

Política Monetaria y retos para las Américas en 2024

Discurso de Alexandre Tombini

Representante jefe, Oficina de Representación para las Américas, Banco de Pagos Internacionales¹

Fondo Monetario Internacional, Conferencia Regional. San José, Costa Rica, 29 de julio de 2024.

Introducción

Antes que nada, quisiera agradecer al Fondo Monetario Internacional por la amable invitación a esta Conferencia Regional y también saludar en especial a nuestro anfitrión Don Roger Madrigal. Estoy muy honrado de compartir este foro con colegas de bancos centrales de la región y de otras instituciones y poder escuchar sus reflexiones.

Sin duda son tiempos retadores para la banca central. Existe gran incertidumbre ante los desafíos que enfrenta la economía, así como por la respuesta de política económica apropiada.

A medida que la inflación continúa su descenso, la actividad se mantiene resiliente. Al mismo tiempo, el sistema financiero parece haberse ajustado sin problemas a tasas de interés más altas. La economía global, y en particular la de la región, parecen estar listas para un aterrizaje suave.²

Debemos reconocer el éxito de los bancos centrales a nivel mundial, pero especialmente en América Latina. Enfrentaron el aumento más grande y sostenido de la inflación global desde la década de 1970. Se tomaron medidas enérgicas a nivel global. *Y funcionó*. En particular, los bancos centrales de la región están fortalecidos por el arduo trabajo de mantener la inflación en línea en las últimas décadas, pero estaban conscientes de los riesgos.³ Por ello, no dudaron en reaccionar y subir decisivamente las tasas de interés de referencia antes de que el mundo lo hiciera.

La inflación ha disminuido con poco daño colateral para el crecimiento, el empleo o la estabilidad financiera.⁴ En gran medida, esto fue posible dada la credibilidad que evitó una espiral de precios y salarios, como las que llegamos a ver en épocas pasadas, y a que se instalara una mentalidad de alta inflación. Esto redujo en gran medida los costos de la desinflación. De no haber actuado los bancos centrales, podríamos haber enfrentado un largo periodo de alta inflación.

¹ Las opiniones expresadas en este discurso son del autor y no necesariamente representan las del Banco de Pagos Internacionales.

² Véase BPI (2024).

³ BPI (2021): "Capital flows, exchange rates and monetary policy frameworks in Latin American and other economies", Informe de un grupo de bancos centrales, incluidos miembros del Consejo Consultivo para las Américas (CCA) y los bancos centrales de Sudáfrica y Turquía.

⁴ En esta presentación hablaré de las perspectivas para las Américas enfocado principalmente en las economías que componen el Consejo Consultivo de las Américas del Banco de Pagos Internacionales.

Si bien estos avances son bienvenidos, *no podemos cantar victoria aún*, como lo enfatizamos en nuestro reciente Reporte Económico Anual. El último tramo de disminución de la inflación, “la última milla”, puede ser la más difícil de alcanzar.⁵ La inflación está muy por debajo de su punto máximo, pero no es lo suficientemente baja aún. El riesgo de precios de alimentos y energía, debido a tensiones geopolíticas, está siempre presente. Aún podrían ser necesarias tasas altas durante un tiempo, poniendo a prueba la resiliencia económica y del sistema financiero. Y algunos riesgos están más allá del control de los bancos centrales. En muchas jurisdicciones, las trayectorias fiscales insostenibles amenazan la estabilidad macrofinanciera. El lento crecimiento de la productividad podría hacer que el entorno económico y político sea aún más desafiante. Es por ello que la toma de decisiones de política monetaria deberá considerar varios factores de riesgo.

Sobre esto hablaré a continuación con más detalle. Primero haré un recuento de en dónde estamos situados hasta ahora. Despues consideraré algunos riesgos globales y terminaré con una reflexión de qué puede hacer la política monetaria de la región en este contexto.

