servicios disminuye. El ingreso también puede disminuir durante los brotes inflacionarios como respuesta a los ajustes en el mercado de trabajo. Cuando el ingreso real de los hogares disminuye, las personas tienen que trabajar más horas para mantener el mismo nivel de consumo. Los más susceptibles ante estos cambios suelen ser las personas de menores ingresos.

Sin la intervención de políticas para compensar el efecto del aumento de los precios de los alimentos en el consumo del hogar, las tasas de inflación experimentadas en toda América Latina y el Caribe en 2022 podrían aumentar la pobreza en un 2,4%, y la extrema pobreza en un 2,5% (ver Gráfico 4.5). Estas cifras implican llevar a casi 13,8 millones y 14 millones de personas a la pobreza y la extrema pobreza, respectivamente.

Estas cifras suponen que hay muchos otros factores que influyen en la pobreza que permanecen constantes y, por lo tanto, sólo son indicativos. Sin embargo, proporcionan una clara señal de la vulnerabilidad a la que se enfrentan los más pobres cuando se trata de brotes inflacionarios. El análisis del impacto de la inflación en el ingreso laboral real revela un efecto similar en la pobreza. Azuara y Torres (2022) construyen un índice de la pobreza basándose en el ingreso laboral. Este índice mide el porcentaje de hogares cuyo miembro promedio cobra menos que el umbral de su paridad de poder adquisitivo ajustado específico al país, de USD 1,9 al día, como ingreso laboral real. Muestran que esta medida de la pobreza monetaria aumentó con la pandemia en una muestra de países en América Latina y el Caribe, llegó a un máximo en el segundo trimestre de 2020 en el momento álgido de los confinamientos provocados por la pandemia y disminuyó posteriormente (ver Gráfico 4.6). El caso de Perú se destaca: desde 2021 hasta el tercer trimestre de 2022, la pobreza laboral promedio fue 4,6 puntos porcentuales superior a lo que era antes de la pandemia<sup>6</sup>. En Costa Rica, el aumento fue de 3,5 puntos porcentuales, mientras que en

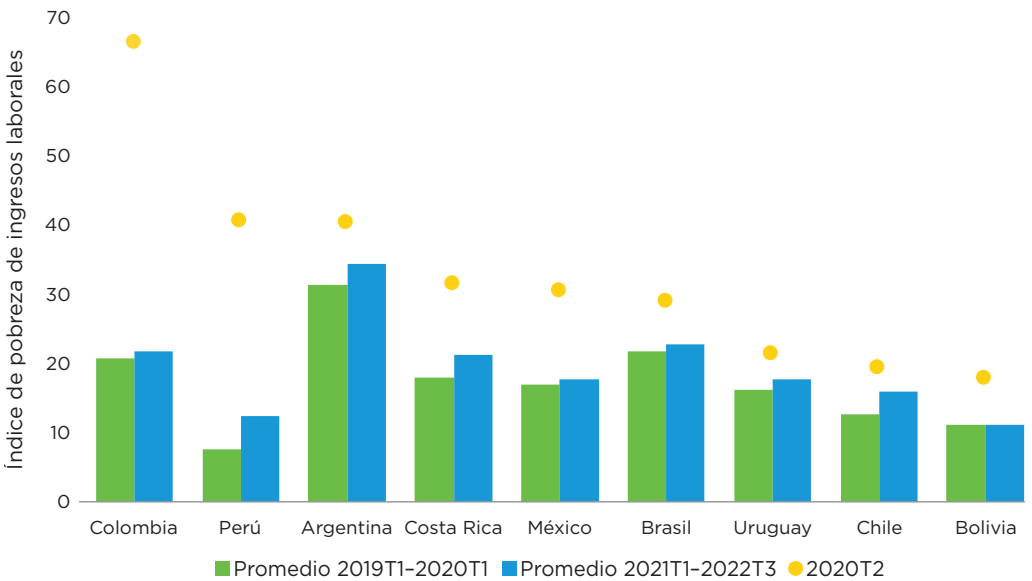
<sup>6</sup> En Arias *et al.* (2022) se encuentran los detalles metodológicos.

**GRÁFICO 4.5** ● Aumento de la pobreza debido a la inflación del precio de los alimentos



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en Arias *et al.* (2022) y <https://www.iadb.org/en/simulatorpublicpolicy>.  
 Nota: Las simulaciones se basan en estimaciones de las elasticidades de la pobreza ante los precios de los alimentos específicas a cada país. Las cifras presentadas suponen que no se implementan políticas para compensar el impacto negativo del 20% de la inflación del precio de los alimentos que corresponde al promedio regional y, por lo tanto, deben tomarse como indicativos del impacto potencial de la inflación en la pobreza.

**GRÁFICO 4.6** ● Pobreza laboral

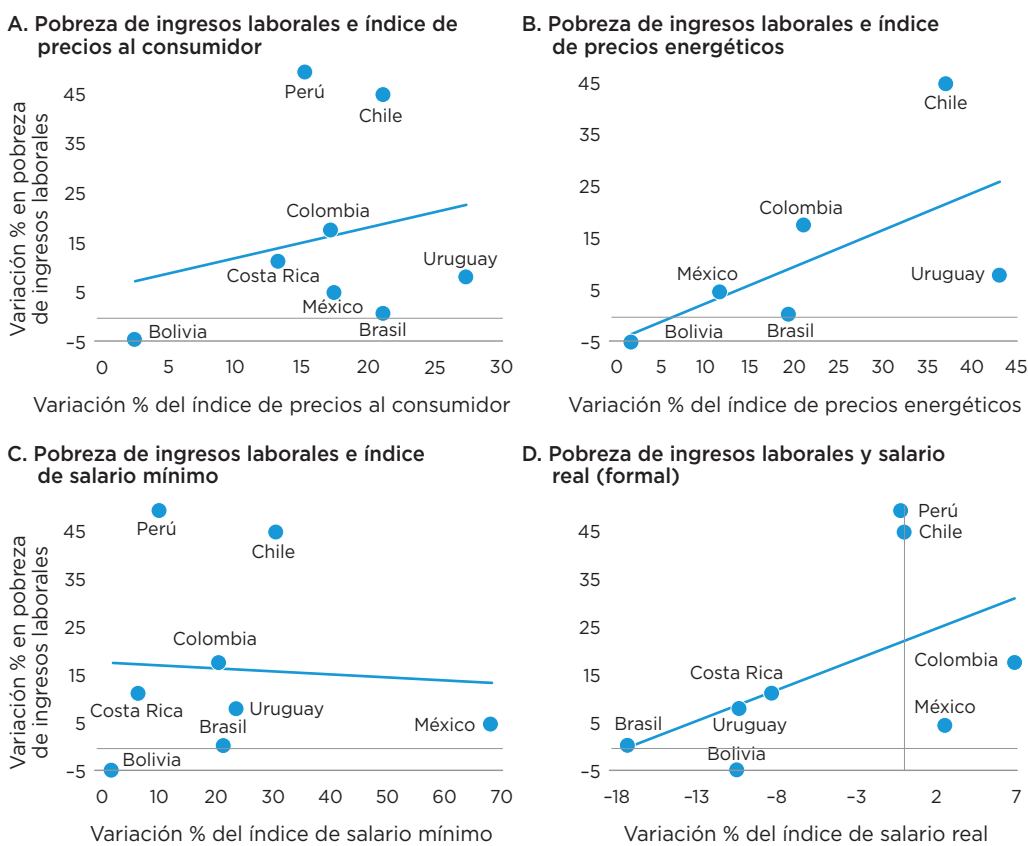


Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de BID (<https://scldata.iadb.org/es/public>).

Chile fue 3,3 puntos porcentuales. La pobreza laboral en Bolivia llegó a sólo 0,2 puntos porcentuales gracias a la tasa de inflación más baja de la región.

Los niveles de pobreza laboral se asocian con diferentes factores macroeconómicos que influyen —directa o indirectamente— en el ingreso generado por los miembros de los hogares. Esta medida de la pobreza aumentó durante la recuperación del empleo, como se señaló anteriormente, descartando la hipótesis de que la impulsaba un aumento del desempleo. Los precios y los salarios se encuentran entre los otros factores que explican el aumento de la pobreza laboral. Diversos índices de precios y salarios contribuyen a que se entienda la dinámica de la pobreza (Gráfico 4.7). Desde 2019, los aumentos de la pobreza están estrechamente asociados con los aumentos de los precios en el índice de precios al consumidor y de los precios de la energía (Paneles A y B) y mucho menos correlacionados con cambios en los salarios mínimos (Panel C). Sin embargo, la disminución de los salarios reales debido a la inflación muestra la correlación más

**GRÁFICO 4.7 • Pobreza laboral, precios y salarios**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de BID. (<https://scldata.iadb.org/es/public>).

Nota: La variación porcentual en todos los casos se sitúa entre el cuarto trimestre de 2019 y el tercer trimestre de 2022.

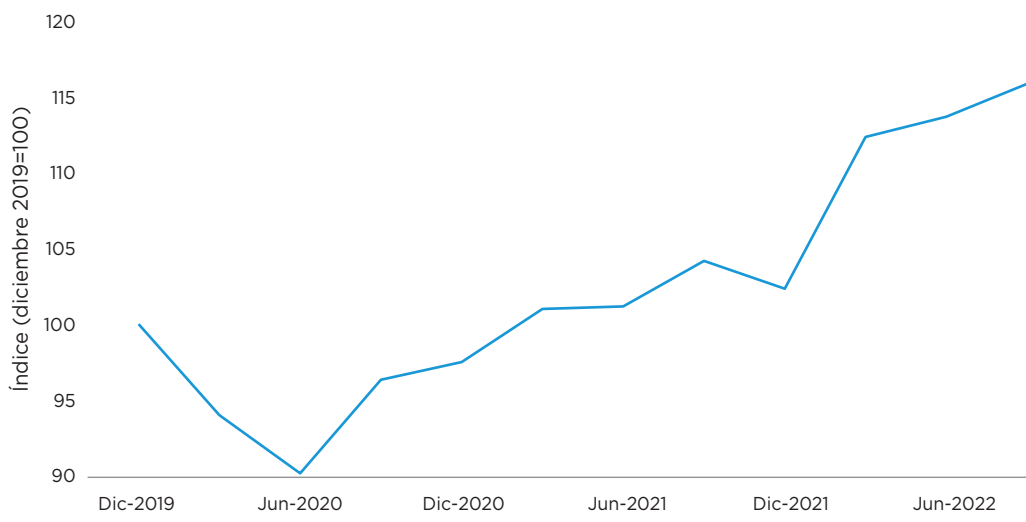
estrecha. En otras palabras, los ajustes salariales han sido insuficientes para superar el efecto de la inflación.

Detrás de todas las correlaciones suele haber una gran heterogeneidad. La manera en que los salarios se ajustan y en qué medida compensan la inflación es crucial para la dinámica del mercado laboral y de la pobreza. El nivel de inflación en el último año ha aumentado los niveles de pobreza laboral y los hogares probablemente están trabajando más y con horarios más largos para, al menos, mantener sus niveles de consumo.

## La inflación y el ajuste salarial

La efectividad de la política monetaria en un régimen con meta de inflación depende en parte del éxito que tenga el banco central utilizando sus políticas y comunicaciones para influir en las expectativas de inflación (ver Capítulo 2). Una clave para determinar cómo la política económica puede reducir la inflación es cómo se ajustan los salarios. Dado que el trabajo es un insumo en cualquier función de producción, cuánto se ajusten los salarios puede definir la senda de la inflación. Los salarios se pueden indexar a la inflación del pasado, lo que significa que se ajustan con la inflación observada. Cuando esto ocurre, se introduce en la economía un mecanismo para perpetuar los altos niveles de inflación, que dificulta ajustar los precios a la baja o a menores tasas que la inflación pasada. En los países de América Latina y el Caribe, los salarios nominales se incrementaron rápidamente en 2022: hasta el tercer trimestre habían aumentado un 11% en el país promedio, siguiendo de cerca la inflación del índice de precios al consumidor (Gráfico 4.8).

### GRÁFICO 4.8 • Índice de ingreso laboral mensual por trabajador



Fuente: Cálculos del BID basados en datos de encuestas de hogares.

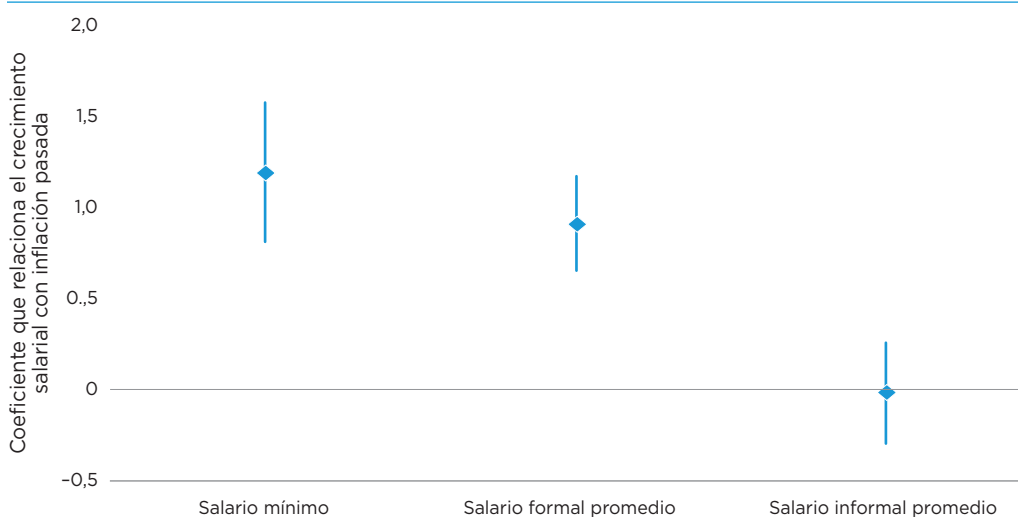
Nota: El gráfico muestra la media de los datos disponibles para Brasil, Colombia, Costa Rica, México y Perú.

