

Recuadro 2

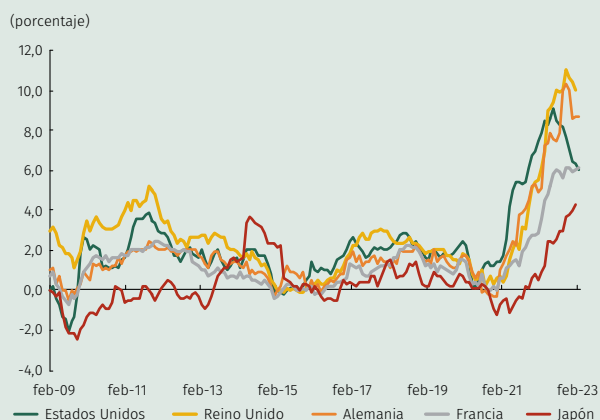
La inflación y la política monetaria global

Durante el último año y medio el mundo ha enfrentado un revés importante de un comportamiento bajo y estable de la inflación, el cual se había observado durante varios años. El incremento de precios que se ha presentado desde 2021 ha ocurrido en un contexto de aumentos en la demanda agregada, derivado de la reactivación económica que surgió tras la pandemia, el debilitamiento de los aparatos productivos en todo el mundo, las disrupciones en las cadenas globales de suministro y los aumentos en los precios de los sectores energéticos, entre otros factores.

Desde el último trimestre de 2022 la inflación mundial ha empezado a mostrar signos de desaceleración, y en un número importante de países parece haber alcanzado un techo, debido a la posición restrictiva de la política monetaria, los menores precios de las materias primas y la dilución de choques de oferta. La consolidación fiscal que se ha dado en varias economías, luego de retirar los estímulos implementados en la pandemia, también ha permitido una reducción de la inflación, al contraerse la demanda agregada (Gráfico R2.1). La inflación básica, que excluye los precios de los alimentos y la energía, se ha moderado, aunque aún no inicia una senda descendente en la mayor parte de las economías. La persistencia de esta medida de inflación respondería a que aún se mantienen los excesos de demanda y a que los mercados laborales continúan apretados.

A pesar de las correcciones recientes en la tendencia de la inflación mundial, tanto su nivel como sus expectativas continúan muy por encima de los niveles prepandemia y de las metas de las autoridades monetarias. Aunque en 2022 se implementaron aumentos en las tasas de política monetaria por parte de la mayoría de los bancos centrales, se espera que la inflación continúe siendo persistente y que la convergencia hacia sus respectivas metas tome más tiempo del que se tenía previsto meses atrás. De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), la inflación global finalizaría 2023 en el 6,6%, alcanzando un 4,6% en las economías avanzadas y un 8,1% en las emergentes. Con este panorama, la postura contraccionista de la política monetaria global permanecería, con el fin de continuar con la reducción de la inflación y la convergencia hacia sus metas. Esta reducción también estaría apoyada por disminuciones del precio internacional del petróleo y otros productos básicos.

Gráfico R2.1
Inflación anual al consumidor



Fuente: bancos centrales y oficinas de estadística.

1. Antecedentes y factores que explican el incremento de la inflación global

La dinámica actual de la inflación se atribuye a diversos factores, principalmente relacionados con los efectos de la pandemia y de las medidas adoptadas para hacerle frente, además de la coyuntura económica y geopolítica de los últimos años. Esta dinámica ha sido caracterizada tanto por choques de oferta como de demanda, en un periodo de alta volatilidad de los mercados internacionales.

La pandemia del covid-19 trajo consigo dificultades en el frente económico para todos los países. Los efectos de las restricciones a la movilidad y la paralización de la actividad económica necesaria para hacer frente a la emergencia sanitaria repercutieron de forma importante sobre las economías de los hogares y las empresas, con efectos sobre los salarios, el empleo y las cadenas de valor. En este contexto, la prioridad de fortalecer los esquemas de salud y mitigar el efecto de la pandemia sobre los hogares y las empresas resultaron en im-

portantes estímulos fiscales y en posiciones más expansivas de la política monetaria en los países que contaban con espacio para hacerlo.

Con la apertura de las economías y las menores restricciones sobre la movilidad desde finales de 2020 y principios de 2021, comenzaron a materializarse los efectos de la pandemia sobre la inflación, explicados por factores tanto de demanda como de oferta. Por un lado, la reactivación de las economías y la permanencia de los estímulos fiscales y de política monetaria, con el objetivo de impulsar la recuperación económica, generaron presiones importantes sobre los precios a partir de los aumentos en la demanda. En particular, estas presiones estuvieron impulsadas por la recuperación del mercado laboral y el incremento del consumo como consecuencia de los estímulos, del ahorro represado y de un mayor flujo de crédito hacia los hogares. El dinamismo de la demanda agregada contribuyó a cerrar las brechas negativas del producto ampliadas con la pandemia, lo que generó una tendencia positiva en la inflación básica a través del crecimiento tanto del consumo público como del privado.