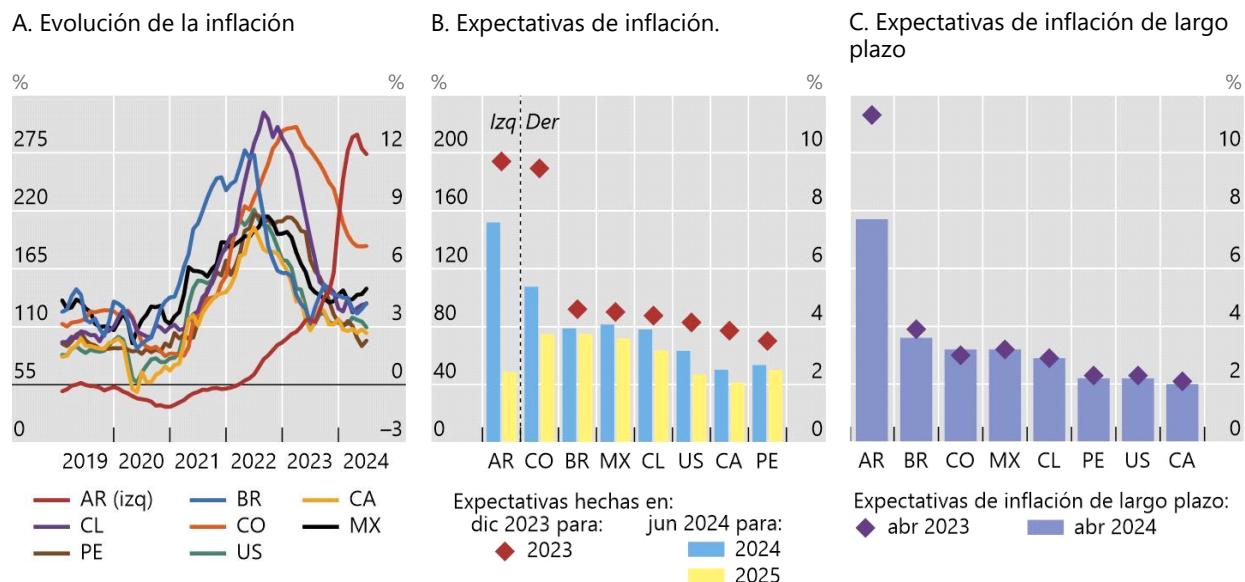
Hasta dónde hemos llegado

Después de alcanzar un promedio de 8,7% en la región en 2022, la inflación ha venido disminuyendo de manera sostenida en los últimos dos años a un promedio de 4,9% en diciembre de 2023 y de 4,1% en junio de 2024, si bien con cierta volatilidad recientemente (Gráfico 1). Las proyecciones para la inflación indican que esta continuará disminuyendo en 2024 y en 2025, alcanzando niveles cercanos a la meta y en algunos países de facto alcanzándola (Gráfico 1.B).

Quisiera destacar algo que, para mí, es una de las mejores noticias. En todo momento, se esperaba que la inflación disminuyera y las expectativas de inflación de mayor plazo se mantuvieron ancladas y cerca a la meta de inflación (Gráfico 1.C). Este hecho refleja que siempre hubo confianza por parte del público en que los bancos centrales tenían el compromiso de traer la inflación de vuelta a la meta. En países con una historia inflacionaria, como muchos de los nuestros, esto representa un éxito de los marcos de política monetaria de la región, el cual ha sido alcanzado después de décadas de fortalecimiento en su credibilidad.⁶

⁵ Véase Carstens (2024).

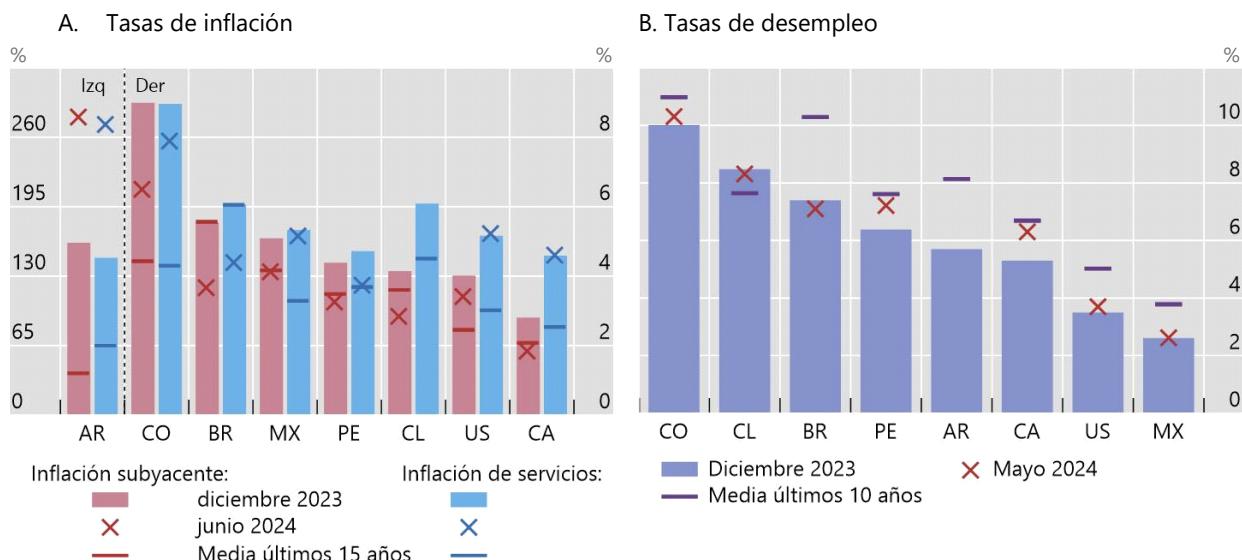
⁶ Véase Tombini et al (2023a).