Un obstáculo más en la presencia de la indexación alta es que el mercado laboral tarda más en ajustarse a un equilibrio nuevo después de los cambios en la inflación. Por ejemplo, supongamos que los salarios en un período se fijan basándose en la tasa de inflación del año anterior, y la inflación resulta ser menor en el periodo siguiente. En ese caso, el salario real (es decir, el salario nominal deflactado por el nivel de precios) puede seguir siendo mayor que el salario de equilibrio durante algún tiempo y, por lo tanto, puede que el desempleo aumente. Si bien la indexación protege el poder adquisitivo de los trabajadores, existe el riesgo de que algunas personas caigan en el desempleo porque los salarios no se pueden ajustar a los precios.

En América Latina y el Caribe los salarios formales y mínimos están estrechamente indexados a la inflación pasada. Los datos para el período 2010-2021 muestran que el ingreso laboral formal per cápita aumenta en cerca del 90% en relación con la inflación del año anterior, mientras que el salario mínimo se fija en promedio en un 120% de la tasa de la inflación en el año anterior (Gráfico 4.9). Cabe destacar que el ingreso laboral de los trabajadores informales no se ajusta con la inflación.

La indexación jugará un rol en la coyuntura actual. A medida que las autoridades siguen luchando contra la inflación, la evolución del mercado laboral será crucial no sólo para determinar con qué rapidez converge la inflación a su meta sino también para determinar cómo se ajustará el empleo a lo largo del proceso.

**GRÁFICO 4.9** ● Indexación salarial en América Latina y el Caribe



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de BID (<https://scldata.iadb.org/es/public>). Los datos de inflación provienen de FMI/IFS.

Nota: El ingreso salarial laboral y formal promedio incluye datos de Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Uruguay. Las cifras sobre salario mínimo excluyen Trinidad y Tobago. El Gráfico recoge el coeficiente estimado de la inflación rezagada de la siguiente regresión:  $w_{i,t} = b \text{inflation}_{i,t-1} + m_i + e_{i,t}$ , donde  $w$  es el salario mínimo, el ingreso laboral formal promedio o el ingreso laboral informal promedio de los hogares;  $m_i$  denota efectos fijos de país,  $i$  representa el país y  $t$  representa el tiempo. Las regresiones se estiman utilizando datos anuales entre 2010 y 2021.

## Una espada de doble filo: política monetaria y dinámica del mercado laboral

Contener la inflación es crucial por numerosos motivos, entre los cuales se destaca, su impacto negativo en la pobreza y el funcionamiento del mercado laboral. Sin embargo, la contención de la inflación también tiene un precio: a corto plazo, puede empeorar los mercados laborales. Normalmente, los brotes inflacionarios son seguidos de políticas monetarias contractivas. Estas políticas pretenden devolver la inflación a un nivel deseado de largo plazo a la vez que evitan recortar los ingresos y aumentar la pobreza en el mediano y largo plazo. Sin embargo, inevitablemente ralentizan la economía y probablemente aumentan el desempleo. Brasil, Colombia y México sufrieron brotes inflacionarios en la década de 2010. En respuesta a la alta inflación, las tasas de política monetaria aumentaron y la inflación se ajustó a la baja, pero el empleo sufrió un aumento considerable, aunque breve (ver Cuadro 4.1).

El objetivo del aumento de las tasas de interés, a través de los canales del crédito y la riqueza, es reducir el consumo y la inversión y restringir la demanda agregada con el fin de limitar los aumentos de precios. De la misma manera, a través de los canales de tipo de cambio, contribuyen a reducir la demanda externa de los agentes nacionales. La otra cara de la moneda es que cuando la demanda se contrae, el mercado laboral tiene que ajustarse a un nuevo equilibrio que normalmente implica menos demanda de trabajo. Esto a su vez provoca un nivel mayor de desempleo durante el proceso de desinflación.

La evidencia empírica reciente muestra que si bien el ingreso disminuye para todos los trabajadores durante la desinflación, el impacto de una política monetaria contractiva varía para cada tipo de trabajador. En países con una alta informalidad, una contracción monetaria reduce los ingresos de los trabajadores informales más que de los trabajadores formales. Al mismo tiempo, el shock monetario genera un cambio desde la formalidad hacia la informalidad. La variación en la respuesta del ingreso también depende del nivel de ingresos del trabajador. Si bien el ingreso disminuye para todos los trabajadores,

**CUADRO 4.1** ● Episodios de desinflación anteriores, países seleccionados

	Brasil		México		Colombia	
Tasa de política monetaria	2012-T4	2016-T3	2015-T3	2018-T4	2014-T1	2016-T2
	7,25	14,25	3,00	8,25	3,25	7,75
Tasa de inflación	2015-T4	2017-T3	2017-T4	2020-T2	2016-T2	2018-T2
	10,40	2,60	6,60	2,80	8,20	3,20
Tasa de desempleo	2013-T4	2017-T1	2017-T1	2020-T3	2014-T3	2017-T4
	6,30	13,90	3,40	5,20	8,40	8,80

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de Haver Analytics.

formales e informales, los trabajadores en el segmento más bajo de la informalidad sufren relativamente más que sus contrapartes formales.<sup>7</sup>

## Ajustes con la mirada puesta en los pobres

En los últimos años, el mercado laboral ha mejorado en comparación con los niveles de la pandemia. La mejora del mercado laboral ha ido acompañada de una menor pobreza y desigualdad en comparación con los máximos alcanzados en el auge de la crisis del COVID-19. Sin embargo, volver a las tendencias anteriores al COVID no es una meta satisfactoria. Los países de América Latina y el Caribe tienen que reanudar una tendencia a la baja de la pobreza y la desigualdad. Desafortunadamente, hacerlo no es un objetivo posible en un plazo inmediato. Las políticas económicas necesarias para reducir la inflación probablemente retrasarán la vuelta a esa senda.

¿Qué se puede hacer para evitar perder las mejoras en reducción de la pobreza y la desigualdad de los años posteriores a la pandemia mientras la región vuelve a una tendencia de crecimiento sostenible? Ahora más que nunca, la política fiscal debe centrarse en llegar a los sectores más pobres de la población para compensar por el impacto del ajuste que han sufrido. A la vez hay que asegurar que se lleve a cabo una consolidación fiscal que sea coherente con el ajuste monetario. La complejidad de este ejercicio de equilibrio es grande. Sin embargo, es necesario hacerlo y se puede lograr.<sup>8</sup>

Los subsidios a la energía y a los alimentos se deben focalizar en abordar los problemas de la pobreza y la desigualdad ante la presencia de shocks de los precios de los *commodities*. Promover la inversión en infraestructura, particularmente movilizandolos recursos del sector privado a través de la inversión pública, también es una política clave para reducir la pobreza y la desigualdad cuando hay restricciones fiscales. La evidencia muestra que la inversión en infraestructura, sobre todo cuando va acompañada de mecanismos para aumentar la eficiencia, tiene un impacto diferencial y mayor en los ingresos de los más pobres.<sup>9</sup>

Las políticas para mejorar el funcionamiento de los mercados laborales también son necesarias. Es crucial reducir los incentivos a la informalidad.<sup>10</sup> No hay un conjunto único de intervenciones; cada país debe definir la mejor combinación de políticas para su propia realidad. Estas incluyen: políticas que desvinculen los beneficios de la seguridad social de la condición de los trabajadores en el mercado laboral;<sup>11</sup> incentivos para encontrar mejores

<sup>7</sup> Ver Gomes *et al.* (2023) para un análisis de estas dinámicas en el caso de Brasil.

<sup>8</sup> Las expansiones horizontales (más beneficiarios) se puede complementar con las expansiones verticales que aumentan el valor de las transferencias monetarias para garantizar el consumo básico de alimentos (necesitan más ingresos).

<sup>9</sup> Ver Cavallo *et al.* (2020) y Cavallo y Powell (2019).

<sup>10</sup> Ver, por ejemplo, Cavallo *et al.* (2022).

<sup>11</sup> Ver Levy y Cruces (2021).



búsquedas de empleo, particularmente políticas para estimular la demanda agregada y utilizar la información pública; políticas de desarrollo productivo que se centren en incentivar la innovación y en desarrollar nuevas empresas en sectores clave; y mejores políticas laborales y de seguridad social que promuevan el desarrollo profesional exitoso para todos los trabajadores a lo largo de sus vidas, incluida la jubilación, y de esta manera contribuyan a la productividad y la equidad.



## CAPÍTULO 5

# Resistentes pero estresados: el estado de los mercados financieros

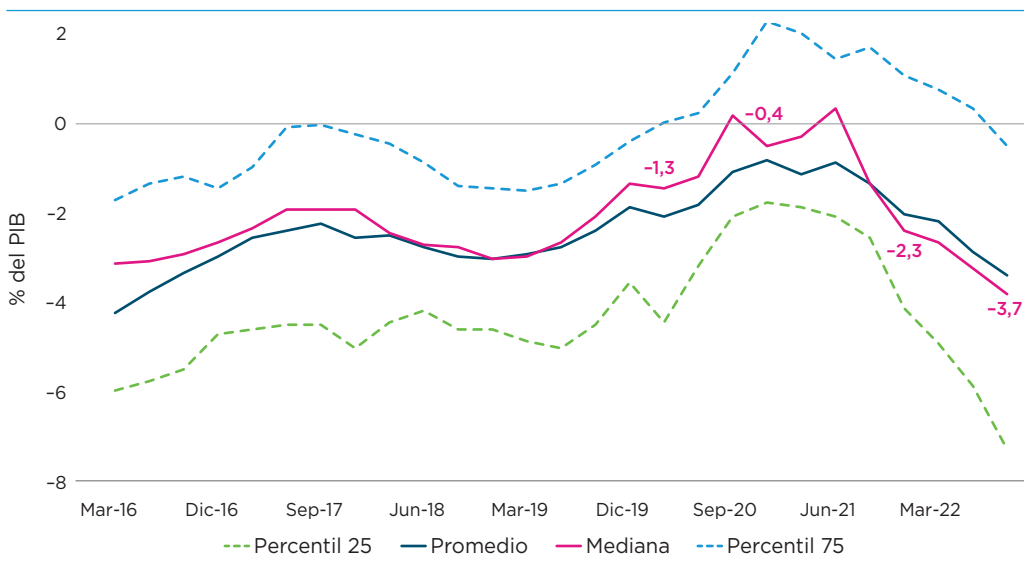
Los mercados financieros han estado sometidos a presiones desde el comienzo de la pandemia del COVID-19. Si bien hubo acceso al crédito externo a lo largo de la mayor parte de la pandemia, el crédito proporcionado por los sistemas financieros nacionales disminuyó durante 2021. En 2020, los ahorros aumentaron, había financiamiento externo ampliamente disponible y numerosos gobiernos y empresas financieras y no financieras los utilizaron para construir amortiguadores de liquidez. Desde mediados de 2021 hasta el segundo trimestre de 2022, tanto el financiamiento externo como el interno mostraron una dinámica de crecimiento más sólida. Sin embargo, esta tendencia se revirtió cuando aumentó la inflación, las tasas de interés internacionales y nacionales subieron, se materializaron los altos ratios de endeudamiento y los mercados financieros se volvieron más volátiles.

Este capítulo aborda los principales retos y riesgos potenciales a los que se enfrentan los mercados financieros internacionales y nacionales de América Latina y el Caribe. A pesar de los repetidos shocks, los mercados financieros siguen siendo resilientes. Sin embargo, tanto el financiamiento internacional como nacional enfrentan vulnerabilidades crecientes y las autoridades deben estar vigilantes para evitar perturbaciones.

### Amenazas para el financiamiento externo

Los acontecimientos globales asociados con la guerra en Ucrania, la inflación global y el aumento de las tasas de interés se combinaron para incrementar las necesidades de financiamiento de los países de América Latina y el Caribe. El déficit de la cuenta corriente en el país mediano aumentó del 2,3% en 2021 al 3,7% del PIB en el tercer trimestre de 2022 (Gráfico 5.1). Dicho déficit aumentó en la mayoría de los países de la región, con heterogeneidad en su magnitud.<sup>1</sup> El caso de los exportadores de *commodities* es notable; a pesar del aumento de las exportaciones de estos productos, el déficit de cuenta corriente

<sup>1</sup> Guyana queda excluida de todos los análisis en esta sección debido a sus recientes hallazgos de yacimientos de petróleo y la consiguiente transformación estructural.

**GRÁFICO 5.1** ● Resultado de la cuenta corriente

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de las Estadísticas de la Balanza de Pagos del FMI (BOPS) y de los bancos centrales.

