



Vencer la inflación: el desafío más inmediato para América Latina

Comité Latino Americano de Asuntos Financieros, Declaración No. 45

I. Causas de la inflación en América Latina

La inflación se ha convertido en un factor central de la economía mundial. En América Latina (con la excepción de casos idiosincrásicos como Argentina y Venezuela, donde las altas tasas de inflación han sido la norma durante mucho tiempo), la inflación comenzó a aumentar a mitad del 2021, al mismo tiempo que se incrementaba en Estados Unidos. El hecho de que la creciente inflación haya del Covid y la respuesta política sido un fenómeno global sincronizado refleja dos causas principales, ambas directamente relacionadas con la pandemia asociada.

Los confinamientos y las restricciones de movilidad en todo el mundo tuvieron un impacto adverso en la oferta, lo que implicó graves interrupciones en las cadenas de suministro globales y el inevitable cierre de importantes sectores económicos. A la vez, **en opinión del Comité el factor más importante han sido las respuestas de política fiscal y monetaria en Estados Unidos y otras economías que generaron un aumento sin precedentes en la demanda agregada. La expansión de los agregados monetarios llevada a cabo por la Reserva Federal en los primeros meses de la pandemia eclipsó las expansiones monetarias que ocurrieron en crisis anteriores, como la crisis financiera global de 2008-09.**

Inicialmente y de manera similar a lo ocurrido en 2008-09, la expansión monetaria no estuvo asociada a presiones inflacionarias. En la crisis financiera global, la Reserva Federal amplió su balance para compensar la destrucción de liquidez privada que se produjo tras la caída de Lehman Brothers. En contraste, en el 2020, hubo un fuerte aumento en la demanda precautoria de dinero. Así, pese al aumento de 20 puntos porcentuales en el ratio de M2 sobre PIB, no hubo un desequilibrio evidente entre la demanda y la oferta de liquidez. En consecuencia, en los primeros meses de la pandemia, las presiones inflacionarias no se materializaron.

Sin embargo, cuando la pandemia comenzó a retroceder, la situación cambió drásticamente. La precaución que había inducido el fuerte aumento de la demanda de dinero comenzó a revertirse gradualmente, creando un incipiente exceso de liquidez en EE. UU. Además, Estados Unidos inició amplias y reiteradas expansiones fiscales. El efecto neto fue que en torno a mayo de 2021 comenzaron a surgir presiones inflacionarias, que se aceleraron a principios del 2022 y en junio alcanzaron un máximo de casi el 9% en términos anuales, la cifra más alta en más de cuatro décadas.

En un principio, no estaba claro en qué medida la inflación estaba siendo impulsada por los shocks de oferta o por el fuerte aumento de la demanda agregada asociado a las políticas monetarias y fiscales expansivas. Muchos analistas enfatizaron las interrupciones de las cadenas de suministro globales como la principal causa de la inflación y concluyeron que el fenómeno probablemente sería transitorio y que, por tanto, no era necesario adoptar una política monetaria restrictiva de inmediato. Además, después de más de una década de inflación muy baja, e incluso de presiones deflacionarias, la Reserva Federal estaba más preocupada por el potencial impacto de la normalización de políticas en el mercado laboral y la actividad económica. El resultado fue que la política monetaria en Estados Unidos y otras economías avanzadas se retrasó a la hora de responder al aumento acelerado de la inflación, mientras que los problemas por el lado de la oferta continuaban.

Estos acontecimientos tuvieron un impacto negativo en América Latina. El aumento de la inflación estadounidense se tradujo en una mayor inflación importada, debido al papel dominante del dólar en la facturación del comercio mundial. Además, los mercados internacionales de capital se comenzaron a preocupar cada vez más por la eventual necesidad de adoptar una política monetaria restrictiva en Estados Unidos, lo que provocó depreciaciones de las monedas en toda la región. A su vez, la debilidad de las monedas se sumó a las presiones inflacionarias internas.