La inflación desciende y las expectativas se acercan a la meta
Gráfico 1


Fuentes: Consensus Economics; datos nacionales.

Dicho eso, aún hay factores de preocupación respecto a la inflación. En muchos casos, la inflación subyacente y la de servicios se encuentran aún por arriba de sus promedios históricos (Gráfico 2.A). La fortaleza del mercado laboral y, por ende, de las negociaciones salariales, también puede ser un factor que postergue el alcance de la meta de inflación (Gráfico 2.B). No obstante, cabe señalar que las negociaciones salariales recientes se llevan a cabo con expectativas de inflación más cerca a la meta.

Aun con la mayor restricción de política monetaria, las economías se mostraron resistentes, con algunas excepciones, y la mayoría con un desempeño mejor que lo esperado a inicios del año pasado (Gráfico 3.A). En general, el crecimiento resultó ser más resiliente de lo esperado por varias razones. En primer lugar, los mercados laborales fueron inusualmente resistentes. La fortaleza del mercado laboral se debió en parte a cambios de comportamiento inducidos por la pandemia, especialmente el fuerte repunte en el sector de servicios, que es intensivo en mano de obra. En segundo lugar, la transmisión de la política monetaria a la economía real se dio sin sobresaltos. Las condiciones más restrictivas se transmitieron a la actividad real paulatinamente. Y los ahorros acumulados durante la pandemia continuaron fortaleciendo el consumo de los hogares.

Inercia en la inflación subyacente ante un mercado laboral fuerte
Gráfico 2


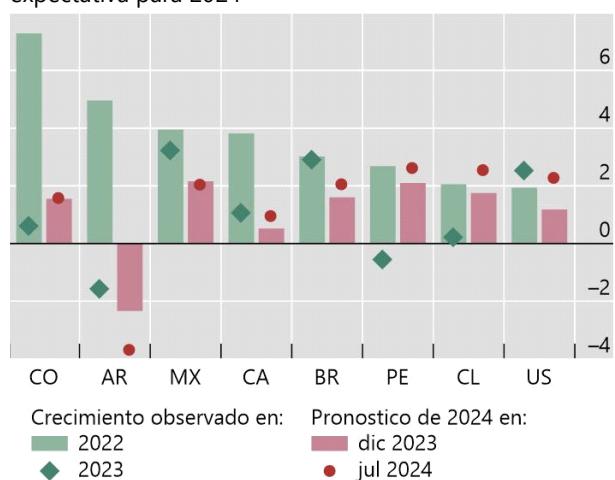
Fuente: Datos nacionales.

Un crecimiento mayor a lo esperado en 2023 y una menor desaceleración en 2024, regresando a niveles de largo plazo en 2025

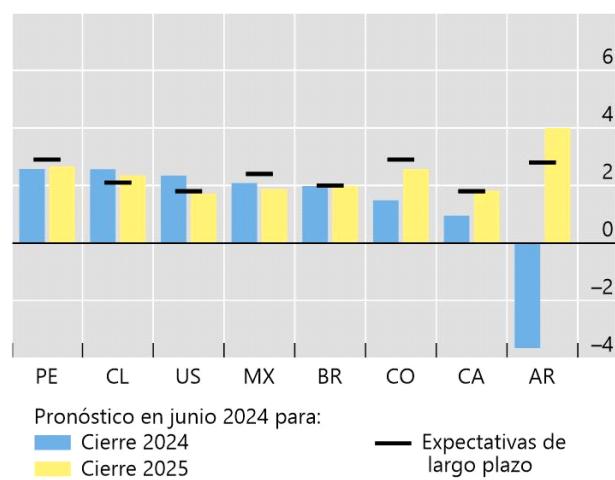
En porcentaje

Gráfico 3

A. Crecimiento del PIB para 2022 y 2023 (observados) y expectativa para 2024



B. Expectativas de crecimiento para 2024 y 2025 y LP



Fuentes: FMI; Consensus Economics; datos nacionales.

