

## Perspectivas económicas y retos para las Américas en 2024

Discurso de Alexandre Tombini

Representante jefe, Oficina de Representación para las Américas, Banco de Pagos Internacionales<sup>1</sup>

Celebración del 60 Aniversario y 300 Reunión del Consejo Monetario Centroamericano.  
San Salvador, El Salvador, 22 de febrero de 2024.

### Introducción

Antes que nada, quisiera agradecer al Consejo Monetario Centroamericano por la amable invitación a la conmemoración de su 60 aniversario. Además, estoy muy honrado de compartir este festejo con varios Gobernadores de los bancos centrales de la región y colegas de otras instituciones y poder escuchar sus opiniones.

Sin duda son tiempos retadores para la banca central ya que enfrentamos una elevada incertidumbre tanto por el rumbo de la economía, como por la respuesta de política económica apropiada. Después de la pandemia, nuestro paciente llamado estabilidad de precios, enfermó gravemente, se le proveyó de medicina rápidamente y ahora es momento de empezar (o continuar) el retiro del tratamiento. El ritmo de ese retiro y el momento en el que terminemos dicho tratamiento, son cruciales para la recuperación y la continuidad de la salud de nuestro paciente.

Después de que la inflación alcanzara cifras de dos dígitos en algunos países de la región<sup>2</sup> en 2022, ya lleva casi dos años disminuyendo de manera sostenida, si bien con cierta volatilidad recientemente (Gráfico 1). Los bancos centrales de la región están fortalecidos por el arduo trabajo en mantener la inflación en línea en las últimas décadas, pero son conscientes de los riesgos y de que no gozan del lujo de poder esperar a confirmar si las presiones inflacionarias eran persistentes.<sup>3</sup> Por ello, no dudaron en reaccionar y subir decisivamente las tasas de interés de referencia hasta alcanzar niveles elevados. (Sobre esto hablaré con más detalle.)

Puede afirmarse que, hasta ahora y en general, se ha logrado disminuir la inflación sin crear una recesión económica, sobre todo en Estados Unidos. Adicionalmente, las acciones de política monetaria decisivas y contundentes han logrado evitar una espiral de precios y salarios como las que llegamos a ver en épocas pasadas. De no haber actuado los bancos centrales, podríamos haber enfrentado un largo periodo de alta inflación. Además, también se ha logrado evitar una crisis financiera.

---

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

<sup>2</sup> En esta presentación hablaré de las perspectivas para las Américas enfocando principalmente en las economías que componen el Consejo Consultivo de las Américas (CCA) del Banco de Pagos Internacionales.

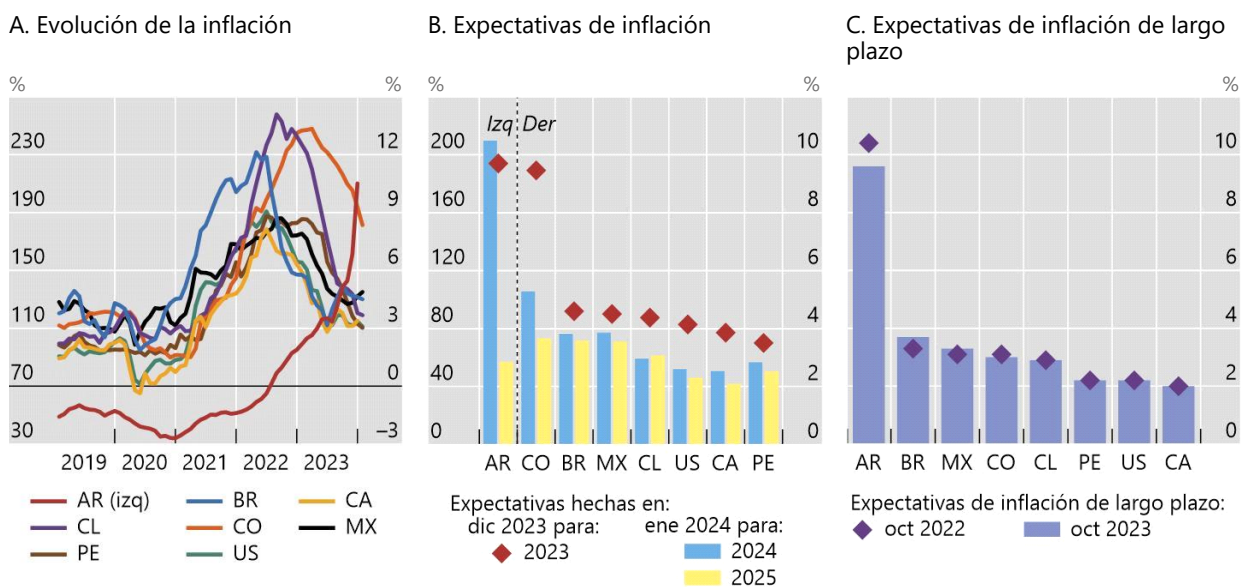
<sup>3</sup> Véase BPI (2021).