Además de los efectos de las políticas en Estados Unidos y otras economías avanzadas, las políticas locales (que estuvieron sincronizadas) también afectaron la trayectoria de la inflación. Como en la mayoría de regiones, los gobiernos de América Latina llevaron a cabo políticas fiscales expansivas para apoyar a las empresas y los hogares durante la pandemia, aunque con grandes diferencias entre países. Estas expansiones no se revirtieron rápidamente cuando el consumo se recuperó, lo que aumentó las presiones sobre las monedas y la inflación.

II. Políticas de respuesta

A diferencia de la Reserva Federal, que reaccionó tarde a la inflación e inició su ciclo de ajuste en marzo de 2022, la respuesta de los bancos centrales de América Latina fue oportuna. El Banco Central de Brasil fue el primero en iniciar el ciclo de ajuste preventivo en mayo de 2021, seguido de México en junio, Chile en julio y Perú en agosto. La rápida reacción de los bancos centrales ante el aumento de la inflación se debió a varias razones. La combinación de una mayor inflación importada y la depreciación de las monedas llevó a los bancos centrales de la región a actuar de manera temprana

y preventiva para evitar que se repitieran las costosas experiencias inflacionarias del pasado. Las políticas restrictivas también se consideraron una respuesta indispensable a la reducción de la liquidez mundial y a las presiones resultantes en los mercados de divisas. En países con fragilidades financieras, evitar depreciaciones excesivas para prevenir impactos negativos en los balances y posibles peores equilibrios puede ser deseable.

III. Perspectivas de inflación en la región y riesgos

La inflación de EE. UU. parece haber alcanzado su punto máximo, pero aún existe una gran incertidumbre sobre su persistencia y el impacto potencial de la política monetaria restrictiva en la actividad económica. La Reserva Federal proyecta llevar su tasa de política monetaria al rango de 4,5% a 5% para el 2023. Es alentador que las expectativas de inflación permanezcan bien ancladas, lo que refleja la considerable credibilidad que la Reserva Federal ha adquirido en las últimas décadas, aunque no se pueden descartar que la presencia de expectativas adaptativas (basada en información del pasado).

El Comité cree que otros factores pueden contribuir a que la inflación global se reduzca más rápido de lo previsto. En primer lugar, actualmente el ajuste monetario se está produciendo de forma simultánea en todas las regiones. En segundo lugar, el aumento de los indicadores de riesgo y los precios más bajos de los bonos del Tesoro de EE. UU. a lo largo de toda la curva de rendimiento reducen la liquidez global y el colateral disponible en los mercados internacionales de capital. En tercer lugar, el inicio de la reversión de la expansión cuantitativa (Quantitative Easing en inglés) tanto en EE. UU. como en la Eurozona ha complementado el aumento de las tasas de política monetaria.

En América Latina, el ajuste temprano de los bancos centrales parece estar logrando los resultados deseados. La inflación en Brasil se ha reducido drásticamente en los últimos meses y el país parece estar controlando la inflación sin causar una recesión por el momento. Además, en un contexto de elevados desequilibrios fiscales, la reciente respuesta monetaria demuestra la independencia de muchos bancos centrales latinoamericanos frente a presiones fiscales.

En resumen, asumiendo un escenario base en el que no se produzcan interrupciones repentinas de flujos de capital, **el Comité considera que la inflación en la región puede comenzar a bajar más rápidamente en los próximos meses. Con suerte, se puede evitar un escenario que acabe con un aterrizaje forzoso. Desafortunadamente, es probable que países como Argentina y Venezuela continúen experimentando una alta inflación, lo que refleja factores idiosincrásicos y debilidades endémicas de sus políticas macroeconómicas.**

IV. Implicaciones para la política económica

El escenario global sigue siendo muy incierto. Si bien la inflación está comenzando a disminuir, aún es demasiado pronto para cantar victoria.