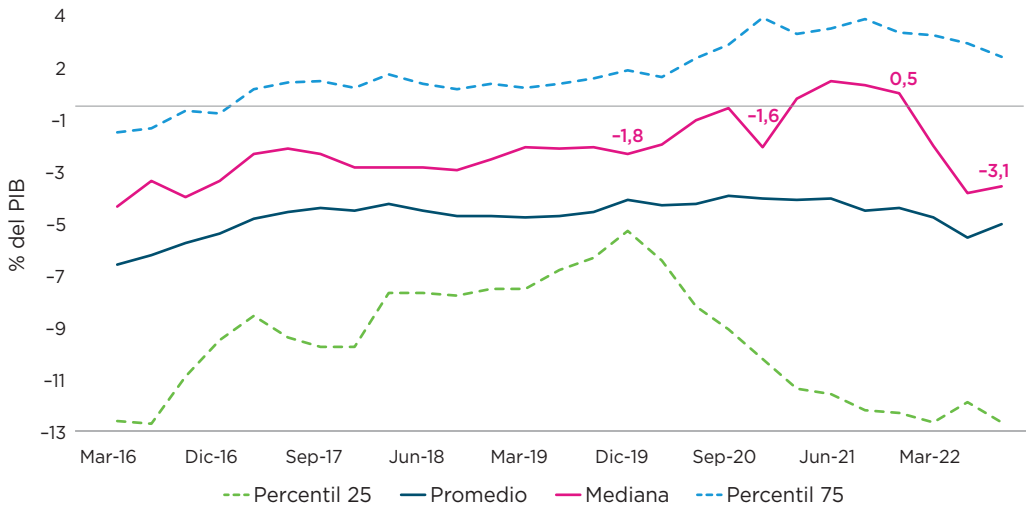
Nota: Los datos incluyen todos los países prestatarios del BID, excepto Barbados y Venezuela debido a la disponibilidad de información, y Guyana debido a una interrupción estructural en las series.

se amplió. Este aumento puede reflejar la subida de los precios de las importaciones, particularmente debido al incremento en los precios mundiales de los combustibles y los alimentos, el aumento de los costos de transporte y del pago de intereses debido a la respuesta global al brote inflacionario (ver Capítulo 2).<sup>2</sup>

El aumento del déficit de cuenta corriente en el país mediano estuvo acompañado del deterioro de la balanza comercial. Sin embargo, el comportamiento de la balanza comercial cambió más que el de la cuenta corriente. En particular, la balanza comercial se deterioró en los países dependientes del turismo durante 2021 y 2022 (coincidiendo con el percentil 25 en el Gráfico 5.2), mientras que los países exportadores de *commodities* tuvieron balanzas comerciales positivas en el mismo período (coincidiendo con el percentil 75 en el Gráfico 5.2).

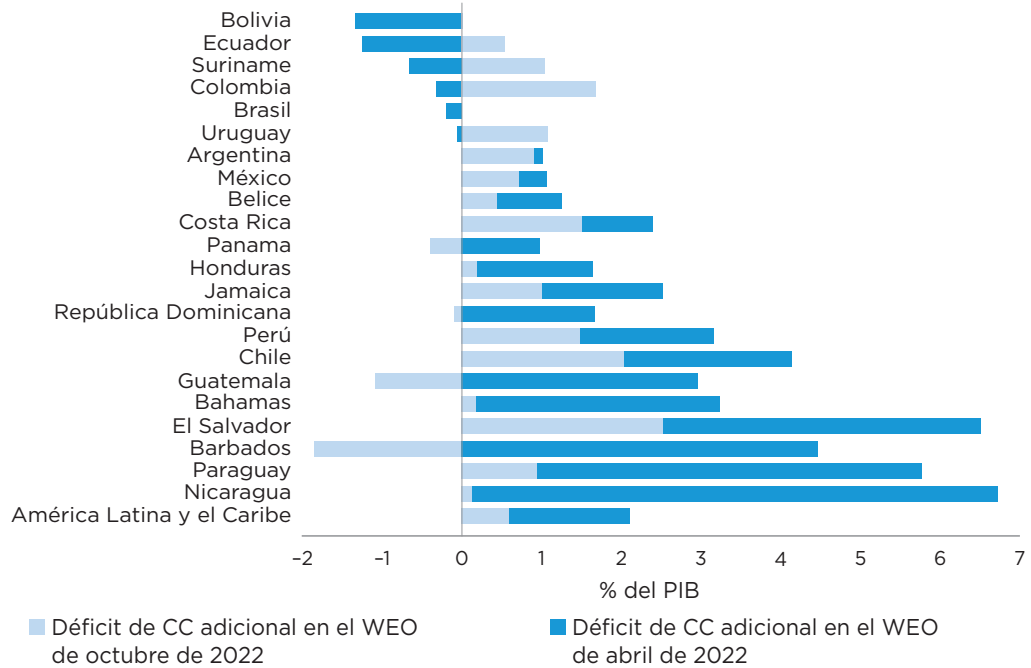
A medida que avanzó el año, aumentó la presión sobre la cuenta corriente, que en 2022 empeoró en toda la región. La invasión rusa de Ucrania cambió considerablemente las perspectivas de la cuenta corriente; según las previsiones, el déficit aumentaría en promedio 1,5 puntos porcentuales del PIB durante el año, sobre todo entre los importadores de petróleo, debido al impacto de la guerra en los precios de la energía y los alimentos (ver Gráfico 5.3). Las proyecciones se ajustaron al alza medio punto porcentual más tarde durante el año, debido al impacto del aumento de las tasas de interés. El shock inflacionario más grande y más largo de lo previsto en las economías avanzadas y

<sup>2</sup> Simultáneamente, la demanda de liquidez se incrementó considerablemente.

**GRÁFICO 5.2 • Balanza comercial**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de las Estadísticas de la Balanza de Pagos del FMI (BOPS) y de los bancos centrales.

Nota: Los datos incluyen todos los países prestatarios del BID, con la excepción de Barbados y Venezuela debido a la disponibilidad de información, y Guyana debido a la interrupción estructural en las series.

**GRÁFICO 5.3 • Variación en las previsiones de déficit de cuenta corriente en 2022**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del FMI (2022a) y FMI (2022b).

Nota: Los datos incluyen todos los países prestatarios del BID, excepto Barbados, Haití, Trinidad y Tobago y Venezuela debido a la disponibilidad de información, y Guyana debido a la interrupción estructural en las series. El gráfico muestra la variación en las previsiones de déficit de cuenta corriente que el FMI calcula dos veces al año para sus Perspectivas de la Economía Mundial (WEO). Las franjas más oscuras indican la diferencia entre la previsión inicial en abril de 2022 y la de octubre de 2021. Las franjas de color claro muestran la variación en la previsión de octubre de 2022 con respecto a la de abril de 2022.

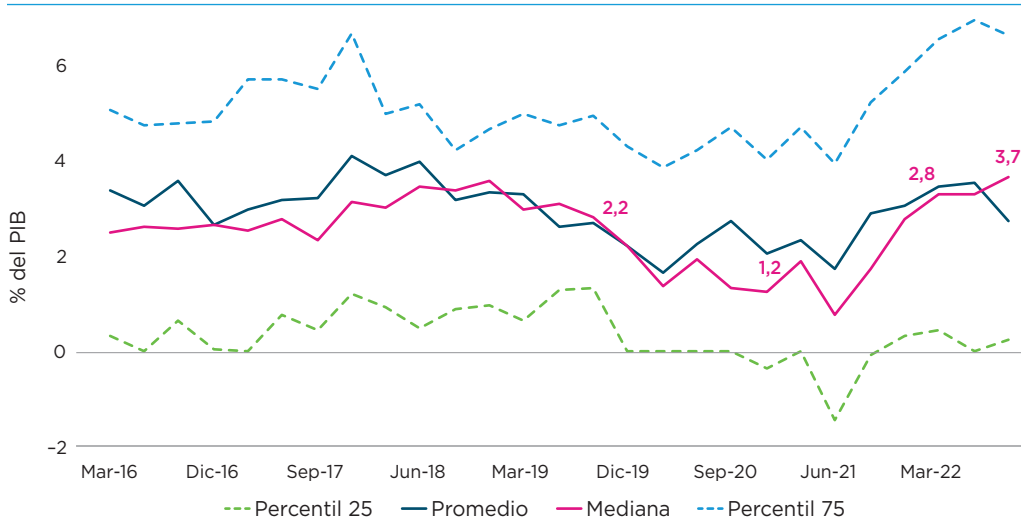
emergentes llevó a un endurecimiento de la política monetaria, redujo la liquidez global y aumentó las necesidades y el costo del financiamiento incluso entre los exportadores netos de *commodities*.

A medida que la actividad económica se desacelere en 2023 y que la inflación global disminuya, la presión sobre las tasas de interés podría disminuir, y el déficit de la cuenta corriente contraerse. El tamaño de esta contracción dependerá de la política macroeconómica. Si la política fiscal contribuye a reducir los diferenciales de riesgo, las tasas de interés de los países pueden ir a la par con las tasas globales, lo que relajaría la presión fiscal y externa.

Como contrapartida del déficit de cuenta corriente, el superávit de la cuenta financiera en el tercer trimestre de 2022 llegó a su nivel más alto desde 2015. El superávit mediano fue del 3,7% del PIB (ver Gráfico 5.4). Cabe destacar que, a pesar de las restrictivas condiciones financieras globales y el aumento de los diferenciales de riesgo, los mercados financieros se mantuvieron abiertos para la región. De hecho, los rendimientos soberanos promedio aumentaron alrededor de 3 puntos porcentuales durante 2022 (ver Gráfico 1.2).

En 2023, se prevé que las necesidades de financiamiento externo se contraerán en consonancia con la contracción prevista de la cuenta corriente.<sup>3</sup> Sin embargo, para

**GRÁFICO 5.4 • Balanza de la cuenta financiera**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de las Estadísticas de la Balanza de Pagos del FMI (BOPS) y de los bancos centrales.

Nota: Los datos incluyen todos los países prestatarios del BID, con la excepción de Barbados y Venezuela debido a la disponibilidad de información, y Guyana debido a la interrupción estructural en las series.

<sup>3</sup> Las necesidades de financiamiento pueden ser mayores dependiendo del calendario de amortizaciones de la deuda de los países o la materialización de más inversiones en países específicos que requieran un mayor financiamiento externo.

mantener el acceso al financiamiento externo, el fortalecimiento de la consolidación fiscal debe seguir siendo una prioridad para los hacedores de política (ver Capítulo 3).

La principal fuente de financiamiento externo de la región es la inversión extranjera directa (IED).<sup>4</sup> La mayor estabilidad de la IED en comparación con los flujos de cartera u otros flujos de inversión, y su resiliencia en tiempos de presiones globales es un punto favorable para la región en 2023. Sin embargo, incluso estos flujos relativamente estables están sujetos a una gran volatilidad, sobre todo en los países productores de *commodities* donde la IED está asociada con sectores de la producción de dichos productos y sigue de cerca sus precios. Si los precios de los *commodities* continúan con alta volatilidad, probablemente lo mismo ocurra con la IED.

Aun así, las necesidades de financiamiento externo generalmente superan los flujos previstos de la IED (Gráfico 5.5, Panel A). Si bien la IED seguirá siendo una fuente importante de financiamiento externo, y representando el 2% del PIB en el país mediano, se prevé que varios países recurrirán a otros tipos de flujos. Según las estimaciones del FMI,<sup>5</sup> la deuda multilateral será una fuente clave de financiamiento para varios países. Debido a la desaceleración de la actividad económica de la región, y al comportamiento tradicionalmente contracíclico de este tipo de préstamos,<sup>6</sup> se estima que la deuda multilateral cubrirá una parte de la disminución prevista de los flujos de capital privado (la deuda multilateral se registra en la otra categoría de inversión en el Gráfico 5.5, Panel B). Otras fuentes de financiamiento pueden seguir siendo relativamente escasas y volátiles. La inversión de cartera en la región, por ejemplo, ha sufrido una fuerte disminución desde 2021, después de la consolidación de las cuentas fiscales (ver Capítulo 3).