Quisiera destacar un hecho que, para mí, es una de las mejores noticias. En todo momento, incluso cuando la inflación observada estaba en sus niveles más elevados, se esperaba que esta disminuyera y las expectativas de inflación de mayor plazo se mantuvieron ancladas y cerca a la meta de inflación (Gráfico 1.B, 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.<sup>4</sup>

No obstante, *no podemos cantar victoria aún*. El último tramo de disminución de la inflación, “la última milla”, puede ser la más difícil de alcanzar.<sup>5</sup> Disminuir la inflación debe seguir siendo el objetivo prioritario. Sobre esto hablaré a continuación. Primero haré un recuento de en dónde estamos situados hasta ahora para luego hablar de la gran incertidumbre que rodea a la política monetaria. También discutiré las implicaciones de estabilidad financiera de las altas tasas (incluso si estas bajan) y terminaré con una reflexión sobre los riesgos hacia adelante.

La inflación descende y las expectativas se acercan a la meta

Gráfico 1



Fuentes: Consensus Economics; datos nacionales.

<sup>4</sup> Véase Tombini et al (2023).

<sup>5</sup> Véase Carstens (2024).

## Hasta dónde hemos llegado

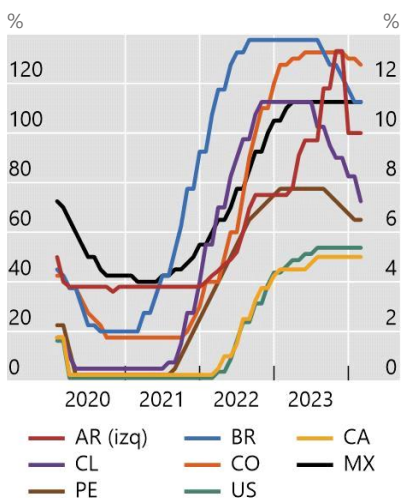
Después de alcanzar un promedio de 8,7% en la región en 2022, la inflación ha venido disminuyendo de manera importante a un promedio de 4,9% en diciembre de 2023. Las proyecciones para la inflación indican que esta continúe disminuyendo en 2024 y aún más en 2025, alcanzando niveles cercanos a la meta y en algunos países de facto alcanzándola (Gráfico 1.B).

Después de disminuir las tasas de interés nominales y reales *ex ante* en 2020/21 de manera pronunciada, ante el inminente aumento en la inflación, desde 2021 todos los bancos centrales de la región comenzaron a subir tasas de referencia por un largo periodo (Gráfico 2.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 por los bancos centrales (Gráfico 2.B).

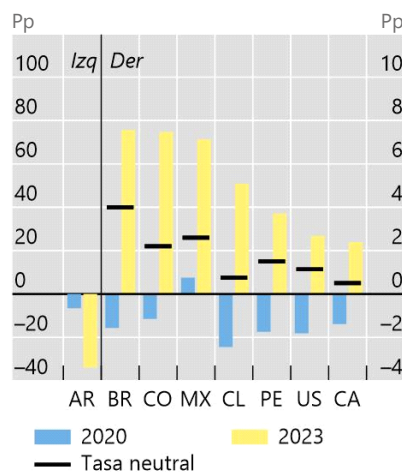
### Se implementa el retiro de la restricción monetaria en 2024 y 2025

Gráfico 2

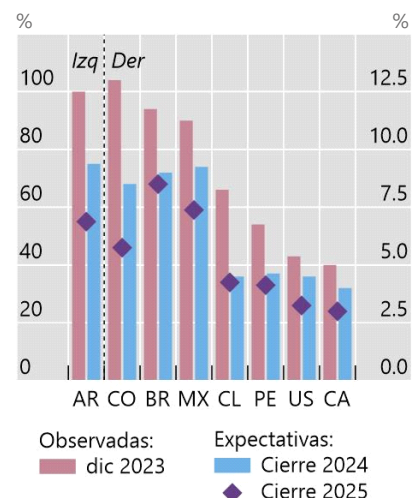
A. Tasas de política monetaria<sup>1</sup>



B. Tasas de interés real *ex ante*<sup>2</sup>



C. Tasas de interés esperadas al cierre



<sup>1</sup> Tasas de interés al final de mes. <sup>2</sup> 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.

Aun así, las economías se mostraron resistentes, con algunas excepciones, y la mayoría con un desempeño mejor que lo esperado a inicios del año pasado. Por ejemplo, para Estados Unidos se esperaba en enero de 2023 un crecimiento para ese año de 1,1% y para diciembre de 2023 se esperaba que este fuera de 2,6%. En la mayoría de los países, los que sostuvieron este buen desempeño fueron el consumo y el mercado laboral (Gráfico 3.A).