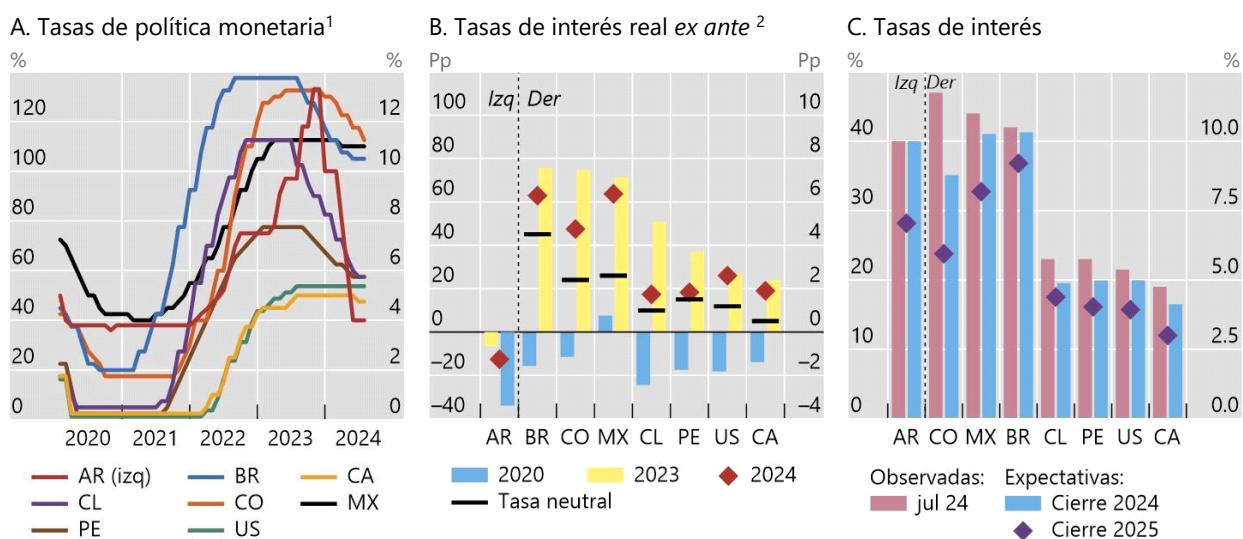
En general, fue un desempeño resiliente, pero heterogéneo entre países. Por ejemplo, para Estados Unidos, 2023 fue un año mejor de lo esperado a finales de 2022. No obstante, otros países de la región mostraron una desaceleración en 2023 respecto de 2022 (Gráfico 3.A). Cabe destacar que, en contraste con episodios anteriores de restricción monetaria global, las economías de

mercados emergentes tuvieron un mejor desempeño, gracias a marcos de políticas más sólidos y sistemas financieros domésticos robustos.

Después de disminuir las tasas de interés de manera pronunciada en respuesta a la pandemia en 2020, todos los bancos centrales de la región comenzaron a subir las tasas de referencia desde 2021, ante el inminente aumento en la inflación (Gráfico 4.A). Este ciclo de restricción monetaria, sincronizado a nivel global, condujo a condiciones financieras restrictivas no alcanzadas en muchos años. Por ejemplo, la tasa real *ex ante*, aquella que se ajusta por las expectativas de inflación, alcanzó niveles por arriba de la tasa neutral o natural estimada (Gráfico 4.B). Dado que el endurecimiento de las políticas monetarias fue generalizado, esto ayudó a contener la demanda a nivel global y, por lo tanto, a reducir los precios de las materias primas. Se espera que las tasas disminuyan paulatinamente en 2024 y 2025 (Gráfico 4.C).

Se implementa el retiro de la restricción monetaria en 2024 y 2025

Gráfico 4



¹ Tasas de interés al final de mes. ² Las tasas de interés real *ex ante* son calculadas de la relación $1 + r_{ex-ante,t} = \frac{1+i_t^{policy-rate}}{1+E_t[\pi_{t+12}]}$ donde la tasa de política monetaria es la tasa al cierre de mes. La inflación esperada a 12 meses para el mes t es aproximada por el promedio ponderado de los pronósticos de Consensus Economics para la inflación del año actual y el próximo disponible en el mes t .

Fuentes: Bloomberg; Consensus Economics; datos nacionales; BPI.