En el mismo sentido, se materializaron presiones inflacionarias desde la oferta que también contribuyeron a la dinámica de la inflación. En primer lugar, las disrupciones sobre las empresas y las cadenas productivas globales de bienes y servicios durante 2021 tuvieron una recuperación más lenta que la demanda agregada. A pesar de que la reapertura y los estímulos favorecían la reactivación de las empresas, las pérdidas en las cadenas globales de valor no permitieron que el ritmo de recuperación de la oferta igualara el de la demanda, contribuyendo a las presiones sobre la inflación. Segundo, los aumentos de los salarios y la evolución de los mercados laborales en algunos países se transmitieron en forma de mayores costos a las empresas, contribuyendo a las presiones sobre los precios de los bienes y servicios.

Además de los choques mencionados, la invasión de Rusia a Ucrania desde inicios de 2022 derivó en aún mayores presiones inflacionarias desde la oferta. En particular, las restricciones al comercio y las medidas económicas de la guerra contribuyeron a aumentos importantes en los precios de la energía en Europa, en el marco de un invierno más fuerte de lo esperado, así como en los precios de bienes intermedios (como los fertilizantes), lo que repercutió en los precios de los alimentos, con particular efecto sobre las economías emergentes. En el mismo sentido, el contexto geopolítico y sus efectos sobre la economía global, así como eventos idiosincrásicos a lo largo de 2022, afectaron las percepciones de riesgo, en mayor medida sobre los activos de las economías emergentes y, junto con una postura monetaria más restrictiva en Estados Unidos, derivaron en un fortalecimiento generalizado del dólar, principalmente en la segunda mitad de 2022. Esta depreciación global de las tasas de cambio, en el contexto de una mayor dinámica de la demanda agregada, contribuyó también a presiones inflacionarias adicionales tanto en bienes como en servicios, que fueron particularmente fuertes en los países en desarrollo con altas importaciones.

Aunque estas presiones han mostrado correcciones considerables en los últimos meses, así como los precios de los combustibles y de otras materias primas se han moderado, facilitando una reducción de la inflación total, las economías emergentes han continuado experimentando presiones inflacionarias importantes. La presencia de espirales de precios en las economías latinoamericanas y algunos países europeos parece contribuir a la inflación, transmitiendo los aumentos en el salario mínimo hacia los precios vía indexación y afectando las expectativas de inflación. Finalmente, el desmonte de subsidios sobre los precios de los alimentos o los servicios energéticos en algunos países ha representado presiones inflacionarias adicionales.

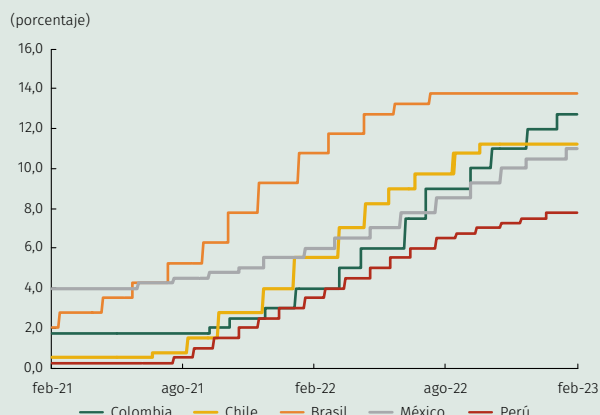
2. Respuesta de los bancos centrales ante las presiones inflacionarias

Los bancos centrales han respondido al aumento de la inflación con incrementos significativos de las tasas de interés de política monetaria, tanto en economías avanzadas como emergentes. El actual proceso de endurecimiento monetario se destaca por su velocidad y por ser un ciclo simultáneo y global que busca reducir la inflación y sus expectativas. Sin embargo, se observan diferencias entre economías avanzadas y emergentes, así como por regiones.

