

Vencer la inflación: el desafío más inmediato para América Latina

Laura Alfaro | Profesora Warren Albert, Harvard Business School, y ex ministra de Planificación Nacional y Política Económica, Costa Rica.

Guillermo Calvo | Profesor, Universidad de Columbia, y 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 Torcuato di Tella, y ex viceministro de Finanzas, Argentina.

Liliana Rojas-Suárez | Presidenta, CLAAF, investigadora principal y directora de la Iniciativa Latinoamericana, Centro para el Desarrollo Global (Center for Global Development).

Ernesto Talvi | Investigador senior asociado, Real Instituto Elcano; exdirector ejecutivo de CERES y ex canciller del Uruguay.

Andrés Velasco | Decano de la Escuela de Políticas Públicas, London School of Economics, y ex ministro de Hacienda, Chile | @AndresVelasco 

Tema¹

La inflación se ha convertido en una preocupación central de la economía mundial y América Latina no es la excepción. ¿Cuáles son las causas de la aceleración de la inflación en América Latina y la trayectoria probable hacia el futuro? ¿Cuál ha sido la respuesta de los bancos centrales latinoamericanos ante el brote inflacionario y cuál ha sido su efectividad? ¿Cuál es la combinación de política monetaria, fiscal y de gestión de liquidez internacional óptima para los países de la región? ¿Cuál es el papel que debe jugar la comunidad internacional para evitar que la fuerte subida en las tasas de interés en EEUU y las turbulencias recientes en los mercados internacionales de capital lleven a costosos procesos de reestructuración de deuda en las economías emergentes? Aspiramos a que la respuesta a estas preguntas sea una guía para la acción de las autoridades económicas de la región.

¹ Los autores son integrantes del Comité Latinoamericano de Asuntos Macroeconómicos y Financieros. Este artículo fue originalmente publicado el 16 de noviembre de 2022 por el Center for Global Development.

Resumen

La inflación se ha convertido en una preocupación central de la economía mundial. A nuestro criterio, el factor más importante que explica la aceleración inflacionaria en EEUU es la formidable expansión de los agregados monetarios llevada a cabo por la Reserva Federal en los primeros meses de la pandemia (que eclipsó las expansiones monetarias que ocurrieron en crisis anteriores como, por ejemplo, la crisis financiera global de 2008-2009) y la demora de la Fed en retirar los estímulos monetarios cuando la pandemia empezó a retroceder y la economía a recuperarse con vigor.

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, la sola expectativa de una política monetaria más restrictiva en EEUU provocó depreciaciones de las monedas en toda la región. A su vez, la debilidad de las monedas sumó a las presiones inflacionarias internas.

A diferencia de la Reserva Federal, que reaccionó tarde a la aceleración de la inflación e inició su ciclo restrictivo 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 restrictivo en mayo de 2021, seguido por 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 repentinas y excesivas para prevenir impactos negativos en los balances de hogares y empresas para evitar males mayores, puede ser deseable.

Asumiendo un escenario base en el que no se produzcan interrupciones repentinas de flujos de capital, la inflación en la región puede comenzar a bajar más rápidamente en los próximos meses. Con suerte, podrá evitarse 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 idiosincráticos y debilidades endémicas de sus políticas macroeconómicas.

En este contexto, los bancos centrales de América Latina deben ser cautelosos y mantener su actual política restrictiva hasta que haya evidencia clara de que la inflación está disminuyendo de manera consistente. Un aflojamiento prematuro de la política monetaria puede debilitar la credibilidad que tanto ha costado lograr.

Sin embargo, el peso del combate contra la inflación 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, tal como ocurrió recientemente en el Reino Unido. Tener déficit presupuestarios estructurales más pequeños y colchones de liquidez más grandes será fundamental para reducir la vulnerabilidad financiera.

Por otra parte, la comunidad internacional debe considerar promover acciones específicas dirigidas a reducir los niveles de deuda de mercado en los países emergentes y en desarrollo, por ejemplo, a través de programas de recompra de deuda. En concreto, 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. 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 costosos procesos de reestructuración de deuda soberana.

Análisis

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 idiosincráticos como Argentina y Venezuela, donde las altas tasas de inflación han sido la norma durante mucho tiempo), la inflación comenzó a aumentar a mitad de 2021, al mismo tiempo que lo hacía en EEUU. El hecho de que la creciente inflación y la respuesta política hayan sido un fenómeno global sincronizado refleja dos causas principales, ambas directamente relacionadas con la pandemia asociada al COVID-19.