Cabe señalar que los mercados financieros de las economías emergentes asimilaron de manera adecuada, en general, la mayor astringencia financiera, en parte debido a los altos diferenciales de tasas de interés respecto de las economías avanzadas, principalmente Estados

Unidos (Gráfico 4.A). No hubo salidas abruptas de flujos de capital ni incrementos grandes o súbitos en primas de riesgo, salvo algunos episodios de volatilidad (Gráfico 4.B). Más aún, los tipos de cambio se mantuvieron estables e incluso con apreciaciones en algunas monedas (Gráfico 4.C). Es de destacar la madurez y profundidad que han alcanzado estos mercados financieros de diversas economías emergentes. Dicho esto, algunos países con mercados menos profundos en Centroamérica enfrentaron condiciones adversas en los mercados de deuda.<sup>6</sup>

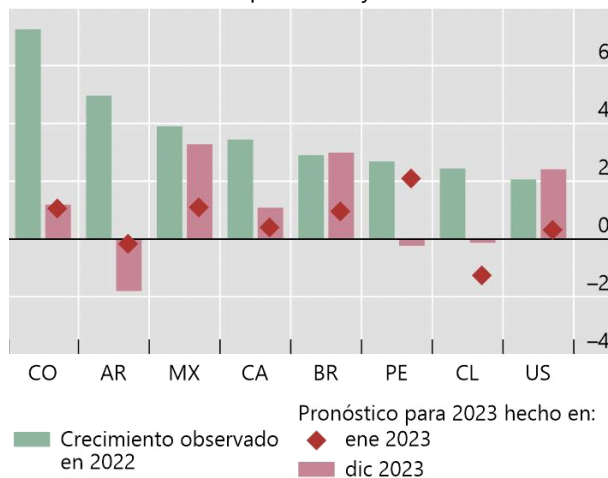
Actualmente, varios bancos centrales pausaron los cambios en la postura de política monetaria, evaluando el efecto del incremento en tasas de referencia sobre la economía y la inflación. Algunos suspendieron dicha pausa y comenzaron con recortes a la tasa de referencia desde hace unos meses. Otros aún están en pausa, pero se espera que para mediados de este año comiencen a disminuir las tasas de referencia y continúen haciéndolo en 2024 y 2025, como se mostró antes. Si bien esto es lo que esperan los mercados financieros, existen varios factores latentes que pueden ajustar estos pronósticos.

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

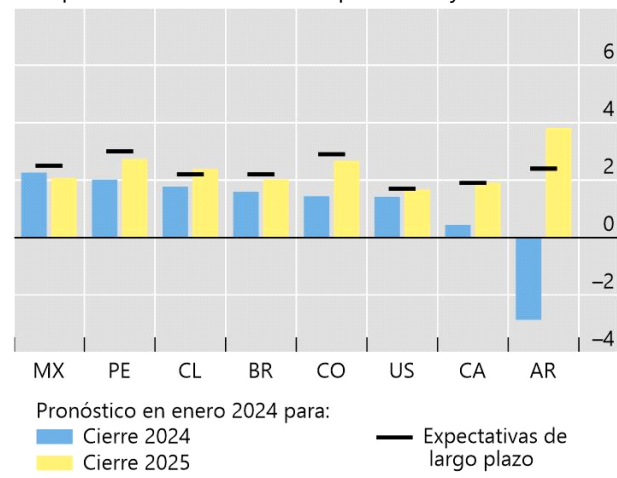
En porcentaje

Gráfico 3

A. Crecimiento del PIB para 2022 y 2023



B. Expectativas de crecimiento para 2024 y 2025



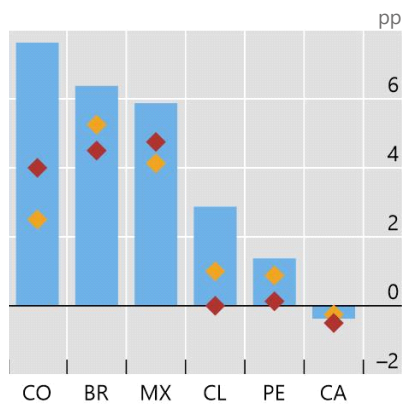
Fuentes: IMF; Consensus Economics; datos nacionales.

<sup>6</sup> Véase Tombini (2023) y Doornik et al (2024).

Los mercados financieros han asimilado las mayores tasas de interés adecuadamente

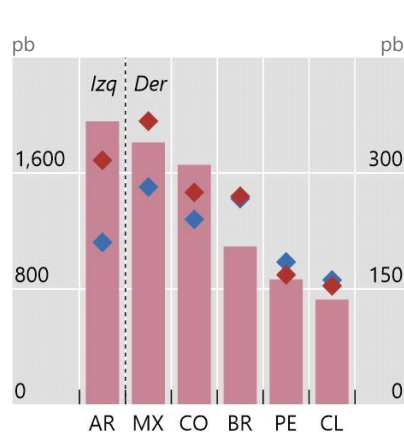
Gráfico 4

A. Diferencial de tasas de referencia con la tasa de la Reserva Federal<sup>1</sup>



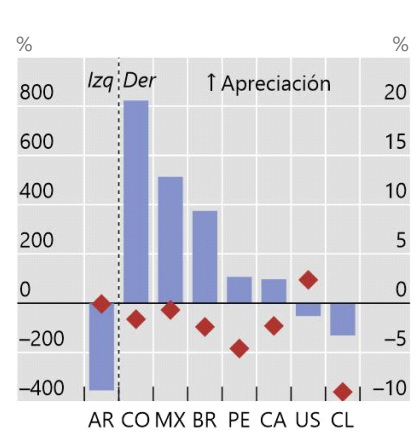
Diferencial de tasas de política monetaria:  
2023 (Barra azul) 2024 (Diamante rojo) 2025 (Diamante amarillo)

B. Primas de riesgo



Febrero 2024 (Barra rosa) Media últimos 15 años (Diamante azul) Media últimos 5 años (Diamante rojo)

C. Tipos de cambio



Tasa de apreciación durante:  
2023 (Barra azul) 2024 (Diamante rojo)

<sup>1</sup> Pronósticos de tasas esperadas de Bloomberg para 2024 y 2025.