Por otra parte, las tasas de interés más altas aumentan el riesgo de que los niveles de deuda récord alcanzados en el mundo durante la pandemia puedan volverse insostenibles. Esto se refleja en los *spreads* de los mercados emergentes con altos rendimientos (“high yield”), que se mantienen en niveles extremadamente elevados, sólo comparables con los picos alcanzados durante la pandemia y el colapso de Lehman. Al mismo tiempo, los *spreads* de los activos de mercados emergentes con mejores calificaciones de riesgo (aquellos que han alcanzado *grado de inversión*) también han aumentado, pero bastante menos.

En este contexto, **el Comité considera que los bancos centrales de América Latina deben ser cautelosos y mantener su actual postura restrictiva hasta que haya evidencia clara de que la inflación está disminuyendo.** Una relajación prematura de la política monetaria puede debilitar la credibilidad que ha costado tanto lograr.

En el contexto actual de importantes salidas de capital de los mercados emergentes, las autoridades también deben prepararse para la posibilidad de interrupciones repentinas y disruptivas de los flujos de capital de los mercados internacionales. En este contexto, **el Comité considera que la carga de la preparación de políticas no puede recaer exclusivamente en los bancos centrales. La política fiscal debe desempeñar un papel complementario importante, ya que son los mercados de deuda los que pueden estar sujetos a una volatilidad repentina. Tener déficits presupuestarios estructurales más pequeños y colchones de liquidez más grandes será fundamental para reducir la vulnerabilidad financiera.**

Asimismo, se debe tener en cuenta que un exceso de optimismo también puede acarrear serios riesgos. El ritmo del ajuste monetario en Estados Unidos y la “huida” hacia el dólar se han acelerado desde el inicio de la pandemia y es probable que aumente la volatilidad financiera y macroeconómica global. Esto en parte ya se refleja en la alta e inesperada apreciación del dólar.

Los encargados de formular políticas se enfrentan a desafíos que no tienen un precedente histórico claro, (por ejemplo, la extrema volatilidad de los agregados monetarios de las monedas de reserva, algo no visto desde la Segunda Guerra Mundial), por lo que es poco probable que las propuestas de políticas encuentren un amplio acuerdo entre las ramas del gobierno. **El Comité considera que una coordinación de políticas entre las diferentes ramas de gobierno (es decir, entre el ministerio de finanzas, el banco central, los bancos estatales y, cuando corresponda, el regulador del sistema bancario) que comience mucho antes de que sea urgente es muy deseable. Además, la confidencialidad de estas actuaciones es esencial. Sin ella, la mera discusión de escenarios de crisis puede convertirse en una profecía autocumplida y, por supuesto, contraproducente.**

Como ya es ampliamente reconocido, las políticas como respuesta a la pandemia de Covid causó niveles récord de deuda pública tanto en las economías avanzadas como en los países emergentes y en desarrollo. Si bien los niveles de liquidez (en particular, las reservas internacionales) son más altos que en episodios anteriores de volatilidad en los mercados de capital, el alto endeudamiento plantea un riesgo significativo, especialmente para los mercados emergentes, como sugieren las fuertes y continuas salidas de capital de estos mercados durante 2022.

Los altos niveles de riesgo pueden ser particularmente dañinos si un evento crediticio en un mercado emergente contagia a otras economías y se vuelve sistémico. En este caso, economías que son estructuralmente sólidas pueden acabar en un equilibrio negativo. Hasta ahora, el contagio no ha ocurrido—como muestra el caso de Sri Lanka—porque los fundamentos de los países que tuvieron que reestructurar su deuda eran particularmente problemáticos, pero no eran indicativos de que hubiera problemas en otras economías. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, las condiciones actuales del mercado y los indicadores de riesgo en países emergentes con altos rendimientos (“high yield”) y en las economías en desarrollo sólo son comparables con los que había al comienzo de la pandemia o en el colapso de Lehman en 2008. Este es un indicio claro de potenciales vulnerabilidades.