### ¿Preparados para un *sudden stop*?

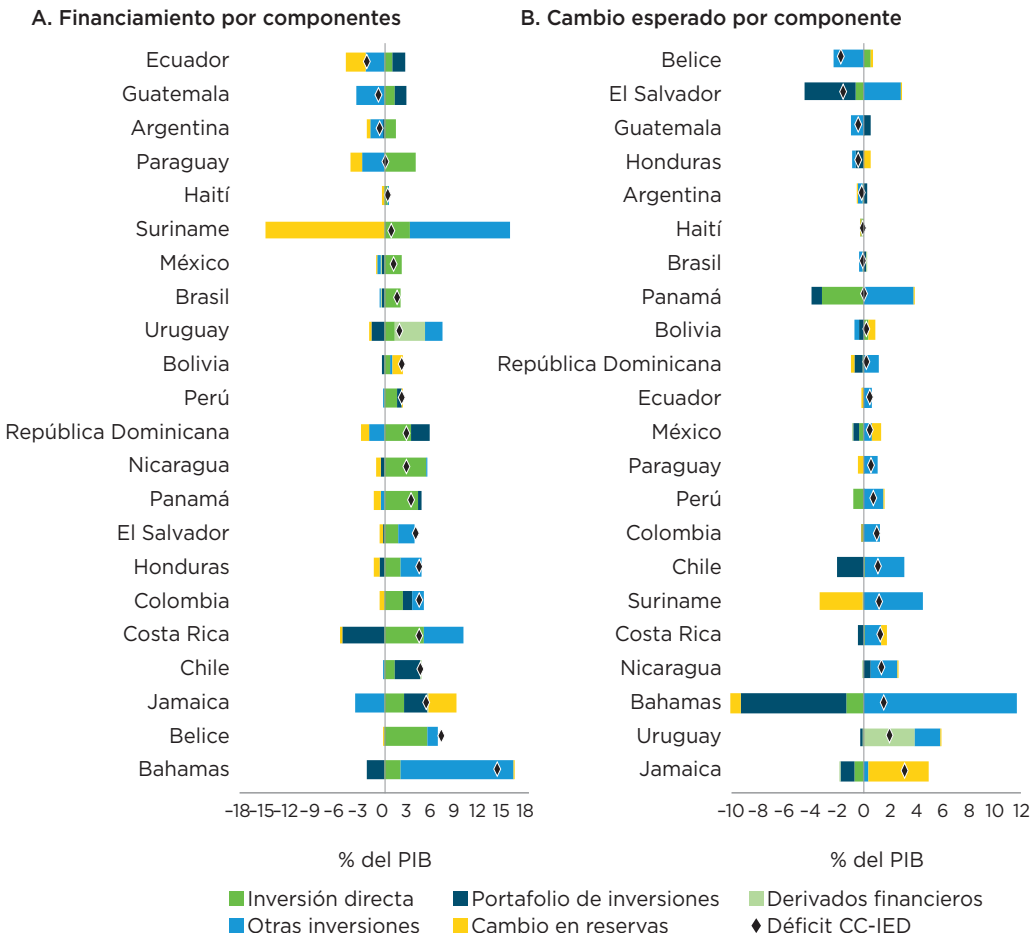
Las elevadas tasas de interés globales y las primas de riesgo traen consigo una mayor volatilidad de los flujos de capital y, por lo tanto, riesgos para el financiamiento de la cuenta corriente. La pregunta clave es si, como en el pasado, los períodos de inflación alta y las elevadas tasas de interés serán seguidas de episodios de estrés financiero en los mercados emergentes. La respuesta está asociada con la fortaleza de los fundamentales macroeconómicos. Durante la crisis financiera global de 2008, y más recientemente durante la crisis del COVID, los países de América Latina y el Caribe evitaron *sudden stops* de los flujos de capital gracias a sus fundamentales sólidos. El Cuadro 5.1 presenta indicadores domésticos clave definidos por la literatura como determinantes de la probabilidad de *sudden stops*: el balance fiscal y el de la cuenta corriente, el grado de dolarización de los pasivos y la

<sup>4</sup> Ver Cavallo *et al.* (2022).

<sup>5</sup> Ver FMI (2022b).

<sup>6</sup> Ver Powell y Valencia (2023).

**GRÁFICO 5.5 • Financiamiento externo, 2023**



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del FMI (2022b).

Nota: Barbados, Trinidad y Tobago y Venezuela quedan excluidos debido a la disponibilidad de datos, y Guyana debido a la interrupción estructural en las series.

disponibilidad de reservas de divisas.<sup>7</sup> Para evaluar la vulnerabilidad de la región ante un posible *sudden stop* en 2023, se comparan estos indicadores en 2022 con sus valores en 2007 y 2019.

Por un lado, el Cuadro 5.1 muestra que la región tiene una posición fiscal más débil en comparación con antiguos episodios de alta volatilidad, como se señala en el Capítulo 3. De la misma manera, el balance de la cuenta corriente ahora es mayor, lo que implica que las necesidades de financiamiento externo son también más elevadas. Si bien la posición fiscal se ha debilitado en todos los regímenes monetarios, en lo que se refiere a la balanza de cuenta corriente, el patrón es diferente. Las balanzas externas para los países pioneros en metas de inflación se han ajustado (0,5 puntos porcentuales del PIB desde 2019) mientras que han permanecido iguales o han aumentado en todos los otros grupos.

<sup>7</sup> Para un debate, ver Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (2021).



**CUADRO 5.1 • Indicadores líderes de *sudden stops* de América Latina y el Caribe**

(% del PIB)	Balance fiscal			Balance de cuenta corriente			Dolarización de pasivos*			Reservas		
	2007	2019	2022	2007	2019	2022	2007	2019	2022	2007	2019	2022
Pioneros en metas de inflación	-0,8	-2,7	-3,8	0,0	-3,5	-3,0	6,1	9,2	7,6	10,1	16,5	16,5
Más recientes en meta de inflación	0,0	-2,5	-3,2	-5,0	-0,9	-3,6	15,7	18,4	20,1	13,9	19,5	21,6
Intermedios	1,3	-3,7	-3,2	2,1	-1,1	-1,4	22,6	21,5	19,2	16,0	16,3	23,1
Tipo de cambio fijo	-0,2	-3,1	-4,0	-7,2	-2,6	-7,3	100	100	100	6,9	11,7	13,5
Mediana de la región	0,1	-2,9	-3,5	-0,9	-1,3	-3,2	19,1	19,0	19,5	12,9	16,3	17,1

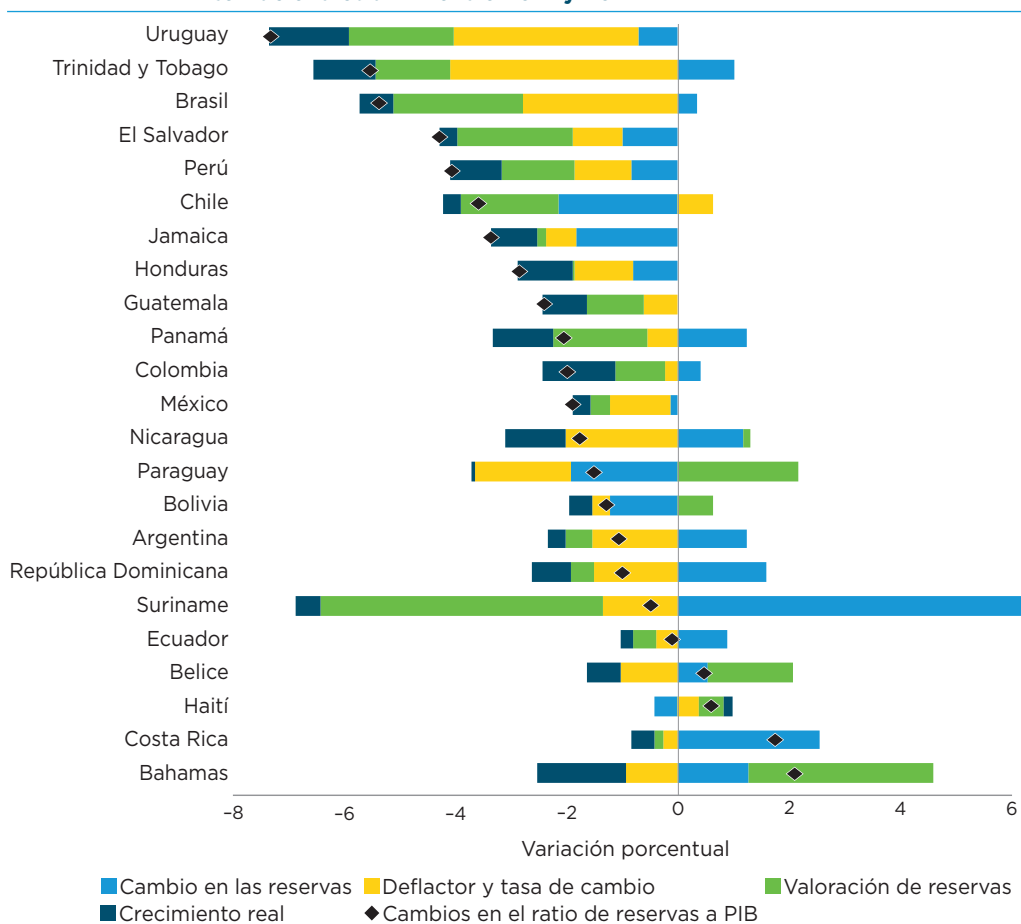
Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del FMI (2022b), IFS y fuentes nacionales.

Nota: Todos los valores recogidos son medianas. Se excluye Guyana, Barbados y Venezuela en todos los casos. Los países con metas de inflación son Brasil, Chile, Colombia, México y Perú; “los países con metas de inflación más reciente” corresponden a Costa Rica, Guatemala, Jamaica, Paraguay, República Dominicana y Uruguay; los países “intermedios” son Argentina, Bolivia, Haití, Honduras, Nicaragua, Suriname y Trinidad y Tobago; y los de “régimen fijo” corresponden a Bahamas, Barbados, Belice, Ecuador, El Salvador y Panamá. (\*) Los datos sobre la dolarización de pasivos están disponibles para Argentina, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago y Uruguay.

Por otro lado, la dolarización de los pasivos, en promedio, no ha presentado mayores cambios. Previa a la pandemia, la tendencia era a reducir la dolarización de los pasivos; esa tendencia se ha revertido en los últimos años en algunos países. Los niveles de dolarización han aumentado en los países que han adoptado recientemente el régimen de metas de inflación, un aspecto que las autoridades deberían monitorear. Además, las reservas internacionales han aumentado en todos los grupos monetarios con respecto a 2019, al igual que los ahorros —principalmente por la incertidumbre de la pandemia. Sin embargo, aunque las reservas superan sus niveles de 2019, el ratio de reservas internacionales a PIB se contrajo en la mayoría de los países con respecto a 2021 (ver Gráfico 5.6). En el país mediano, los factores que explican esta caída incluyen una disminución de 0,4 puntos porcentuales en la valuación de reservas, a 1 punto porcentual debido a la devaluación del tipo de cambio, 0,6 puntos porcentuales explicados por la caída del crecimiento económico real y un ligero 0,34 puntos porcentuales de aumento en la cantidad real de reservas, en consonancia con una demanda robusta de los ahorros.

En general, los riesgos externos están aumentando en numerosos países debido a la combinación de mayores necesidades externas y déficits fiscales más elevados que deben ser financiados. En los países donde los pasivos en moneda extranjera están creciendo, esto debe ser monitoreado y, allí donde no se han implementado, deberían adoptarse medidas para evitar descalces monetarios en los balances de las entidades y empresas financieras. La consolidación de las cuentas fiscales es un paso clave hacia el fortalecimiento de la posición externa de la región debido a la incertidumbre global predominante.

**GRÁFICO 5.6** ● Elementos que contribuyen al cambio en el ratio de reservas internacionales a PIB entre 2021 y 2022



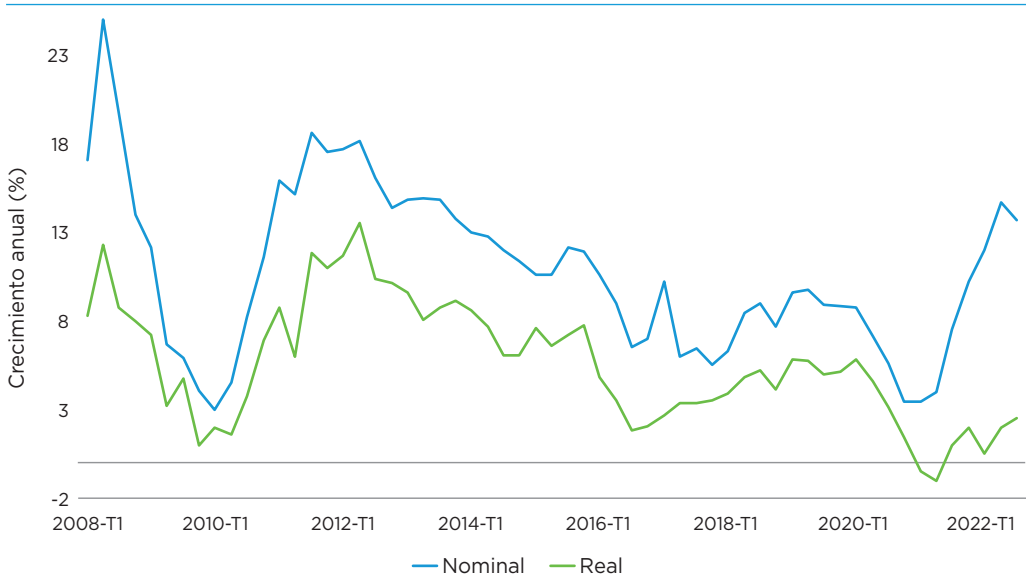
Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos del FMI (2022b) y bancos centrales.

Nota: Barbados, Trinidad y Tobago y Venezuela quedan excluidos debido a la disponibilidad de datos, y Guyana debido a la interrupción estructural en las series. “Valuación de reservas” se deriva implícitamente como la diferencia entre “variaciones en las reservas” y el cambio real en los stocks de reservas internacionales en dólares. El efecto “deflactor y de tipo de cambio” se deriva de la diferencia entre el crecimiento del PIB en dólares de Estados Unidos y el crecimiento del PIB real.