Fuentes: Bloomberg; JPMorgan; datos nacionales; BPI.

## Incertidumbre para la política monetaria: ¿Cuándo? ¿Cuánto? ¿Hasta dónde?

Actualmente hay una alta incertidumbre respecto a la política monetaria. Si bien el rumbo al que nos dirigimos es claro, el inicio del recorte de tasas (en algunos casos), 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.

Todos conocemos los dilemas que enfrenta la política monetaria. Con ello me refiero a diversas situaciones. Algunas en las que la respuesta de política monetaria adecuada es más fácil (o menos difícil) dado que la inflación y el crecimiento apuntan en la misma dirección. Por ejemplo, cuando la inflación viene bajando claramente y la economía se está desacelerando (y la respuesta sería bajar tasas de interés). También es más sencilla la respuesta cuando inflación muestra una gran inercia y es difícil de que baje y, al mismo tiempo, la economía viene más fuerte que lo esperado (la respuesta generalmente sería mantener las tasas o incluso subirlas). El dilema se presenta cuando estas dos variables van en direcciones contrarias. Una situación podría ser en la que la inflación muestre signos de descenso, pero la economía se esté acelerando, lo que significa presiones inflacionarias futuras. Peor aún, una situación en que la inflación está elevada y la economía se desploma (estagflación). En estas dos últimas ocasiones es bastante más difícil decidir, se tienen que sopesar muchos factores que estén detrás de la inflación y el crecimiento, por ejemplo, factores de oferta y demanda, así como cíclicos o más estructurales, para poder tomar una decisión apropiada.



De hecho, actualmente las perspectivas de la política monetaria están sujetas a una incertidumbre significativa. En la mayoría de las economías de la región, la volatilidad implícita de las opciones sobre tasas de interés a un año es elevada. Sin embargo, este indicador se ha alejado de los máximos registrados durante 2023 (Gráfico 5.A). Además, el desacuerdo en las proyecciones de los analistas económicos sobre las tasas de política futuras también es bastante alto, aunque también mucho menor que hace un año (Gráfico 5.B). Por ejemplo, en Estados Unidos, el componente de política monetaria del índice de incertidumbre de la política económica, ampliamente seguido, está cerca del nivel más alto desde la desinflación de Volcker a principios de la década de los 80 (Gráfico 5.C).

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. Me gustaría destacar cinco elementos que considero incrementan la incertidumbre en la toma de decisiones de política monetaria.

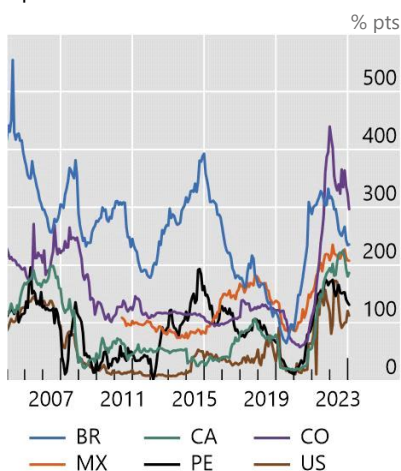
**Primero**, no olvidemos que este incremento inflacionario fue una sorpresa para los distintos observadores de la economía (bancos centrales, sector financiero, organismos internacionales). Al principio no se podía identificar si era un fenómeno temporal o más persistente. Nuestros modelos económicos fueron puestos a prueba y, en general, fallaron.

**Segundo**, cuando se iniciaron los ciclos monetarios restrictivos, se estimaba un descenso en el crecimiento importante. En 2022, las expectativas de crecimiento para 2023 eran bajas y se fueron revisando al alza durante 2022 e incluso durante y aún a finales del 2023. A ello contribuyeron factores como el impulso otorgado por las políticas fiscal y monetaria durante la pandemia, los niveles de ahorro de los hogares, así como la demanda pospuesta por parte de los hogares (*pent-up demand*).

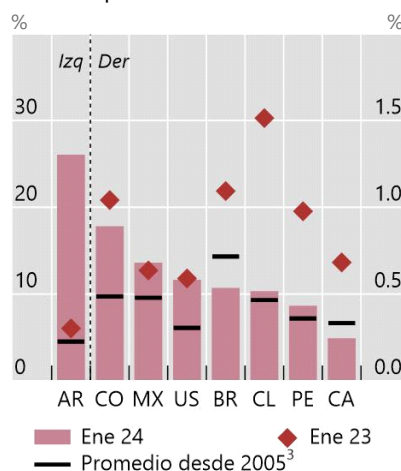
## El camino de la política monetaria continúa incierto