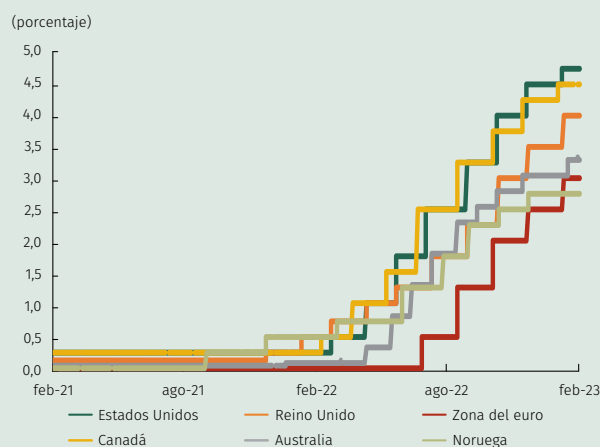
En América Latina, Brasil, Colombia, Chile y Perú las tasas de interés han aumentado en 1.175 pb, 1.100 pb, 1.075 pb y 750 pb, respectivamente. La normalización monetaria en la región inició en el segundo semestre de 2021, con excepción de Brasil, en donde el banco central realizó el primer incremento en sus tasas de interés en marzo de 2021 (Gráfico R2.2, panel A).

Gráfico R2.2
Tasas de interés de política monetaria

A. Economías emergentes



B. Economías avanzadas



Fuente: bancos centrales.

Entre las economías emergentes de Europa se destaca el ajuste realizado por Hungría, donde las tasas de interés han aumentado 1.240 pb desde junio de 2021. Por su parte, Polonia ha realizado incrementos por 665 pb desde octubre de 2021. Las economías emergentes de Asia, más abiertas internacionalmente que los demás emergentes, no han tenido presiones inflacionarias tan elevadas, por lo que los aumentos en sus tasas de interés han sido más bajos en comparación con otras regiones. Desde 2021, en Malasia, India y Filipinas las tasas de interés han aumentado 100 pb, 250 pb y 400 pb, respectivamente.

En economías avanzadas los incrementos de la tasa de interés de política monetaria superan los 300 pb frente a los niveles que alcanzaron durante la pandemia. La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá han incrementado sus tasas de interés en 450 pb, 300 pb, 390 pb y 425 pb, respectivamente. Estos bancos centrales iniciaron su ciclo de incrementos en la primera mitad de 2022, con excepción del BCE, que incrementó su tasa de interés en julio de ese año. En Japón no se han realizado cambios en la tasa de interés de política monetaria debido a las limitadas presiones inflacionarias que enfrenta su economía. Ante una inflación anual del 4%, el Banco Central de Japón ha mantenido su tasa de interés constante desde antes de la pandemia. Por su parte, el Banco de la Reserva de Australia ha aumentado su tasa de interés de intervención en 330 pb desde el cuarto trimestre de 2021. Además de los incrementos en la tasa de política monetaria, los países que durante la pandemia adoptaron medidas de expansión cuantitativa¹ han empezado a reducir el nivel de activos en sus hojas de balance, disminuyendo así la oferta de dinero en la economía para moderar la actividad económica y controlar la inflación (Gráfico R2.2, panel B).

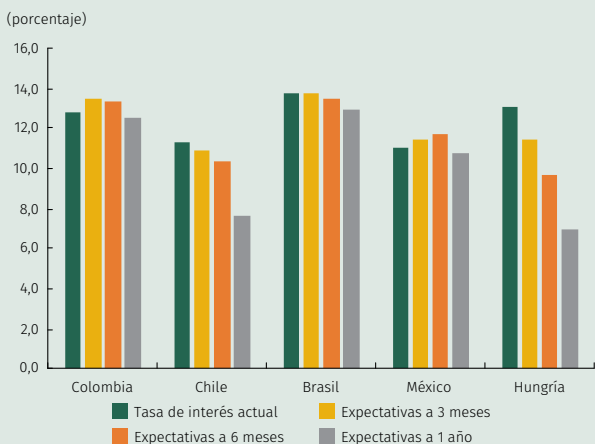
El endurecimiento de la política monetaria por parte de los bancos centrales tiene consecuencias en el crecimiento y la inflación. Moderar la demanda agregada, suavizar el crecimiento del crédito y lograr el anclaje de las expectativas de inflación son objetivos que los bancos centrales persiguen a través una política más restrictiva. El incremento en las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de los países se ha traducido en unas condiciones financieras internacionales menos favorables, ajuste que ha permitido moderar el ritmo de crecimiento de la actividad económica y ha contribuido al proceso de desaceleración de la inflación. Además de estos efectos, las condiciones financieras más restrictivas, causadas por la normalización monetaria en economías avanzadas, se han traducido en menores flujos de portafolio hacia economías emergentes, una menor demanda externa por sus exportaciones, y presiones sobre las tasas de cambio.