Los confinamientos y las restricciones de movilidad en todo el mundo tuvieron un impacto adverso en la oferta de bienes y servicios, a raíz de las graves interrupciones en las cadenas de suministro globales y el inevitable cierre de importantes sectores económicos. A la vez, el factor más importante ha sido la respuesta ante esta situación de la política fiscal y monetaria en EEUU 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 por ejemplo la crisis financiera global de 2008-2009.

Inicialmente y de manera similar a lo ocurrido en 2008-2009, la expansión monetaria no estuvo asociada a presiones inflacionarias. En la crisis financiera global, la Reserva Federal aumentó la emisión monetaria para compensar la destrucción de liquidez privada que se produjo tras la caída de Lehman Brothers. En contraste, en 2020 –con las crisis del COVID ya desatada– hubo un fuerte aumento en la demanda precautoria de liquidez. Así, pese al aumento de 20 puntos porcentuales en la 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. Los temores que habían inducido el fuerte aumento de la demanda precautoria de liquidez comenzaron a revertirse gradualmente, creando un incipiente exceso de liquidez en EEUU. Además, EEUU 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 de 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 una política monetaria restrictiva en el mercado laboral y la actividad económica. El resultado fue que la política monetaria en EEUU y otras economías avanzadas se demoró en 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 EEUU, 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 EEUU y otras economías avanzadas, las políticas locales (que fueron sincronizadas) también afectaron la trayectoria de la inflación. Como en la mayoría de las regiones, los gobiernos de América Latina llevaron a cabo políticas fiscales expansivas para apoyar a hogares y empresas 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 domésticas y la inflación.

La respuesta de la política monetaria

A diferencia de la Reserva Federal, que reaccionó tarde a la aceleración de la inflación e inició su ciclo restrictivo 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 restrictivo en mayo de 2021, seguido por 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 de hogares y empresas para evitar males mayores puede ser deseable.

Perspectivas de inflación en la región y riesgos

La inflación de EEUU 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 del 4,5% al 5% para 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.

Otros factores pueden contribuir a que la inflación global se reduzca más rápido de lo previsto. En primer lugar, el apretón 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 EEUU 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 EEUU como en la Eurozona ha complementado el aumento de las tasas de política monetaria.

En América Latina la reacción temprana 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, al menos por el momento, controlando la inflación sin causar una recesión. Además, en un contexto de elevados desequilibrios presupuestarios, 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, 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 idiosincráticos y debilidades endémicas de sus políticas macroeconómicas.

Conclusiones

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 bonos de alto rendimientos (*high yield*) de mercados emergentes, que se mantienen en niveles extremadamente elevados, sólo comparables con los picos alcanzados durante la pandemia y el colapso de Lehman. Al mismo tiempo cabe destacar que 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, los bancos centrales de América Latina deben ser cautelosos y mantener su actual política restrictiva hasta que haya evidencia clara de que la inflación está disminuyendo. Un aflojamiento prematuro 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 hacia la región. En este contexto, el peso 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 déficit presupuestarios estructurales más pequeños y colchones de liquidez más grandes será fundamental para reducir la vulnerabilidad financiera.

Como ya es ampliamente reconocido, las políticas como respuesta a la pandemia del COVID llevó a 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 acontecimiento 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 mal equilibrio. 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 internacional de capitales y los indicadores de riesgo en países emergentes y 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. La comunidad internacional debe considerar promover acciones específicas dirigidas a reducir los niveles de deuda de mercado en los países emergentes y en desarrollo, por ejemplo, a través de recompras de deuda. En concreto, 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 la financiación necesaria para pagar al FMI 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 una trayectoria de deuda y tienen un incentivo para utilizar los recursos del FMI 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 el cortoplacismo político 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, y ahora más que nunca, es fundamental que la política económica tenga el apoyo inequívoco de las autoridades políticas. Muchos países de la región están experimentando entornos políticos más polarizados y los nuevos gobiernos afrontan desafíos económicos inusuales. Los responsables de las políticas públicas deben mantener el rumbo y esforzarse por consolidar un apoyo político lo más amplio posible. La capacidad de aglutinar apoyo político y lograr estabilidad se ha convertido en un componente esencial para generar confianza.