Gráfico 5

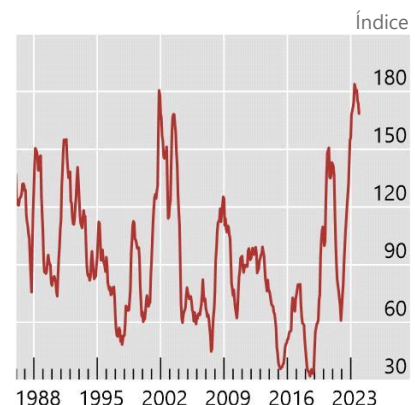
A. Volatilidad implícita sobre opciones de tasas de interés<sup>1</sup>



B. Dispersión del pronóstico de las tasas de política monetaria<sup>2</sup>



C. Incertidumbre sobre la política monetaria de Estados Unidos<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Puntos de volatilidad reportada para *swaps at-the-money* a un año con vencimiento a tres meses. <sup>2</sup> Dispersión para el pronóstico enviado por analistas al Consensus sobre la tasa de política monetaria. <sup>3</sup> Información disponible para CO y PE desde 2017. <sup>4</sup> Datos históricos sobre el componente de política monetaria de EPU (Economic Policy Uncertainty). Medias móviles a 12 meses.

Fuentes: Baker et al (2016); Consensus Economics; BIS.

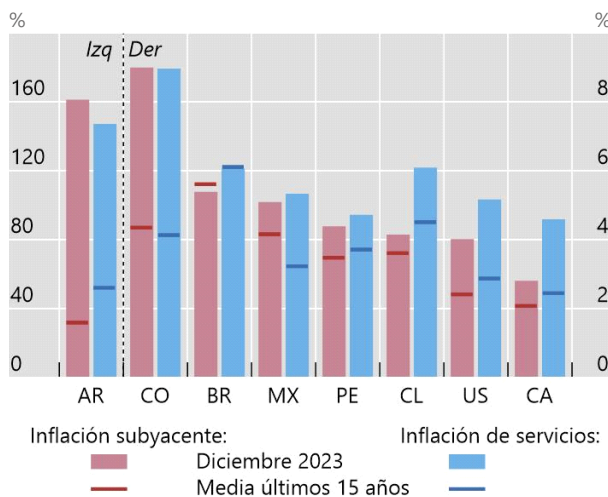
**Tercero**, dados los cambios en la economía, ha sido difícil evaluar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, la fortaleza relativa de sus canales, así como el tiempo en que le toma operar a la política monetaria. A esto contribuye el hecho de que empresas y hogares refinanciaron deuda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

**Cuarto**, los pronósticos que indican que la inflación va a llegar de manera directa y lineal a la meta de inflación, también podrían estar ignorando las dificultades que implicara la última milla. Es decir, 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 una inflación subyacente, sobre todo de servicios, mucho más resistente a la baja. De hecho, ambas inflaciones se encuentran por arriba de sus promedios históricos (Gráfico 6.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 6.B). No obstante, cabe señalar que las negociaciones salariales recientes se llevan a cabo con expectativas de inflación más cerca a la meta. 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, los ajustes en política de comercio internacional y las tensiones geopolíticas.

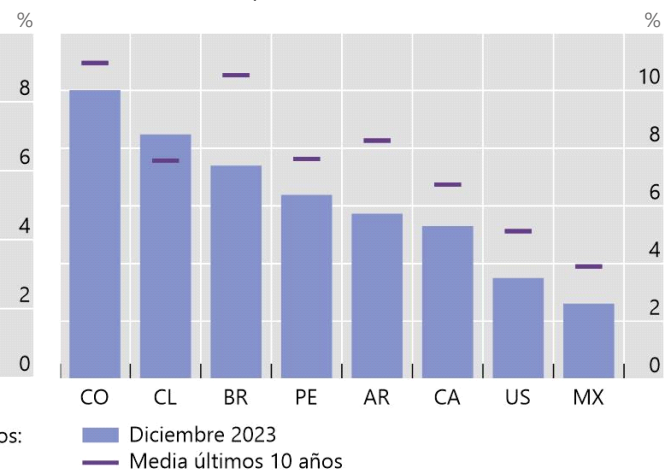
Inercia en la inflación subyacente ante un mercado laboral fuerte

Gráfico 6

A. Tasas de inflación



B. Tasas de desempleo



Fuente: Datos nacionales.

**Por último**, otra gran incógnita es el nivel de la tasa neutral o natural ( $r^*$ ), la cual es un importante referente para la tasa terminal en este ciclo de disminuciones de tasas de interés. Además, 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.<sup>7</sup> En este caso, me gustaría mencionar uno que incrementa  $r^*$  en el reciente entorno. Me refiero a la política fiscal, debido a que los déficits fiscales absorben recursos financieros y reducen el ahorro agregado y posiblemente desplacen 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 general, además de la incertidumbre que rodea la estimación, existe la intuición que  $r^*$  podría ser más elevada. Los factores detrás de una mayor  $r^*$ , incluyendo aquellos que conducen a una mayor inflación, también implican un periodo prolongado de mayores tasas de interés (*high for longer*) y esto tiene importantes efectos sobre la estabilidad financiera.