## En cámara lenta: el crédito y el sector financiero

A pesar del continuo acceso al financiamiento externo durante los años de la pandemia, el crecimiento del crédito financiero doméstico disminuyó, probablemente debido a una alta demanda de amortiguadores de liquidez y el ahorro. El crédito es un pilar clave para apoyar el crecimiento sostenible a mediano y largo plazo.<sup>8</sup> Las empresas y los hogares necesitan

<sup>8</sup> Los vínculos entre el financiamiento y el crecimiento económico son extensos. Levine (2005) y Buera, Kaboski y Shin (2011) presentan una revisión de la literatura, y un debate reciente para los mercados emergentes se puede encontrar en García-Escribano, Han y Cuevas (2015), que encuentran una relación positiva entre el crédito

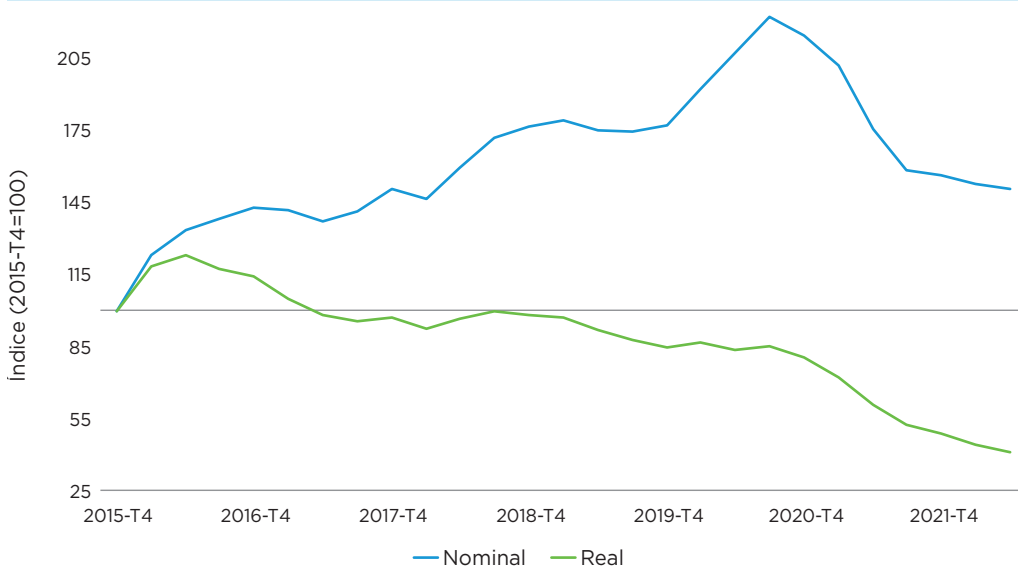
**GRÁFICO 5.7 • Crédito de las instituciones captadoras de depósitos al sector privado no financiero**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI y Haver Analytics. Nota: La muestra incluye Argentina, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tobago, y Uruguay. El gráfico recoge los valores medianos de los agregados económicos de los países incluidos en la muestra.

un sistema financiero sano para ayudarles a superar tiempos de perturbación económica. Durante el COVID, el crecimiento del crédito al sector privado no financiero en América Latina y el Caribe, proporcionado por el sistema financiero nacional, se desaceleró. La tasa de crecimiento real del crédito disminuyó desde los niveles promedio de 4,2% entre 2016 y el primer trimestre de 2020, a tasas negativas en los primeros dos trimestres de 2021. Desde septiembre de 2021, el crédito real se ha recuperado lentamente con una tasa de crecimiento promedio de 1,6% (ver Gráfico 5.7).<sup>9</sup> En términos nominales, el crédito también registró una desaceleración considerable durante la pandemia del COVID-19, desde tasas de crecimiento anuales promedio de casi 8% en los años anteriores a la pandemia a sólo el 4,7% en 2020 y 2021. A partir del último trimestre de 2021, el crédito nominal volvió a tasas de crecimiento por encima del 10%, una tendencia que continuó durante la mayor parte de 2022. En el tercer trimestre, a medida que la inflación y las tasas de interés volvieron a subir, el crédito comenzó a desacelerarse.

bancario y el crecimiento y exploran en detalle los canales a través de los cuales diferentes tipos de crédito (comercial o al consumo) influyen en el crecimiento. En Arcand, Berkes y Panizza (2015) se puede encontrar una discusión acerca de los límites del monto del financiamiento y el crecimiento.

<sup>9</sup> Se reportó una contracción del crédito real de 1,1% en el primer semestre de 2021. Ni siquiera durante la crisis financiera global de 2008-2009 se había contraído el crédito en términos reales en la muestra de los países recogidos en el gráfico.

**GRÁFICO 5.8 • Préstamos transfronterizos a corporaciones no financieras**

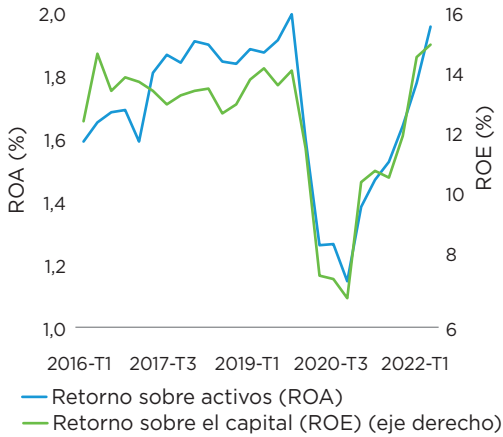
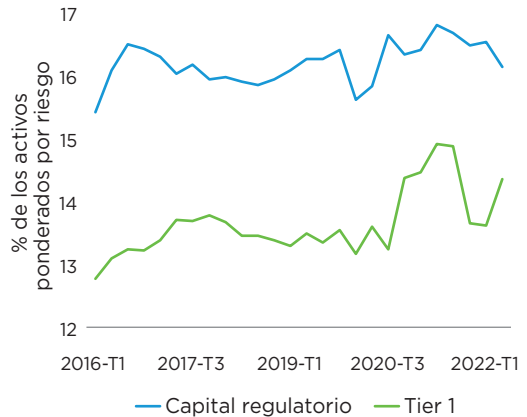
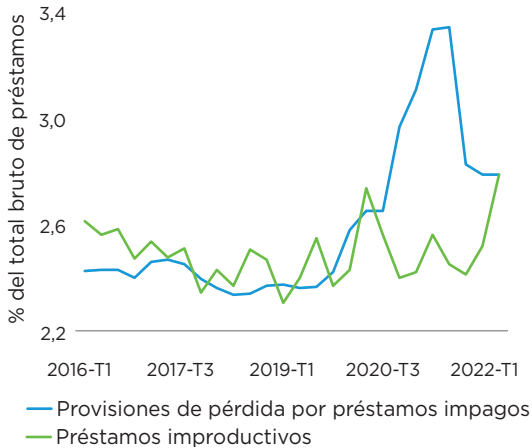
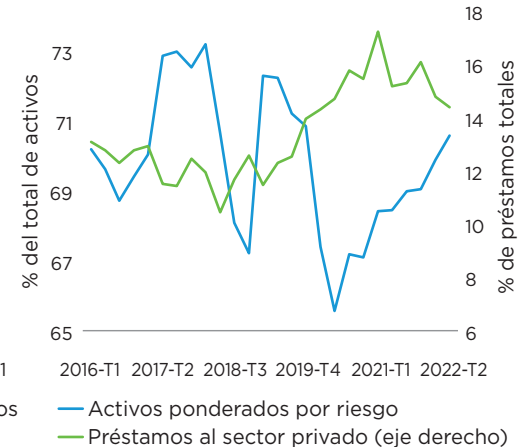
Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de Locational Banking Statistics del BPI (Banco de Pagos Internacionales).

Nota: La muestra incluye Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Trinidad y Tobago y Uruguay. El gráfico recoge los valores medianos de los agregados económicos de los países incluidos en la muestra.

Si bien el crédito proporcionado por el sector financiero nacional siguió fluyendo después del punto máximo de la pandemia, los préstamos transfronterizos o el crédito proporcionado por las instituciones financieras extranjeras a las empresas y hogares de la región no lo hicieron. Tanto en términos nominales como reales, este tipo de financiamiento se contrajo considerablemente durante el peor período de la pandemia del COVID-19 y siguió disminuyendo, aunque a un ritmo menor, durante 2021 (Gráfico 5.8). A medida que la creciente incertidumbre mundial y las tasas de interés se combinaron con un aumento de los diferenciales de la deuda soberana, las tasas de crecimiento de los préstamos extranjeros se estancaron en niveles negativos. Como consecuencia de la caída de los préstamos extranjeros, las empresas y los hogares en la región tuvieron menos crédito en comparación con los años anteriores a la pandemia.

### *Tendencias en indicadores financieros*

Asegurar un sistema financiero estable y sano es crucial para evitar una desaceleración de la actividad económica. El nivel elevado actual de las tasas de interés nacionales e internacionales tiene el potencial de provocar perturbaciones financieras y una correspondiente contracción económica. Al contrario de episodios anteriores, los sistemas bancarios en América Latina y el Caribe parecen estar bien preparados para superar los próximos

**GRÁFICO 5.9 • Indicadores bancarios****A. Rentabilidad****B. Ratios de adecuación de capital****C. Indicadores de riesgo de crédito****D. Composición de activos**

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de los Indicadores de Solidez Financiera del FMI y Haver Analytics para las medidas de rentabilidad, ratios de adecuación de capital, indicadores de riesgo de crédito y activos ponderados por riesgo. Para los créditos al sector público, las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.

Nota: La muestra incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú y Trinidad y Tobago. El gráfico recoge los valores medianos de agregados económicos de los países incluidos en la muestra.

shocks. La rentabilidad de los bancos, que había caído considerablemente durante el auge del COVID, pero que se mantuvo notablemente en territorio positivo, ahora vuelve a los niveles anteriores a los de la pandemia (Gráfico 5.9, Panel A). Los ratios de adecuación de capital, una medida de los amortiguadores disponibles para lidiar con pérdidas imprevistas, se mantienen por encima de los requisitos regulatorios (Gráfico 5.9, Panel B). A medida que las economías de la región se han ralentizado, los préstamos no rentables están aumentando (Gráfico 5.9, Panel C). Este comportamiento es natural dado que el riesgo de crédito tiende a seguir al ciclo de negocios. Durante la pandemia del COVID no se registró un aumento de los préstamos no rentables debido a medidas de tolerancia regulatoria destinadas a

impedir que la pandemia tuviera un efecto más perjudicial en la estabilidad financiera. Sin embargo, durante la peor parte de los años del COVID los bancos aumentaron sus niveles de provisiones para lidiar con el impacto potencialmente permanente de la pandemia en la calidad del crédito. A medida que las economías se recuperaron, las provisiones por préstamos morosos volvieron a sus niveles anteriores a la pandemia.

Una de las características distintivas de los balances de los bancos cuando comenzó la pandemia del COVID-19 fue un cambio brusco hacia la tenencia de activos del sector público. Esto generó una reducción de los activos ponderados por riesgo dado que los bonos del Estado tienen una ponderación de riesgo regulatorio baja o nula y porque aumentaron las tenencias de activos del sector público en los activos totales de los bancos (Gráfico 5.9, Panel D). A medida que las economías se recuperaron en 2021 y 2022, el porcentaje de activos del sector público en relación con los activos totales disminuyó y los activos ponderados por riesgo, correspondientemente, aumentaron. Este patrón concuerda con el crédito más dinámico al sector privado (Gráfico 5.7). Sin embargo, el hecho de que los activos ponderados por riesgo están creciendo más rápidamente que lo que los activos del sector público están disminuyendo, puede sugerir que las percepciones de riesgo del crédito privado ahora son mayores, una característica compatible con la desaceleración prevista de la actividad económica. Para complementar la visión derivada de los indicadores de las hojas de balance, el Recuadro 5.1 presenta una estimación alternativa de riesgo basado en valuaciones de mercado.<sup>10</sup>

### RECUADRO 5.1 • Estimación de la escasez de capital

Se puede inferir una estimación de los riesgos bancarios subyacentes a partir de la valuación de mercado de los bancos. Los precios de mercado son un mecanismo útil para construir indicadores de riesgo del sistema bancario en tiempo real. Estas medidas se vieron sometidas a escrutinio después de la crisis financiera global, dado que fueron incapaces de responder lo suficientemente rápido al impacto del riesgo de productos no transparentes estructurados y transacciones derivadas. Se podría sostener que son más idóneas en la situación actual, cuyos riesgos potenciales se deben más a problemas de crédito que se mueven más lentamente. Utilizando modelos de riesgo basados en la teoría de precios de opciones, Perraudin, Powell y Yang (de próxima publicación) estiman la probabilidad de escasez de capital de los bancos en un subconjunto de bancos grandes de la región que cotizan en bolsa. Las estimaciones suponen que un banco entraría en impago cuando su ratio de activos/pasivos alcance un determinado umbral.

Para calcular la probabilidad de escasez de capital, la estimación requiere datos de la capitalización del mercado de los bancos y su volatilidad, el valor de los pasivos de los bancos que se suponen constantes al nivel del último balance reportado, las tasas de interés y un plazo especificado para un posible impago. Utilizando una muestra de 1.122 bancos en 87 países, suponiendo

*(continúa en la página siguiente)*

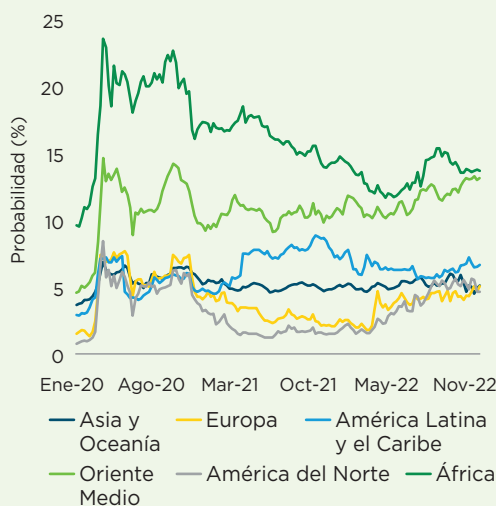
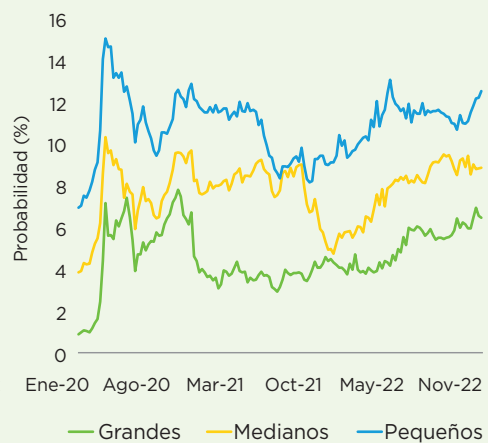
<sup>10</sup> Las moratorias de los préstamos y las políticas de reperfilamiento de los créditos adoptadas a comienzos de la pandemia del COVID-19 han expirado en casi todos los países en la región. Sin embargo, allí donde se han prolongado, los indicadores de las hojas de balance pueden ocultar el verdadero nivel de riesgo que subyace a la actividad financiera.