Aunque la contracción monetaria global ya parece estar influenciando la actividad económica y la inflación, es posible que esta haya tardado demasiado. En 2021 tanto autoridades monetarias como analistas coincidían en que el aumento en la inflación era causado por choques de oferta de carácter transitorio, y se esperaba una normalización gradual de la política monetaria luego de los estímulos implementados en la pandemia. Este diagnóstico, que en retrospectiva resultó errado, causó que las tasas de interés, en particular en economías avanzadas, no aumentaran tan pronto a la espera del comportamiento de la inflación. Aunque las autoridades monetarias no podían determinar la duración de los choques de oferta que empezaron a materializarse en 2021 ni era posible anticipar la invasión a Ucrania, la tardanza en las acciones de política monetaria podría

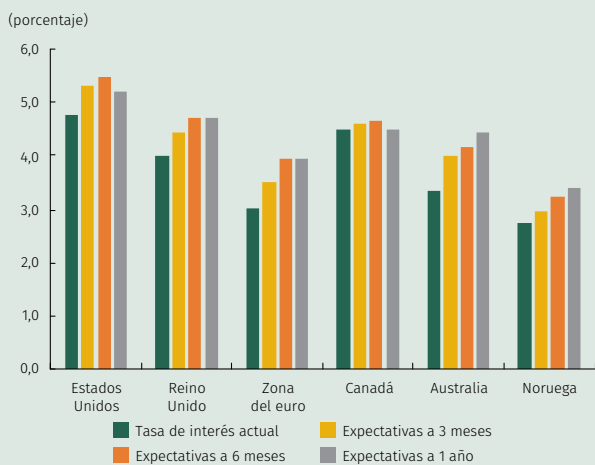
¹ Las medidas de expansión cuantitativa (o *quantitative easing*) son una herramienta de política monetaria que consiste en la compra de activos financieros por parte de los bancos centrales para aumentar la oferta de dinero y estimular la actividad económica.

Gráfico R2.3
Tasas de interés de política monetaria implícitas en los mercados financieros

A. Economías emergentes



B. Economías avanzadas



Fuente: Bloomberg.

explicar la persistencia de la inflación y una parte del aumento en las expectativas de inflación, al perjudicar la credibilidad de los bancos centrales respecto a su mandato de control de precios. Si bien es difícil evaluar un escenario contrafactual, el retraso en la normalización monetaria también podría haber restado efectividad a la política monetaria, haciendo que los recientes incrementos en las tasas de interés sean más elevados, en comparación con un ciclo de ajuste que hubiera iniciado antes.

A pesar de que el endurecimiento monetario ha sido generalizado, la velocidad y el tamaño de los incrementos en la tasa de interés, así como su nivel terminal y la duración de la postura restrictiva, seguirán dependiendo de los factores de cada economía y de la persistencia de los choques descritos en la sección anterior. Un ejemplo de factores locales son los niveles de gasto público que continúen incentivando la demanda interna, o la presencia de choques de oferta internos. Los países con estas situaciones enfrentarán presiones inflacionarias adicionales y probablemente requerirán una política monetaria más contractiva. Igualmente, la velocidad de convergencia de la inflación, a sus respectivas metas, dependerá de la persistencia de la inflación, producto de los diferentes choques que enfrenta cada país, el comportamiento de los mercados laborales, el grado de indexación de cada economía y la velocidad con la cual la demanda se ajusta a las condiciones financieras más restrictivas.

Hacia adelante, existe aún un elevado nivel de incertidumbre sobre la duración de este ciclo alcista de las tasas de interés, y sobre cuánto tiempo los bancos centrales mantendrán las tasas en niveles elevados, así como sobre su posterior reducción (Gráfico R2.3). Cifras de inflación, crecimiento o empleo por fuera de lo previsto pueden cambiar las expectativas sobre el futuro de la política monetaria global. Por ejemplo, pronósticos de crecimiento mayores para este año les darían a los bancos centrales mayor espacio para mantener las tasas de interés en terreno contractivo mientras la inflación retorna a la meta. Asimismo, una inflación más persistente de lo esperado implicará que los bancos centrales mantendrán la política contractiva por un periodo más largo, o en niveles más altos, que lo esperado actualmente.

Acorde con lo anterior, a pesar de la desaceleración de la inflación en ciertas economías, las autoridades monetarias serían cautas en iniciar un ciclo de recortes, justamente por la incertidumbre sobre el menor ritmo de la inflación (si es o no permanente) o, de lo contrario, se podrían presentar nuevos incrementos en el futuro, como se anticipa para algunas economías de la región (Gráfico R2.3, panel A). Frente a este escenario, los bancos centrales han resaltado la importancia de un proceso de normalización con base en la nueva información que vaya surgiendo, especialmente en un contexto de alta incertidumbre global. Las acciones y la comunicación de las autoridades monetarias estarán centradas en garantizar la convergencia de la inflación y sus expectativas a la meta, al menor costo posible en términos de actividad económica y empleo.