## Riesgos de estabilidad financiera por altas tasas

En general, los sistemas financieros de las Américas han resistido bien el aumento de las tasas de interés desde 2021, a pesar de las interrupciones entre los bancos medianos estadounidenses en marzo de 2023. Los impagos se han contenido hasta ahora y el sector bancario sigue estando bien capitalizado y líquido, al menos en conjunto. No obstante, la gran pregunta sigue siendo si este panorama benigno persistirá aun con tasas altas por un periodo prolongado.<sup>8</sup>

Necesitamos observar de cerca el impacto de las tasas de interés más altas. Los incumplimientos están aumentando en muchos países de la región, pero siguen siendo bajos en comparación con los estándares históricos. Esto puede reflejar en parte prudencia por parte de los prestamistas, sin duda alentada por supervisores atentos y una regulación sólida. Pero también podría reflejar varios factores por el lado de la demanda. Este ciclo de restricción monetaria no encontró a los hogares y empresas con desbalances significativos, sino con ahorros a raíz de los estímulos fiscales y monetarios en la pandemia. También encontró a los hogares con empleo, dada la fortaleza del mercado laboral y, además, los encontró ya habiendo aprovechado la oportunidad de refinanciar su deuda a tasas de interés muy bajas en años pasados. Todo ello ha ocasionado retrasos en la transmisión de condiciones financieras más estrictas sobre la solvencia crediticia de empresas y hogares. Por lo tanto, deberíamos prepararnos para posibles aumentos de los impagos, sobre todo ante la desaceleración económica que se espera en 2024 aun con tasas de interés elevadas, aunque estas bajen. Una preocupación particular es un escenario de inflación persistente y bajo crecimiento, que obligaría a los bancos centrales a mantener las tasas de interés en un nivel elevado durante algún tiempo.

Adicionalmente, uno de los riesgos es que se presente una pared de refinanciamiento (*wall of maturities*). Se espera en que los siguientes dos a tres años las necesidades de refinanciamiento estén elevadas (Gráfico 7). Si bien las tasas de interés probablemente hayan disminuido para

---

<sup>7</sup> Véase Benigno et al (2024).

<sup>8</sup> Tombini (2023).



entonces, aún estarán más altas que antes que la pandemia quizás, lo que significaría un mayor gasto en servicio de la deuda y menores recursos disponibles para los hogares y empresas.<sup>9</sup>

Cabe señalar que incluso un aumento de los impagos no necesariamente pone en peligro la estabilidad del sistema financiero. Los bancos tienen más capital que en el pasado y gozan de abundante liquidez y elevados márgenes en algunos préstamos. Los estándares de supervisión también pueden ser más altos, aunque obviamente esto es muy difícil de medir. Pero las crecientes pérdidas crediticias podrían erosionar las reservas y hacer que el sistema financiero sea más susceptible a *shocks* futuros.

Incluso en ausencia de tensiones agudas, podrían existir presiones a largo plazo sobre la capacidad del sistema bancario para intermediar el crédito. A veces me pregunto si nuestros sistemas bancarios no se han vuelto “demasiado” estables e incluso con razones de crédito a PIB menores que en economías avanzadas. La participación de los bonos en el balance de los bancos latinoamericanos se ha duplicado en la última década, a casi el 30%. La gran mayoría de estos bonos han sido emitidos por el gobierno. Si bien esto puede explicarse en parte por el aumento de la deuda pública y la disminución de la demanda de préstamos durante la pandemia, podría aumentar el riesgo de desplazar los préstamos al sector privado. Esto, a su vez, podría frenar aún más el crecimiento.

Por último, en ciclos de endurecimiento monetario pasados, las vulnerabilidades surgieron después de un largo rezago, debido a que la razón de gastos por intereses a deuda se incrementa lentamente y que, por lo mismo, la razón de cobertura de gasto por intereses disminuye paulatinamente, por lo que las quiebras financieras tardan en surgir. Ante ello, no podemos descartar una crisis financiera o al menos gran turbulencia (Gráfico 8).