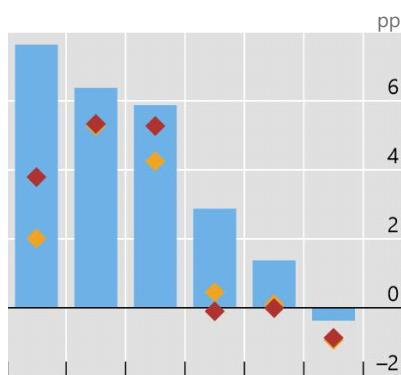
Los mercados financieros globales han asimilado las mayores tasas de interés con tranquilidad. Para los mercados financieros de las economías emergentes esto fue en parte debido a los altos diferenciales de tasas de interés respecto de las economías avanzadas, principalmente Estados Unidos (Gráfico 5.A). No hubo salidas abruptas de flujos de capital ni incrementos grandes o súbitos en primas de riesgo, salvo algunos episodios de volatilidad (Gráfico 5.B). Más aún, los tipos de cambio se mantuvieron estables e incluso con apreciaciones en algunas monedas en 2023,

aunque en 2024 hemos observado cierta volatilidad (Gráfico 5.C). Es de destacar la madurez y profundidad que han alcanzado estos mercados financieros de diversas economías emergentes.⁷

Hasta julio de 2024, los mercados financieros han asimilado las mayores tasas de interés adecuadamente

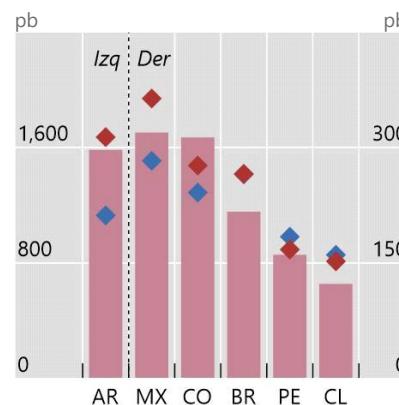
Gráfico 5

A. Diferencial de tasas de referencia con la tasa de la Reserva Federal¹



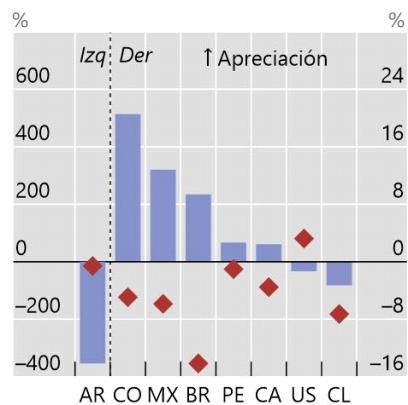
Diferencial de tasas de política monetaria:
█ 2023 ◆ 2024 ◆ 2025

B. Primas de riesgo²



■ Julio 2024
◆ Media últimos 15 años
◆ Media últimos 5 años

C. Tipos de cambio vs USD³



■ Tasa de apreciación durante:
█ 2023 ◆ 2024

¹ Pronósticos de tasas esperadas de Bloomberg para 2024 y 2025 al 22 de julio 2024. ² Índice de Bonos de Mercados Emergentes: índice de referencia que mide el diferencial entre el rendimiento de los bonos de mercados emergentes y los bonos del Tesoro de US. ³ Tipo de cambio bilateral de la moneda local contra el US dólar. Para US, se utiliza el índice amplio del dólar de BPI. Tipo de cambio al 19 de julio de 2024.

Fuentes: Bloomberg; JPMorgan; datos nacionales; BPI.

Actualmente, las políticas monetarias han divergido. Esto era esperado. Los choques de oferta que se enfrentaron en común, así como los precios de las materias primas, que llevaron a casi todos los bancos centrales a endurecer su política monetaria han comenzado a disminuir. Esto deja a los movimientos de precios domésticos y específicos de cada país como el principal impulsor de la inflación.

Retos macroeconómicos globales para 2024-2025

En general, las cosas han ido bien en términos de inflación, crecimiento y restricción monetaria. No ha habido disruptiones mayores en esos ámbitos o en los sectores financieros y bancarios. Sin embargo, esta expectativa que parecen tener los mercados financieros en cuanto a un escenario casi perfecto está sujeta a diversos riesgos.

⁷ Véase Tombini (2023) y Doornik et al (2024).

A continuación, enumero los cuatro riesgos que me parecen más apremiantes. Estos incluyen vulnerabilidades macrofinancieras, consolidación fiscal, margen de maniobra limitado de los bancos centrales y bajo crecimiento de la productividad.