El contagio financiero puede implicar externalidades que requieran una respuesta sistémica. **El Comité cree que la comunidad oficial internacional debe considerar promover acciones específicas dirigidas a reducir los niveles de deuda en los países emergentes y en desarrollo, por ejemplo, a través de recompras de deuda. En concreto, el Comité cree que, como parte de sus programas (especialmente de aquellos que requieren un acceso excepcional), el FMI debería reservar una parte de su asistencia para financiar exclusivamente recompras de deuda.**

Existen dos razones importantes por las que las recompras de deuda, que además reducen la externalidad previamente mencionada, son eficientes. En primer lugar, los programas del FMI a menudo se basan en la expectativa de que su función catalizadora permitirá a los países volver a acceder al mercado de capitales y obtener el financiamiento necesario para pagar al Fondo en el futuro. Como se ha demostrado en el programa argentino, esta expectativa puede ser demasiado optimista porque los gobiernos no necesariamente toman las medidas requeridas para restaurar la sostenibilidad de la deuda y tienen un incentivo para utilizar los recursos del Fondo en el corto plazo sin tener en cuenta la carga de deuda que se traspa a futuras administraciones. En este contexto, las recompras de deuda eluden la miopía política y abordan directamente el problema de la sostenibilidad de la deuda. En segundo lugar, en ausencia de un mecanismo eficiente para la reestructuración ordenada de la deuda soberana, las recompras de deuda impulsadas por el FMI pueden ser una herramienta eficiente para reestructurar la deuda *de facto* y evitar defaults y procesos de reestructuración de deuda costosos.

Finalmente, **el Comité considera que, ahora más que nunca, es fundamental que la política económica sea apoyada por las autoridades políticas.** Muchos países de la región están experimentando entornos políticos más polarizados y los nuevos gobiernos enfrentan desafíos económicos inusuales. Los responsables de las políticas públicas deben mantener el rumbo y esforzarse por consolidar un apoyo político de un espectro lo más amplio posible. La capacidad de aglutinar apoyo político y lograr estabilidad se ha convertido en un componente esencial para tener la confianza de los inversores y, por tanto, sostenibilidad financiera.

El Comité Latino Americano de Asuntos Financieros (CLAAF) reconoce agradecidamente el apoyo financiero del Center for Global Development, el Banco Central de Chile, y FLAR por financiar sus actividades durante el 2022. El Comité agradece el apoyo de Nayke Montgomery en la producción de esta declaración. El Comité es totalmente independiente y autónomo al redactar sus declaraciones.

Esta declaración fue escrita en conjunto por:

LAURA ALFARO, Profesora Warren Albert, Harvard Business School. Ex Ministra de Planificación Nacional y Política Económica, Costa Rica.

GUILLERMO CALVO, Profesor, Universidad de Columbia. Ex Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo.

JOSÉ DE GREGORIO, Profesor, Universidad de Chile. Ex Gobernador del Banco Central y ex Ministro de Economía, Minería y Energía, Chile.

PABLO GUIDOTTI, Profesor, Universidad de Torcuato di Tella. Ex Viceministro de Finanzas, Argentina.

ERNESTO TALVI, Investigador Senior Asociado, Real Instituto Elcano, Madrid. Ex Director Ejecutivo de CERES y ex Canciller, Uruguay.

LILIANA ROJAS-SUAREZ, Presidenta, CLAAF; Investigadora Principal y Directora de la Iniciativa Latinoamericana, Centro para el Desarrollo Global (Center for Global Development). Ex Economista Jefe para América Latina, Deutsche Bank.

ANDRÉS VELASCO, Decano de la Escuela de Políticas Públicas, London School of Economics. Ex Ministro de Hacienda, Chile.



www.cgdev.org

This work is made available under the terms of the
Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 license.