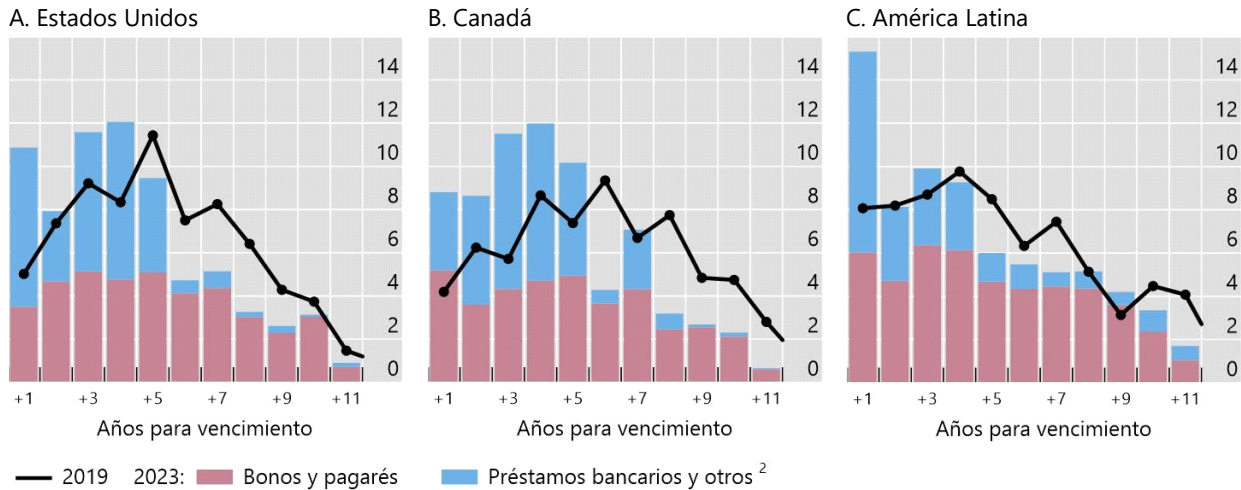
---

<sup>9</sup> Una mayor parte de la deuda de hogares, empresas y gobiernos en economías de mercado emergentes está denominada en moneda local respecto al pasado. Sin embargo, inversionistas en deuda a largo plazo también reaccionan a fluctuaciones en el tipo de cambio, por lo que todavía hay riesgos. Véase Bertaut et al (2024)..

## Estructura de deuda de las empresas por tipo de endeudamiento<sup>1</sup>

En porcentaje del total de deuda

Graph 7



<sup>1</sup> Deuda con vencimiento en el próximo año (+1), en uno o dos años (+2), etc. En una muestra de empresas cotizadas en la región, en relación con la deuda total de empresas con datos disponibles para ambos años. Para 2023, estructura de deuda al último trimestre disponible. América Latina = AR, BR, CL, CO, MX y PE. <sup>2</sup> Incluye préstamos a plazo, crédito revolving, arrendamiento de capital, papel comercial, fideicomiso preferente y otros préstamos.

Fuentes: Capital IQ; BIS.

## Retos macroeconómicos globales para 2024

Las cosas han ido bien en términos de inflación, crecimiento y restricción monetaria. No ha habido disrupciones 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. Este escenario perfecto incluye: (i) que la inflación regresa con certeza a su meta; (ii) que la economía se desacelera suavemente en 2024 para después repuntar en 2025; y (iii) que los bancos centrales retiran la restricción monetaria paulatinamente durante 2024 y 2025.

Veo varios riesgos al respecto, de hecho, ya estamos viendo ajustes a ese escenario casi perfecto. A continuación, enumero los cuatro riesgos que me parecen más apremiantes.

**Primero**, es un riesgo en sí la expectativa tan optimista de que todo esto suceda sin episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Una decepción de los mercados podría conducir a ajustes abruptos en las valuaciones de riesgo y precios de los activos.

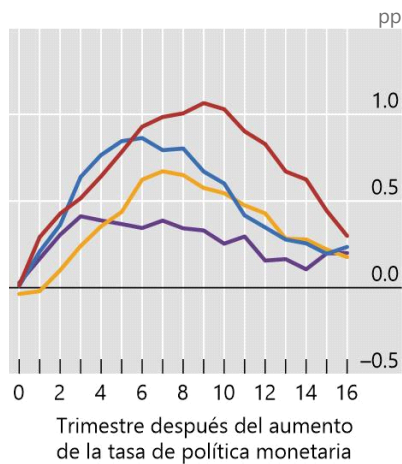
**Segundo**, uno de los principales riesgos en la región es la divergencia entre los ciclos monetarios, en este proceso de disminución de tasas, las economías de América Latina son quienes llevan la delantera. Ante ello, los diferenciales de tasas con las economías avanzadas han

comenzado a disminuir. Eso podría generar volatilidad, alza en primas de riesgo, posibles salidas de capital y depreciaciones cambiaras.<sup>10</sup>

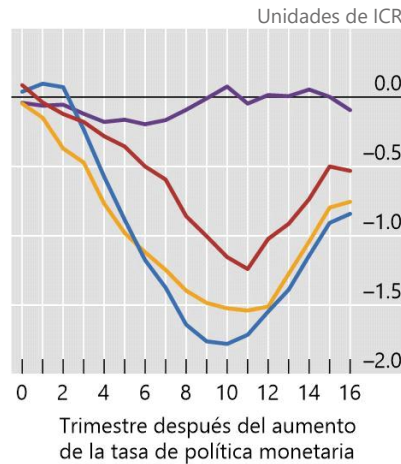
En ciclos de endurecimiento pasados, las vulnerabilidades surgieron después de un largo rezago

Graph 8

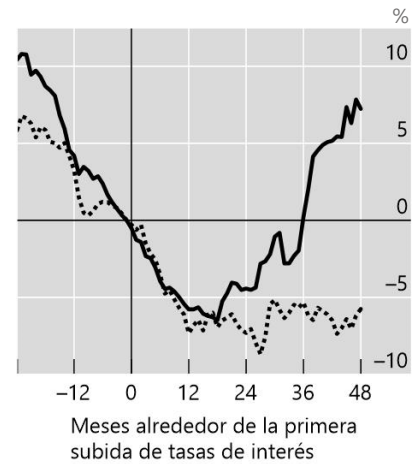
A. Cambio en el IER<sup>1,2</sup>



B. Cambio en el ICR<sup>3</sup>



C. Las quiebras surgen con un rezago<sup>4</sup>



— América del Norte — Europa — Asia-Pacífico — América Latina — Alta deuda ..... Baja deuda