**RECUADRO 5.1 • Estimación de la escasez de capital**

un umbral del 97% por debajo del cual el valor de los activos en relación con los pasivos llevaría a una situación de impago, y un horizonte de cinco años, el Gráfico 5.1.1 recoge la probabilidad promedio de deficiencias de capital para bancos agrupados por regiones del mundo en el Panel A, y para América Latina y el Caribe por tamaño del banco en el Panel B.

Cuando se declaró la pandemia en marzo de 2020 y surgió una segunda ola hacia finales de ese año, la probabilidad de escasez de capital aumentó en todo el mundo. Durante 2021, está probabilidad disminuyó. En numerosas regiones, la probabilidad de déficit de capital cayó hasta niveles casi prepandémicos, pero no sucedió lo mismo en América Latina y el Caribe o en África. En 2022, a medida que las tasas de interés aumentaron y las perspectivas de crecimiento comenzaron a deteriorarse, las probabilidades de impago aumentaron en la mayoría de las regiones del mundo, sobre todo en Europa, América del Norte y América Latina y el Caribe. En América Latina y el Caribe, las probabilidades de escasez de capital bancario acabaron 2022 cerca al punto máximo registrado durante la pandemia.

Como era de prever, la probabilidad de escasez de capital varía ampliamente en diferentes tipos de bancos. En América Latina y el Caribe, las diferencias entre bancos de diferentes tamaños son notables (ver Gráfico 5.1.1, Panel B). La probabilidad de una deficiencia de capital es dos veces mayor en los bancos más pequeños que en los más grandes. Durante 2022, la probabilidad aumentó en bancos de todos los tamaños, pero la tasa de crecimiento es más pronunciada en bancos de tamaño más pequeño. Puede que esta diferencia refleje una mayor percepción de la materialización del riesgo de crédito, particularmente en estas instituciones. Lo más probable es que una caída de la valuación de mercado de las acciones o un aumento de su volatilidad pueda, a su vez, reflejar una mayor probabilidad de préstamos improductivos. Dadas estas tendencias y niveles, a las autoridades les convendrá monitorear todos los indicadores de riesgo del sector bancario en los próximos meses.

**GRÁFICO 5.1.1 • Probabilidad de escasez de capital****A. Por región****B. América Latina y el Caribe: por tamaño bancario**

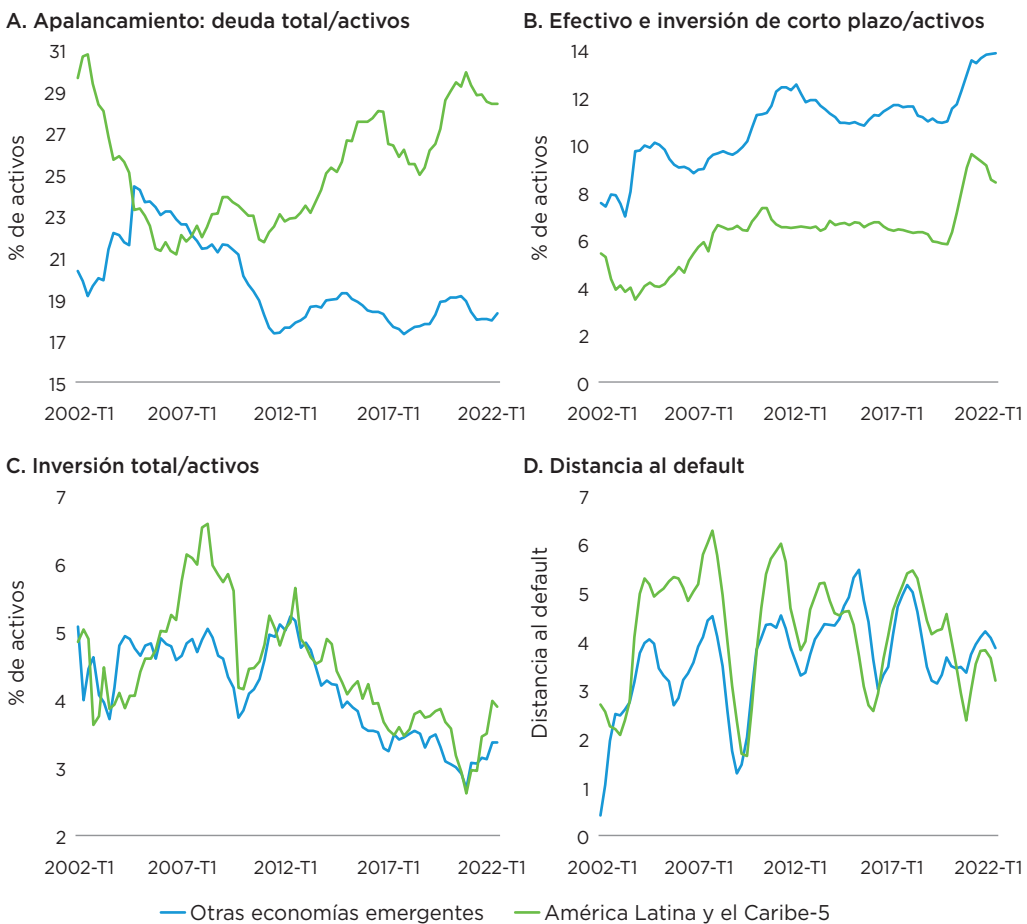
Fuente: Perraudin, Powell y Yang (de próxima publicación).

Nota: Las cifras describen el promedio ponderado de los pasivos de bancos seleccionados de la probabilidad de déficit de capital después de la aplicación de un modelo como el de Merton (1974). El Panel A recoge los promedios ponderados para los bancos en países en cada región, y el Panel B para los bancos en América Latina y el Caribe según el tamaño del banco. Los bancos pequeños son aquellos que poseen menos de USD 10.000 millones en pasivos, y los bancos grandes son aquellos que poseen más de USD 50.000 millones. Los bancos medianos se sitúan entre medio.

## Mayor riesgo y menor inversión en el sector corporativo

El sector corporativo en América Latina y el Caribe emergió de la pandemia con altos niveles de deuda en comparación con promedios históricos y otras economías emergentes (Gráfico 5.10, Panel A). De hecho, durante la primera mitad de 2022, la empresa mediana en América Latina y el Caribe tenía un ratio de deuda total a activos del 28%, es decir, cerca de 12 puntos porcentuales más que la empresa mediana en otras economías

**GRÁFICO 5.10** ● Vulnerabilidades al alza en las hojas de balance del sector corporativo no financiero



Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de Refinitiv.

Nota: Los gráficos muestran el valor mediano de la variable respectiva en empresas para cinco países en América Latina y el Caribe: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Todas las cifras se expresan en porcentaje de activos totales y calculados como promedios móviles a lo largo de cuatro trimestres. La deuda total en el Panel A abarca sólo las obligaciones de la deuda con deuda pendiente con intereses, mientras que el efectivo en el Panel B incluye efectivo disponible e inversiones a corto plazo. La tasa de inversión en el Panel C se mide como gastos de capital bruto en relación con el total de activos. El Panel D ilustra el número de desviaciones estándar a la quiebra; la distancia de impago es una medida de riesgo corporativo que desarrollada en Merton (1974). El período de la muestra abarca desde el primer trimestre de 2002 hasta el segundo trimestre de 2022.



emergentes. Esta tendencia es congruente con las cifras de crecimiento del crédito al sector privado (Gráfico 5.7). El escenario es preocupante dado el endurecimiento de las condiciones financieras a las que se enfrentó la región en 2022 y la desaceleración de la actividad económica prevista para 2023.

El alto nivel de incertidumbre de comienzos de la pandemia llevó a las empresas a acumular montos sin precedentes de activos líquidos como medida preventiva (ver Gráfico 5.10, Panel B) a expensas de las inversiones en capital físico (ver Gráfico 5.10, Panel C). Además de esta conducta conservadora, los gobiernos apoyaron el importante aumento del ratio de efectivo a activos desplegando grandes paquetes fiscales para sostener las finanzas de las empresas y evitar grandes quiebras durante la pandemia (ver Cavallo y Powell, 2021).

Aunque el sector corporativo de la región todavía está altamente endeudado y se enfrenta a altos riesgos, el retorno de los activos de la empresa mediana que cotiza en bolsa en América Latina y el Caribe se ha recuperado y superó sus niveles prepandémicos en 2022 (ver Cuadro 5.2). Además, los beneficios promedio en América Latina y el Caribe han aumentado desde la pandemia, mientras que se han estancado en otros sectores corporativos de economías emergentes. Los beneficios de las empresas aumentaron en los cinco países en la muestra, y el sector corporativo de Perú disfrutó de un aumento notable de 1,8 puntos porcentuales en relación con la situación anterior al COVID-19. En parte, la resiliencia de las tasas de beneficios se debe a la recuperación de la actividad económica y la demanda agregada durante 2022.

### CUADRO 5.2 • Fundamentales de las empresas en América Latina y otras economías emergentes

	Precrisis 2018T4-2019T3	COVID-19 2020T1-2020T4	Poscrisis 2021T3-2022T2
<b>Rendimiento de los activos</b>			
América Latina y el Caribe-5	3,3	2,4	4,6
Otras economías emergentes	3,2	2,9	3,5
<b>Apalancamiento</b>			
América Latina y el Caribe-5	27,9	30,0	28,4
Otras economías emergentes	18,7	18,6	18,1
<b>Distancia al default</b>			
América Latina y el Caribe-5	4,2	2,4	3,1
Otras economías emergentes	3,1	3,1	3,7

Fuente: Cálculos del equipo BID basados en datos de datos de Refinitiv.

Nota: En primer lugar, se calcula el valor mediano por trimestre y luego se obtiene una media sencilla de las medianas a lo largo de los períodos. "América Latina y el Caribe-5" corresponde a datos de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, mientras que "otras economías emergentes" corresponde a otros países emergentes que excluyen a América Latina y el Caribe. El retorno sobre los activos es el ingreso neto en relación con los activos. El apalancamiento es el total de la deuda en relación con los activos. La distancia al impago es una medida del riesgo corporativo utilizando el marco de Merton (1974).

Por el lado del riesgo, el apalancamiento de las empresas (ratio de deuda total a activos) es mayor que antes de la pandemia (a diferencia de otras economías emergentes) y mayor que en otras economías emergentes (28,5% vs. 17,8%). Un alto apalancamiento crea más dificultades para las empresas dado que tiende a dañar las inversiones mediante un efecto de sobreendeudamiento (ver Powell y Valencia, 2023), que sólo puede empeorar, dados los costos más altos de los préstamos después del aumento de las tasas de interés en todo el mundo.

Además, las empresas en la región se enfrentan a un mayor riesgo de impago que otras economías emergentes, y mayor que en su período anterior a la crisis.<sup>11</sup> Este elevado nivel de riesgo es generalizado en diferentes sectores económicos. La empresa mediana en todas las industrias, con la excepción de la minería, se enfrenta a un mayor riesgo de impago de la deuda que antes de la pandemia. El espectro del impago es otro factor que frena la inversión física en la región. Es probable que la recuperación de la minería esté relacionada con el aumento de los precios internacionales de los *commodities*.

Los recientes desarrollos en el sector corporativo de América Latina y el Caribe muestran que los altos niveles de deuda y riesgo que las empresas acumularon durante la pandemia todavía tienen que disminuir. La inversión cayó bruscamente a comienzos de la pandemia y el proceso de recuperación ha sido lento. A pesar de numerosas señales de una recuperación lenta e incompleta, donde la distancia de impago ha disminuido y el apalancamiento ha aumentado, la noticia positiva es que el retorno sobre los activos de las empresas que cotizan en bolsa ha comenzado a aumentar. Sin embargo, el panorama global para 2023, que incluye el alto costo de los créditos y la posibilidad de una desaceleración de la actividad económica en todo el mundo, puede retrasar la recuperación de la inversión privada.<sup>12</sup>

## Recomendaciones de política

El aumento de la inflación global, con la consiguiente subida de las tasas de interés, y un viraje hacia una gestión de portafolios de inversión más conservadora en el contexto de una fuerte incertidumbre geopolítica, tensionó los mercados financieros en las economías emergentes. Si bien el capital extranjero siguió fluyendo, su costo aumentó notablemente. Los rendimientos del EMBI de la región aumentaron de 5,5% a 8,5% durante 2022. A medida

<sup>11</sup> La medida de la distancia al impago es definida por Merton (1974) y una cifra más alta indica una mayor distancia al impago, mientras que un número más cercano a cero indica que las empresas se acercan más al impago.

<sup>12</sup> Un aspecto clave es si las empresas serán capaces de reconstruir sus stocks de capital. Los activos fijos totales de las empresas son menores dado que las empresas no invirtieron demasiado durante la pandemia, pero se observa una heterogeneidad entre los sectores (ver Powell y Rojas Suárez, 2022). Si bien todas las empresas actualmente tienen menos activos fijos, aquellas que sufrieron menos del shock negativo, sobre todo por la vía de sus ingresos, tienen una probabilidad mayor de poder reconstruir su inversión.

que las economías en todo el mundo se desaceleran, las necesidades de financiamiento en los países de América Latina y el Caribe pueden disminuir, reduciendo la vulnerabilidad ante un posible *sudden stop* en los mercados de capital. Sin embargo, para reducir las vulnerabilidades, los países tienen que consolidar sus posiciones fiscales.