Primero, implicaciones macrofinancieras adversas.⁸ Con altos niveles de deuda y colchones de ahorro agotados, los balances de hogares y empresas podrían verse impactados por el efecto acumulado de la restricción monetaria. El sector inmobiliario comercial enfrenta retos estructurales y cíclicos que podrían exponer vulnerabilidades en el sistema financiero. Además, las valoraciones de los activos se encuentran presionadas y el ciclo crediticio podría amplificar cualquier tensión financiera que emerja. Todavía estamos en la etapa temprana de este proceso.

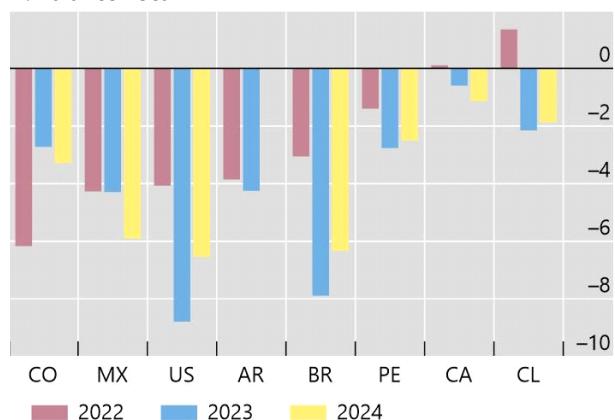
En economías de mercados emergentes es posible que se presente un incremento en primas de riesgo o depreciación de las monedas. Uno de los principales riesgos en la región es la divergencia entre los ciclos monetarios en este proceso de disminución de tasas. Eso podría generar volatilidad, alza en primas de riesgo, posibles salidas de capital y depreciaciones cambiarias.⁹

La postura fiscal se mantiene expansiva

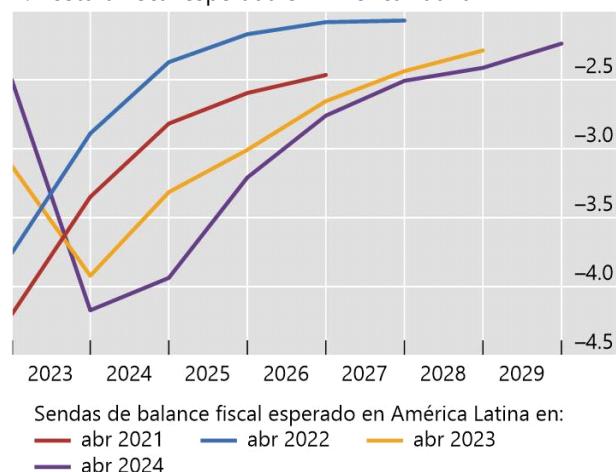
En porcentaje del PIB

Gráfico 6

A. Balance fiscal



B. Postura fiscal esperada en América Latina



Fuente: FMI.

Segundo, la postura fiscal. Las perspectivas fiscales son aún más preocupantes. Los elevados déficits fiscales, e incluso el deterioro de estos en algunos países, trabajan en dirección opuesta con una política monetaria aún restrictiva que busca enfriar a la economía y balancear oferta y demanda agregadas para lograr reducir la inflación (Gráfico 6). Asimismo, una razón deuda a PIB alta en un ambiente de altas tasas de interés, genera altos costos de financiamiento.¹⁰ Todo

⁸ Véase BPI (2024).

⁹ Véase Aguilar et al (2023).

¹⁰ Borio et al (2023).

esto conlleva a una absorción de recursos financieros en momentos de condiciones financieras globales y locales de astringencia, llevando incluso a un desplazamiento de la inversión. Así, la postura fiscal puede dificultar el trabajo de la política monetaria, retrasando el progreso logrado e incrementar el tiempo que sea necesario mantener una postura monetaria restrictiva. Costa Rica y su consolidación fiscal reciente son una buena excepción a esta tendencia.

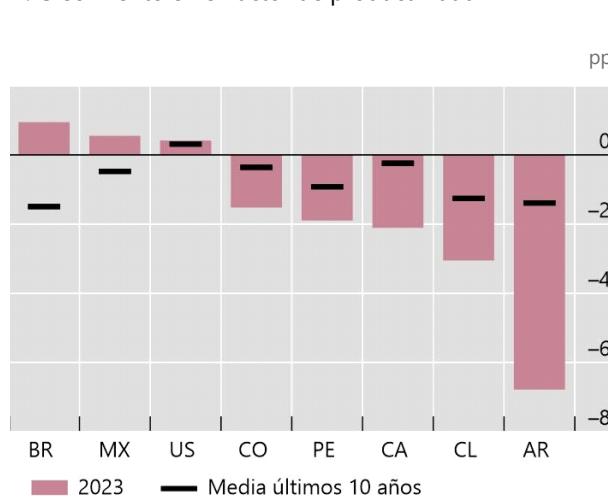
Tercero, los bancos centrales ahora no tienen espacio para dejar pasar choques adicionales de inflación, aunque sean de oferta y transitorios. Después de unos años con la inflación más alta en décadas, el nivel de precios se encuentra elevado y hay el temor de que, ante la fortaleza del mercado laboral, los salarios de manera paulatina traten de compensar por el poder adquisitivo perdido, provocando una mayor inercia en la inflación. Ante ello, choques adicionales que desvén a la inflación de su convergencia a la meta, muy probablemente, tendrán que ser combatidos con política monetaria.