<sup>1</sup> IER = ratio de gastos por intereses (IER, por sus siglas en inglés), definido como el ratio (en porcentaje) entre los gastos brutos por intereses de una empresa y la deuda total (incluidos los préstamos bancarios y la deuda del mercado). <sup>2</sup> Efecto estimado ante un incremento de 1 punto porcentual de la tasa de política monetaria en las IER y ICR de las empresas. <sup>3</sup> ICR = ratio de cobertura de intereses (ICR, por sus siglas en inglés), definido como el ratio entre los beneficios operativos de una empresa y los gastos brutos por intereses. <sup>4</sup> Variación porcentual en el número de quiebras de sociedades no financieras con respecto al número de quiebras de sociedades no financieras que prevalecieron en el mes anterior al inicio del episodio de endurecimiento (mes -1). Mediana de una muestra de episodios pasados de ajuste monetario. Línea vertical: mes de la primera subida de la tasa de política en los episodios de ajuste.

Fuentes: Capital IQ; fuentes nacionales; BIS.

**Tercero**, los bancos centrales ahora no tienen espacio para dejar pasar choques adicionales, 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 desvíen a la inflación de su convergencia a la meta, muy probablemente, tendrán que ser combatidos con política monetaria. En este sentido es reconfortante que, al parecer, los efectos del fenómeno de El Niño serán limitados en la región.

**Cuarto**, la postura fiscal. 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 de demanda agregadas para lograr reducir la inflación (Gráfico 9). Asimismo, una razón deuda a PIB alta en un ambiente de altas tasas de interés, genera

<sup>10</sup> Véase Aguilar et al (2023).

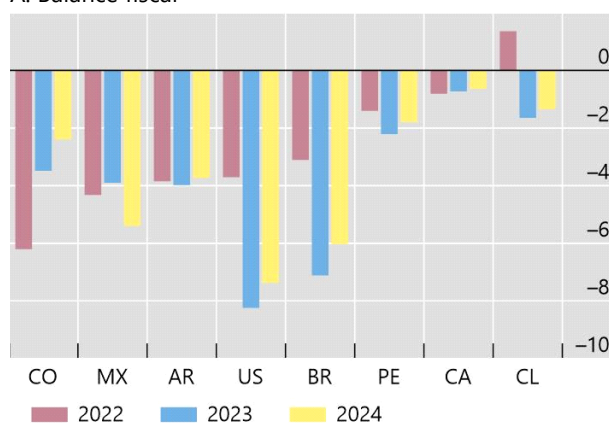
altos costos de financiamiento.<sup>11</sup> Todo esto conlleva a una absorción de recursos financieros en momentos de condiciones financieras globales y locales de astringencia, llevando incluso a un desplazamiento de la inversión. Así, la postura fiscal puede dificultar el trabajo de la política monetaria e incrementar el tiempo que sea necesario mantener una postura monetaria restrictiva. Además, como ya se mencionó, la política fiscal también puede influenciar a  $r^*$ .

### La postura fiscal se mantiene expansiva

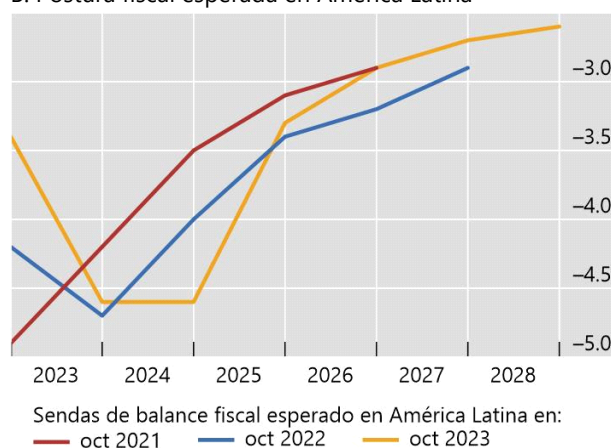
En porcentaje del PIB

Graph 9

A. Balance fiscal



B. Postura fiscal esperada en América Latina



Fuente: FMI.

En este proceso de retiro de la restricción monetaria será crucial la comunicación de los bancos centrales con el público. Existen dificultades para leer e interpretar a la economía, y se percibe una gran incertidumbre alrededor de la política monetaria en estos momentos. El éxito obtenido hasta el momento es muy valioso, no podemos bajar la guardia y correr el riesgo de un relajamiento monetario prematuro. La prioridad sigue siendo la estabilidad de precios.

<sup>11</sup> Borio et al (2023).

## 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.

Baker, S, N Bloom and S Davis (2016): "Measuring economic policy uncertainty", *Quarterly Journal of Economics*, vol 131, no 4, pp 1593–636.

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.

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

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 the 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*, próximo.

Tombini, A (2023): "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 (2023): "Financial stability risks in a higher rate environment", discurso en the International Finance Forum (IFF) 20th Anniversary, Guangzhou, 27–29 octubre.

Tombini, A, A Aguilar, J Frost, C Upper y F Zampolli (2023): "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.