Una fuente de preocupación es la tendencia creciente de dolarización de los pasivos en algunos países. Si bien esto puede reflejar que los mercados de capital se están expandiendo, con todos los beneficios potenciales para el crecimiento de la productividad que trae consigo, se requiere un monitoreo estrecho para evitar descalces monetarios, que podrían llegar a perjudicar a las empresas financieras y no financieras frente a fluctuaciones en los tipos de cambio. Debería implantarse una regulación prudencial para mitigar esta preocupación.

La recuperación del crédito en la región ha sido frágil, como se observa claramente en los informes de estabilidad financiera de los bancos centrales.<sup>13</sup> Las autoridades entienden que los riesgos asociados con factores externos están aumentando. Los informes de estabilidad financiera destacan que estos riesgos podrían influir en el costo de los créditos, en la actividad económica y la solvencia de los acreedores, particularmente en los créditos de consumo, las hipotecas y los segmentos corporativos más pequeños; sin embargo, también sugieren que las instituciones financieras están bien capitalizadas y bien provisionadas para aguantar los riesgos con seguridad.

Uno de los retos para la región es cómo aumentar el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas. A pesar de los bajos niveles de deuda, el acceso al crédito para este segmento está notablemente restringido.<sup>14</sup> Las autoridades deberían diseñar programas que discriminen mejor y promuevan la recuperación de los niveles de activos fijos anteriores al COVID y la inversión en las nuevas tecnologías necesarias para adaptarse a la digitalización. Además, deberían tener en cuenta un conjunto más amplio de opciones de financiamiento.<sup>15</sup>

Es crucial mantener la estabilidad general del sector financiero para asegurar que los problemas potenciales que surgen debido a bancos débiles no generen problemas sistémicos. Las autoridades deben estar alertas a todo el espectro de riesgos potenciales. La incertidumbre sigue siendo alta y los riesgos potenciales acechan. Puede que los indicadores tradicionales de las hojas de balance no proporcionen una evaluación precisa del riesgo. En estas circunstancias, los sistemas de pruebas de estrés a nivel de los bancos individuales constituyen una herramienta de supervisión valiosa. Si bien numerosos países implementan pruebas de estrés para anticiparse a los eventos macroeconómicos y sistémicos, las pruebas de estrés también pueden contribuir a identificar instituciones

---

<sup>13</sup> Ver, por ejemplo, Banco Central do Brasil (2022), Banco Central de Chile (2022), Banco de la República (2022), Banco de México (2022) y Banco Central de la Reserva del Perú (2022).

<sup>14</sup> Ver Powell y Valencia (2023) y Cavalcanti *et al.* (2021).

<sup>15</sup> Ver Powell y Rojas-Suárez (2022) para un debate.

que se enfrentan a circunstancias inhabituales y permitir a los supervisores diseñar planes específicos para superar situaciones de perturbación o, cuando sea necesario, idear una estrategia de recuperación robusta.<sup>16</sup> Proporcionar más información en relación con estos planes para complementar los indicadores actuales de las hojas de balance también puede aumentar la confianza entre los inversores y otros agentes que buscan información más confiable en estos tiempos inciertos.

---

<sup>16</sup> El Pilar II de Basilea (incluido en Basilea III) permite a los supervisores requerir capital adicional dependiendo de los resultados de las pruebas de estrés.

## CAPÍTULO 6

# Retos y oportunidades

Cuando la región aún se estaba recuperando de la pandemia del COVID-19, la guerra de Rusia en Ucrania perturbó numerosos mercados y generó nuevas dificultades. Con la guerra, las perspectivas de crecimiento regional y global se desplomaron y los costos financieros aumentaron. Aun así, para América Latina y el Caribe 2022 fue un año mejor de lo esperado. En abril de 2022, el FMI proyectó un crecimiento de 2,5% para el año. Posteriormente corrigió al alza su proyección hasta 3,5% en octubre, y las estimaciones actuales sugieren que ese crecimiento fue de 3,9%.

La inflación aumentó en todas partes en 2022, y la región no fue una excepción. La tasa de inflación anual para el país mediano de América Latina y el Caribe llegó a 9,6% en julio de 2022, la más alta desde la crisis financiera global en 2008. Y este fue el patrón en todos los países de América Latina y el Caribe, independientemente de sus regímenes de política monetaria. Este comportamiento de los precios reflejó el aumento de los precios de los *commodities* y de los fertilizantes, las restricciones en las cadenas de suministros y la demanda represada durante la crisis del COVID-19. Como consecuencia, los bancos centrales aumentaron las tasas de interés en más de 500 puntos básicos durante el año.

Los niveles de pobreza y desigualdad volvieron a los anteriores a la pandemia a medida que mejoraron las condiciones del mercado laboral. Hacia septiembre de 2022, el empleo había superado los niveles previos a la pandemia. Una pregunta crucial es si estas mejoras se mantendrán si la inflación y la incertidumbre sobre las perspectivas económicas siguen siendo elevadas. Dado que el crecimiento económico es el principal determinante de la reducción de la pobreza, los hacedores de políticas deberán enfocarse en medidas para minimizar los impactos de la desaceleración económica en el corto plazo y en reformas para impulsar el crecimiento de la productividad en el mediano y largo y plazo.

El proceso de consolidación fiscal en la región continuó en 2022, y los balances fiscales volvieron a sus niveles de antes de la pandemia. Como resultado, se estima que el déficit primario en 2022 sea sólo del 0,4% del PIB, cuando en 2020 llegó al 4,8% del PIB y al 1% en 2019. Además, la deuda bruta disminuyó del 71% del PIB en 2020 al 64% hacia finales de 2022; sin embargo, sigue siendo más alta que antes de la pandemia (57% del PIB) y de lo que se estima son niveles de deuda prudentes (54% del

PIB).<sup>1</sup> En el futuro, se prevé que la tendencia descendente se revertirá ligeramente a medida que las tasas de interés aumenten y el crecimiento disminuya; hacia 2026, los ratios de deuda podrían llegar al 67% del PIB. Por lo tanto, se recomienda adoptar políticas que fortalezcan la consolidación fiscal.

Desde el peor periodo de la pandemia, la mayoría de los países han tenido buen acceso al financiamiento externo de fuentes privadas y multilaterales. Sin embargo, el segundo trimestre de 2022 marcó el comienzo de un giro negativo en respuesta al aumento de la inflación, de las tasas de interés internacionales y nacionales, de la materialización de altos ratios de deuda y a que los mercados financieros se volvieron más volátiles. Como resultado, en 2022, los rendimientos del EMBI en la región aumentaron del 5,5% al 8,5%. Aun así, en el primer mes de 2023, los gobiernos regionales emitieron un nivel excepcional de bonos. A medida que las economías se desaceleren y las cuentas corrientes se contraigan, las necesidades de financiamiento en los países de América Latina y el Caribe podrían disminuir, lo que reduciría la exposición a *sudden stops* en los flujos de capital. Sin embargo, los gobiernos deben consolidar sus posiciones fiscales y lidiar con la dolarización de los pasivos para minimizar vulnerabilidades.

Las perspectivas para 2023 presentan retos y oportunidades. Las perspectivas del crecimiento mundial son más débiles y, dada la necesidad de los bancos centrales en todo el mundo de controlar la inflación, las tasas de interés globales se mantendrán elevadas. Como consecuencia, los países de América Latina y el Caribe se enfrentarán a un año de demanda global deprimida —compensado en parte por la reapertura de China después de sus severos confinamientos relacionados con el COVID— y a altos costos de financiamiento. Además, puede que los costos de financiamiento sigan aumentando en los países que aún se esfuerzan en estabilizar la inflación. Esta combinación puede contribuir a una desaceleración del crecimiento. Puede que el futuro sea aún más sombrío si el crecimiento es menor de lo previsto y las tasas de interés aumentan más. Sin embargo, en este escenario, los países en la región todavía tienen espacio para que las políticas puedan maniobrar y evitar contracciones económicas profundas.

En la mayoría de los países, la inflación ha comenzado a mostrar señales de desaceleración. Sin embargo, seguirá situándose por encima de la meta al menos hasta 2024, y las tasas de interés de la política monetaria se mantendrán por encima de sus niveles neutrales. Los bancos centrales se esforzarán en mantener las expectativas de inflación ancladas y seguirán una política monetaria estricta hasta que las expectativas se alineen con las metas. Un desanclaje de las expectativas sería muy oneroso en el futuro. Aunque las tasas de política monetaria han tenido un impacto mucho mayor en la reducción de la inflación que en perjudicar el crecimiento y los mercados laborales, existe una disyuntiva.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Ver Powell y Valencia (2023).

<sup>2</sup> Ver Powell (2016).

Para mitigar los efectos potenciales, la política monetaria tiene que respaldarse en políticas fiscales y económicas consistentes. En este contexto, la independencia de los bancos centrales es crucial y una prioridad para controlar la inflación.

La política fiscal tiene que consolidarse y alcanzar déficits y ratios de deuda más bajos para mejorar la eficiencia de la política monetaria. La mejora de las instituciones fiscales contribuye a reducir el riesgo de crédito soberano, que genera reducciones de la tasa neutral de interés. También otorga a los bancos centrales más espacio para reajazar las tasas de interés de la política monetaria y limitar las disyuntivas en términos de actividad económica. La consolidación fiscal además contribuye a disminuir la presión sobre la demanda agregada. A través de estos canales, contribuye a alinear la inflación y las expectativas de inflación con sus metas. Sin embargo, la consolidación de las cuentas fiscales es difícil y exige implementar políticas complejas. Reducir las tasas de la política monetaria también impulsa a la baja las tasas de los bonos públicos, si el riesgo soberano no aumenta, contribuyendo así a la consolidación fiscal.

El fortalecimiento de las posiciones fiscales y la reducción de la deuda a niveles prudentes exige una combinación de medidas que varían según la situación específica y las características de cada país. Sin embargo, la mayoría de los países necesitan políticas para aumentar la eficiencia del gasto y la recaudación de ingresos tributarios, mejorar las instituciones fiscales y gestionar adecuadamente la deuda.

La eficiencia en el gasto se puede lograr mediante una mejor focalización de las transferencias y subsidios, y estrategias para mejorar la calidad de la inversión pública. Estas políticas también promueven un uso progresivo del gasto público, que contribuye a proporcionar una red de seguridad para los pobres, y a un mayor crecimiento de largo plazo por la vía de mejoras de la productividad. Además, en la actual coyuntura de inflación alta, los ajustes salariales deberían seguir la inflación esperada más que la inflación observada para reducir el riesgo de aumentos de gastos inflexibles en el futuro.

Por el lado del ingreso, numerosos países están planeando reformas tributarias en los próximos dos o tres años. Al planear una reforma, el foco debería centrarse en ampliar la base tributaria y reducir la evasión de impuestos y el fraude tributario. Además, promover la progresividad de la estructura tributaria es crucial. Un impuesto negativo sobre la renta, por ejemplo, permitiría una gestión más eficiente de los impuestos y los subsidios y también contribuiría a luchar contra los altos niveles de informalidad.

Las instituciones fiscales fuertes son cruciales para la consolidación fiscal. Las reglas fiscales ancladas en la deuda y los comités fiscales independientes que las apoyan mejoran la confianza del mercado en que las cuentas fiscales se mantendrán en torno a metas de mediano plazo compatibles con la estabilidad macroeconómica y financiera. El funcionamiento de estas instituciones contribuye a reducir la deuda y permite una transición más gradual a un nivel de deuda menor.

Las prácticas activas de gestión de deuda que moderan la carga del servicio de la deuda a lo largo del tiempo pueden contribuir a la consolidación. Los intercambios de una deuda cara a corto plazo por una deuda a más largo plazo con costos menores beneficiarían a numerosos países, y las instituciones multilaterales pueden jugar un rol vital en este proceso.

La coordinación entre las políticas debe ir más allá del contexto fiscal y monetario. Un ejemplo clave es la negociación de los salarios del sector público y, donde es pertinente, de los salarios mínimos. Los salarios deberían fijarse teniendo en cuenta la inflación esperada en el futuro en lugar de la observada en el pasado para evitar la persistencia de la inflación y la acumulación de inflexibilidades adicionales del gasto público. Además, las políticas del mercado laboral deberían promover la formalidad y reducir la brecha de género. Las políticas que conceden acceso a prestaciones de la seguridad social, independientemente de la condición de los trabajadores en el mercado laboral, forman parte de la solución. Las políticas laborales y de seguridad social de mejor calidad que apoyan el desarrollo profesional exitoso para todos los trabajadores, mejoran la productividad y la equidad

Impulsar proyectos específicos de infraestructura de alta calidad puede atraer la inversión del sector privado, mejorar la dinámica del mercado laboral y contribuir a reducir la desigualdad y la pobreza. Junto con mecanismos para aumentar la eficiencia del gasto, esto puede generar una reducción de las cifras de pobreza.