Cuarto, el crecimiento de la productividad es clave para un sostenido desempeño del lado de la oferta. Antes de la pandemia de Covid-19 se tuvo un período prolongado de bajo crecimiento de la productividad. El crecimiento en 2023 es aún más bajo en muchos países (Gráfico 7.A). Las expectativas para crecimiento de largo plazo son menores que en 2019, excepto en Estados Unidos (Gráfico 7.B). Pero no todo son malas noticias. Los avances tecnológicos recientes, incluida la inteligencia artificial (IA), plantean la posibilidad de un resurgimiento del alto crecimiento de la productividad en los próximos años. Pero no hay garantía de ello. El alto crecimiento de la productividad solo ocurrirá si se establecen los marcos institucionales adecuados y se implementan medidas políticas adecuadas.

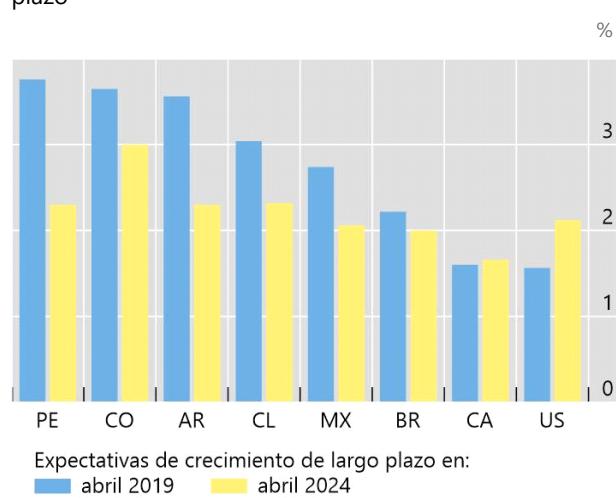
Preocupan la productividad y el crecimiento de largo plazo

Gráfico 7

A. Crecimiento en el factor de productividad



B. Cambio en las expectativas de crecimiento de largo plazo



Fuentes: Comité de Conferencias; FMI, Perspectivas de la Economía Mundial; BPI.

En este sentido, la creciente tendencia hacia medidas proteccionistas es motivo de gran preocupación pues provoca que las economías sean menos dinámicas, innovadoras y competitivas. Las expone a la inflación a corto plazo, ya que no se pueden aprovechar las ágiles cadenas de

suministro en el extranjero para amortiguar los cambios en la demanda agregada nacional. Y, al final, las hace más pobres a largo plazo.

La pregunta es, ¿qué puede hacer la política monetaria de la región en este contexto tan complejo?

No hay duda de que hoy la prioridad de la política monetaria es restablecer la estabilidad de precios. Esto requiere mantenerse firme en la última etapa del proceso de desinflación. Significa estar alerta ante contratiempos y estar preparado para endurecer nuevamente la política monetaria si fuera necesario.

Actualmente hay una alta incertidumbre respecto a la política monetaria. Si bien el rumbo al que nos dirigimos es claro, recorte de tasas en la mayoría de los países, la rapidez con la que se va a avanzar y hasta dónde se llegará, es decir la tasa de interés terminal, son incógnitas que las autoridades monetarias tendrán que ir despejando sobre la marcha.

Así, en cada decisión los bancos centrales tendrán que evaluar las diversas iteraciones que juegan un papel en la economía que, además, pasa por un momento difícil para evaluar desde la pandemia.

Para concluir, me gustaría destacar **cuatro** elementos que considero incrementan la incertidumbre en la toma de decisiones de política monetaria en este momento.

Primero, dificultad para leer la economía. El incremento inflacionario fue una sorpresa para los distintos observadores de la economía. Al principio no se podía identificar si era un fenómeno temporal o más persistente. Los modelos económicos fueron puestos a prueba y, en general, fallaron. Por otro lado, cuando se iniciaron los ciclos monetarios restrictivos, se estimaba un importante descenso en el crecimiento, que no se materializó.