La región se ha beneficiado de un sector financiero sólido. Sin embargo, el aumento global de los costos de financiamiento y una menor actividad económica puede estresar los mercados y las entidades financieras. Aunque los mercados externos han estado abiertos, los costos de financiamiento han aumentado considerablemente, y la vulnerabilidad ante episodios de estrés está aumentando a medida que aumenta la dolarización financiera y las posiciones fiscales siguen siendo débiles. Por lo tanto, se recomienda adoptar medidas prudenciales que limiten la exposición de las empresas financieras y no financieras a riesgos de fluctuaciones en el tipo de cambio. De la misma manera, los supervisores financieros podrían ampliar el uso de las pruebas de estrés para convertirlas en una herramienta para abordar debilidades específicas en las instituciones financieras y producir planes detallados para gestionarlas. Proporcionar más información sobre estos planes también aumentaría la confianza entre los inversores y otros agentes que buscan información más creíble en estos tiempos de incertidumbre. Además, ajustar la regulación y la supervisión prudencial se está convirtiendo en algo cada vez más necesario para abordar los riesgos del cambio climático en los balances de las entidades financieras de la región. Esto también puede ser señal de una mayor confianza en cómo la región gestiona sus riesgos financieros.

En general, 2023 será difícil para América Latina y el Caribe, dada la complejidad del escenario global y sus importantes incertidumbres. Como región altamente integrada, sobre todo en términos financieros, el ciclo global influirá en toda la región. La magnitud del impacto de las fluctuaciones externas dependerá de las fortalezas y debilidades de



la región. Fortalecer el actual marco de políticas es crucial para mitigar como los shocks externos afectan a la región. Los países de América Latina y el Caribe tienen las herramientas para enfrentar el triple desafío y preparar el terreno macroeconómico para un crecimiento renovado.



# Referencias

- Arcand, Jean Louis, Enrico Berkes y Ugo Panizza. 2015. "Too Much Finance?" *Journal of Economic Growth* 20 (2): 105–48. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>.
- Arenas de Mesa, Alberto. 2020. *Los sistemas de pensiones en América Latina: Institucionalidad, gasto público y sostenibilidad financiera en tiempos del COVID-19*. N° 212 (LC/TS.2020/99), Serie Macroeconomía del Desarrollo. Santiago, Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). <https://hdl.handle.net/11362/45945>.
- Arias, Lina, Laura Goyeneche, Roberto Sanchez, Luis Tejerina y Eric Torres. 2022. "Rising Food Prices and Poverty in Latin America and the Caribbean: Effect of Ukrainian Invasion." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. [https://github.com/EL-BID/analytics\\_simulation\\_public\\_policy\\_scl](https://github.com/EL-BID/analytics_simulation_public_policy_scl).
- Ayres, João, Arturo Galindo, Santiago Novoa y Victoria Nuguer. 2023, De próxima publicación. "Inflation Dynamics in Latin America and the Caribbean." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Ayres, João, Pablo Andrés Neumeyer y Andrew Powell. 2021. "Monetary Policy through COVID-19: Pushing on a String—the Case of Latin America and the Caribbean." Centre for Economic Policy Research (CEPR), 19 de julio de 2021. <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policy-through-covid-19-pushing-string-case-latin-america-and-caribbean>.
- Azuara, Oliver y Eric Torres. De próxima publicación. "La pobreza laboral en América Latina." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Azuara, Oliver, Mariano Bosch, Mauricio Mondragón y Eric Torres. 2022. "De la crisis a la oportunidad: El Covid-19 en el mercado laboral de América Latina y el Caribe." Banco Interamericano de Desarrollo. <https://observatoriolaboral.iadb.org/es/introduccion/>.
- Banco Central de Chile. 2022. *Informe de estabilidad financiera: segundo semestre 2022*. Santiago, Chile: Banco Central de Chile. <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-segundo-semester-2022>.
- Banco Central de Reserva del Perú. 2022. *Reporte de estabilidad financiera*. Lima, Perú: Banco Central de Reserva del Perú. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2022/noviembre/ref-noviembre-2022.pdf>.
- Banco Central do Brasil. 2022. *Financial Stability Report*, Vol. 21, No. 2. Brasilia, Brasil: Banco Central do Brasil. <https://www.bcb.gov.br/content/publications/financialstabilityreport/202211/fsrFullRep.pdf>.

- Banco de la República. 2022. *Reporte de estabilidad financiera: II semestre de 2022*. Bogotá, DC, Colombia: Banco de la República. <https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/10568/reporte-estabilidad-financiera-segundo-semestre-2022.pdf>.
- Banco de México. 2022. *Reporte de estabilidad financiera – segundo semestre 2022*. Ciudad de México, México: Banco de México. <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/reportes-sobre-el-sistema-financiero/%7BC91285A1-2305-6839-FCD2-D310D5D70749%7D.pdf>.
- Buera, Francisco J., Joseph P. Kaboski y Yongseok Shin. “Finance and Development: A Tale of Two Sectors.” *American Economic Review* 101, no. 5 (1 de agosto de 2011): 1964–2002. <https://doi.org/10.1257/aer.101.5.1964>.
- Busso, Matías y Julián Messina, eds. 2020. *La crisis de la desigualdad: América Latina y el Caribe en la encrucijada*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0002629>.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo y Rudy Loo-Kung. 2012. “Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance against Sudden Stop.” Documento de trabajo NBER 18219, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w18219>.
- Cardoso, E. 1992. “Inflation and Poverty.” Documento de trabajo NBER 4006, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. <https://www.nber.org/papers/w4006>.
- Cavalcanti, Tiago V., Joseph P. Kaboski, Bruno S. Martins y Cezar Santos. “Dispersion in Financing Costs and Development.” Documento de trabajo NBER 28635, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w28635>.
- Cavallo, Eduardo y Andrew Powell. 2019. *Construir oportunidades para crecer en un mundo desafiante: Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2019*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/MacroReport2019/Construir-oportunidades-para-crecer-en-un-mundo-desafiante>.
- Cavallo, Eduardo A. y Andrew Powell, eds. 2021. *Oportunidades para un mayor crecimiento sostenible tras la pandemia: Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2021*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/MacroReport2021/Oportunidades-para-un-mayor-crecimiento-sostenible-tras-la-pandemia>.
- Cavallo, Eduardo A., Andrew Powell y Tomás Serebrisky, eds. 2020. *De estructuras a servicios el camino a una mejor infraestructura en América Latina y el Caribe*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0002506>.
- Cavallo, Eduardo A., Arturo Galindo, Victoria Nuguer y Andrew Powell, eds. 2022a. *De la recuperación a la renovación: Transformar la crisis en oportunidad: Informe*

- Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2022*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://doi.org/10.18235/0004180>.
- Cavallo, Eduardo, María José González Jaramillo, Juan Hernández y Andrew Powell. 2022b. "Sudden Stops in Latin America and the Caribbean during COVID-19." Documento de trabajo BID. IDB-WP-1313, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. <https://publications.iadb.org/en/sudden-stops-latin-america-and-caribbean-during-covid-19>.
- Cesa-Bianchi, Ambrogio, M. Hashem Pesaran, Alessandro Rebucci, Tengteng Xu y Roberto Chang. 2012. "China's Emergence in the World Economy and Business Cycles in Latin America." *Economía* 12 (2): 1-75. <https://www.jstor.org/stable/41575894>.
- FocusEconomics. 2023. *LatinFocus Consensus Forecast*. Barcelona: Focus Economics. <https://www.focus-economics.com/>.
- Fondo Monetario Internacional (FMI). 2022a. *Perspectivas de la economía mundial: Afrontar la crisis del costo de la vida*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022>.
- . 2022b. *Perspectivas de la economía mundial: La guerra retrasa la recuperación*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>.
- . 2023. *Perspectivas de la economía mundial: La inflación toca a máximos en un contexto de bajo crecimiento*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023>.
- Galindo, Arturo y Victoria Nuguer. 2023. "Fuel-Price Shocks and Inflation in Latin America and the Caribbean." Documento de trabajo BID, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- García-Escribano, Mercedes y Fei Han. 2015. "Credit Expansion in Emerging Markets: Propeller of Growth?" Documento de trabajo FMI. WP/15/12, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15212.pdf>.
- Gomes, Diego, Felipe Iachan, Ana Paula Ruhe y Santos Cezar. 2023. "Monetary Policy and Labor Markets in a Developing Economy." Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Izquierdo, Alejandro, Carola Pessino y Guillermo Javier Vuletin, eds. 2018. *Mejor gasto para mejores vidas: Como América Latina y el Caribe puede hacer más con menos*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/node/17354>.
- Kilian, Lutz y Xiaoqing Zhou. 2022. "The Impact of Rising Oil Prices on U.S. Inflation and Inflation Expectations in 2020-23." *Energy Economics* 113: 106228.

- Levine, Ross. 2005. "Finance and Growth: Theory and Evidence." En *Handbook of Economic Growth*, editado por Philippe Aghion y Steven N. Durlauf, Vol.1: 865-934. Amsterdam: Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9).
- Levy, Santiago y Guillermo Cruces. 2021. "Time for a New Course: An Essay on Social Protection and Growth in Latin America." Serie Documento de trabajo PNUD ALC 24, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, Nueva York. <https://www.undp.org/latin-america/publications/time-new-course-essay-social-protection-and-growth-latin-america-0>.
- Mariscal, Rodrigo, Andrew Powell y Pilar Tavella. 2018. "On the Credibility of Inflation-Targeting Regimes in Latin America." *Economía* 18 (2): 1-24. <https://muse.jhu.edu/article/694082/pdf>.
- Merton, Robert C. 1974. "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates." *The Journal of Finance* 29 (2): 449-70. <https://doi.org/10.2307/2978814>.
- Messina, Julian y Joana Silva. 2019. "Twenty Years of Wage Inequality in Latin America." Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas WPS8995, Banco Mundial, Washington, DC. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-8995>.
- Mooney, Henry. 2021. "The Pandemic's Unprecedented Shock and Opportunity for the Caribbean." *Journal of International Affairs*, 8 de abril, 2021. <https://jia.sipa.columbia.edu/online-articles/pandemic%E2%80%99s-unprecedented-shock-and-opportunity-caribbean>.
- Mooney, Henry y María Alejandra Zegarra. 2020. "Extreme Outlier: The Pandemic's Unprecedented Shock to Tourism in Latin America and the Caribbean." En *COVID-19 in Developing Economies*. Londres: Center for Economic Policy Research Press. [https://cepr.org/system/files/publication-files/60038-covid\\_19\\_in\\_developing\\_economies.pdf](https://cepr.org/system/files/publication-files/60038-covid_19_in_developing_economies.pdf).
- Nuguer, Victoria y Andrew Powell, eds. 2020. *La inclusión en tiempos de COVID-19*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/viewer/La-inclusion-en-tiempos-de-COVID-19.pdf>.
- Observatorio Laboral. 2022. *Reporte Mensual: Noviembre*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Organización Mundial del Turismo (OMT). 2022. "Barómetro del turismo mundial de la OMT 20 (6)." <https://www.e-unwto.org/toc/wtobarometereng/20/6>.
- Perraudin, William, Andrew Powell y Peng Yang. De próxima publicación. "Estimating Bank Default Probabilities through the Covid-19 Crisis." Documento de trabajo BID, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Powell, Andrew. 2012. *El mundo de los senderos que se bifurcan: América Latina y el Caribe ante los riesgos económicos globales: Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2012*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://>

- publications.iadb.org/es/el-mundo-de-los-senderos-que-se-bifurcan-america-latina-y-el-caribe-ante-los-riesgos-economicos.
- Powell, Andrew. 2016. *Tiempo de decisiones. América Latina y el Caribe ante sus desafíos: Informe Macroeconómico de América Latina y el Caribe 2016*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/viewer/Informe-macroecon%C3%B3mico-de-Am%C3%A9rica-Latina-y-el-Caribe-2016-Tiempo-de-decisiones-Am%C3%A9rica-Latina-y-el-Caribe-ante-sus-desaf%C3%ADos.pdf>.
- Powell, Andrew y Liliana Rojas-Suárez. 2022. *Empresas prósperas para una recuperación sólida: Políticas de apoyo al sector empresarial y al empleo en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://publications.iadb.org/publications/spanish/viewer/Empresas-prosperas-para-una-recuperacion-solida-Politic-as-de-apoyo-al-sector-empresarial-y-al-empleo-en-America-Latina-y-el-Caribe.pdf>.
- Powell, Andrew y Oscar Valencia. 2023. *Lidiar con la deuda: menos riesgo para más crecimiento en América Latina y el Caribe*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo. <https://flagships.iadb.org/es/DIA/lidiar-con-la-deuda-menos-riesgo-para-mas-crecimiento-en-america-latina-y-el-caribe>.
- Premchand, Arigapudi. 1989. *Government Budgeting and Expenditure Controls*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <https://doi.org/10.5089/9780939934256.071>.
- Reuters. 2023. “Fed’s Powell Says Could Raise Rates beyond December, Gives Nod to Disinflation.” Reuters, 2 de febrero, 2023.
- Ruiz-Arranz, Marta, Arnoldo López, Carlos Eggers Prieto, Lucia Martin y Mauricio Monge. “Oportunidades para impulsar la producción, el empleo y las cadenas de valor: Informe Económico Sobre Centroamérica, México, Panamá y República Dominicana.” Banco Interamericano de Desarrollo, 8 de febrero, 2023. <https://doi.org/10.5089/9780939934256.071>.
- Ulloa-Suarez, Carolina y Oscar Valencia. 2022. “Do Governments Stick to Their Announced Fiscal Rules? A Study of Latin American and the Caribbean Countries.” *Journal of Government and Economics* 8: 100058. <https://doi.org/10.1016/j.jge.2023.100058>.
- Valencia, Oscar, Juan Camilo Díaz y Diego A. Parra. 2022. “Assessing Macro-Fiscal Risk for Latin American and Caribbean Countries.” Documento de trabajo BID IDB-WP-1346, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC. <https://doi.org/10.18235/0004530>.