Segundo, dados los cambios en la economía, ha sido difícil evaluar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, la fortaleza relativa de sus canales, así como el tiempo que le toma operar a la política monetaria. A esto contribuye el hecho de que empresas y hogares refinanciaron deuda a tasas de interés muy bajas, por lo que la transmisión de mayores tasas de interés no era tan inmediata. Así, incluso ahora, es complicado evaluar cuánta restricción monetaria hay aún en la tubería económica, dado que la política monetaria opera con rezagos y, por ende, la rapidez apropiada para bajar tasas o hasta donde hacerlo.

Tercero, el periodo de desinflación "fácil" fue el primero en que los choques de oferta que habían afectado a la inflación se deshicieron (disrupción en las cadenas globales de suministro y los precios de materias primas por problemas geopolíticos). Sin embargo, la última fase de disminución de inflación se puede encontrar con cambios más estructurales en la inflación, como una subyacente, sobre todo de servicios, mucho más resistente a la baja, como lo mencioné antes. Adicionalmente, en cuanto a aspectos más allá del ciclo económico, hay factores más estructurales que afectan a la inflación en el mediano plazo, como el factor tecnológico, el cambio climático, los ajustes en política de comercio internacional y las tensiones geopolíticas.

Cuarto, otra gran incógnita es el nivel de la tasa neutral o natural (r^*), la cual es un importante referente para la tasa terminal. Hay distintos factores que influyen r^* , como demografía, productividad, desigualdad, es decir, aquellos que influyen en la demanda y oferta de fondos prestables en el largo plazo.¹¹ En este caso, me gustaría mencionar uno que incrementa r^* en el reciente entorno. Me refiero a la política fiscal, ya que los déficits fiscales absorben recursos financieros y reducen el ahorro agregado y pueden desplazar a la inversión agregada. Asimismo, una deuda pública elevada necesita constantemente fondos prestables para su refinanciamiento (*rollover*) y además los inversionistas demandan un mayor retorno para mantener los activos seguros. Adicionalmente, en las economías emergentes todo esto implica mayores primas de riesgo soberano, que también podrían afectar el retorno solicitado a los activos seguros que ofrece el gobierno, aumentando r^* .

En este proceso de retiro de la restricción monetaria será crucial la comunicación de los bancos centrales con el público. El éxito obtenido hasta el momento es muy valioso, no podemos bajar la guardia y correr el riesgo de un relajamiento monetario excesivo. La prioridad sigue siendo la estabilidad de precios y las circunstancias requieren que los bancos centrales estén listos para tomar acciones.

¹¹ Véase Benigno et al (2024).

Referencias

Aguilar, A, C Cantú and R Guerra (2023): "Fiscal and monetary policy in emerging market economies: what are the risks and policy trade-offs?", *BIS Bulletin*, no 71, marzo.

Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2021): "Capital flows, exchange rates and monetary policy frameworks in Latin American and other economies", informe de un grupo de bancos centrales, incluidos miembros del Consejo Consultivo para las Américas (CCA) y los bancos centrales de Sudáfrica y Turquía.

—(2024a): "Laying a robust macro-financial foundation for the future", *Annual Economic Report 2024*, June, Chapter I.

Benigno, G, B Hofmann, G Nuno and D Sandri (2024): "Long-run real rates and the new "new normal""", *BIS Quarterly Review*, marzo 2024.

Bertaut, C, V Bruno y H S Shin (2024): "Original sin redux: role of duration risk", *BIS Working Papers*, no 1109.

Borio, C, M Farag and F Zampolli (2023): "Tackling the fiscal policy-financial stability nexus", *BIS Working Papers*, no 1090, abril.

Carstens, A (2024): "Where we on the journey towards price stability?", discurso en la Statistisch-Volkswirtschaftlichen Gesellschaft (SVG), Basilea, 22 enero.

Doornik, B, J Frost, R Guerra, A Tombini and C Upper (2024): "Towards liquid and resilient sovereign debt markets", *BIS Quarterly Review*, marzo 2024.

Tombini, A (2023a): "Policies for liquid and well-functioning sovereign debt markets", Contribución en el panel *Sovereign debt: liquidity and consequences*, Central Bank Research Association (CEBRA) Annual Meeting, organizado en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 5 julio.

Tombini, A, A Aguilar, J Frost, C Upper y F Zampolli (2023b): "Central banking in the Americas: lessons from two decades", en A Tombini, A Aguilar, J Frost y C Upper (eds), *Central banking in the Americas: Lessons from two decades*, Banco de Pagos Internacionales.