



## Hacia una nueva normalidad: altas tasas de interés nominales y menos globalización

Jorge Madrigal\*  
jmadrigal@secmca.org

Rafael A. Fornet A.† ‡  
rfornet@secmca.org

### Resumen

Las medidas restrictivas para lograr contener los precios han causado una ralentización económica a nivel global. No obstante, dicha desaceleración ha sido menos severa a lo previsto en un inicio. De igual forma, los precios de los *commodities* han disminuido y los precios de los fletes han retornado a niveles prepandemia, aliviando las presiones externas sobre los precios internos. Sin embargo, quedan retos en materia de política económica, dentro de estos, lograr el balance adecuado para que el ajuste monetario requerido, a fin de mantener ancladas las expectativas de inflación, no promueva algún grado de inestabilidad en el sistema financiero.

### Introducción

El panorama internacional se ha mantenido convulso desde el fin de la pandemia. Por un lado, el periodo inflacionario registrado desde mediados del 2021 y, por otro, los conflictos geopolíticos entre las distintas potencias. Estos hechos han incidido en el incremento de la incertidumbre sobre la economía global.

El objetivo de la nota económica es evaluar el contexto internacional actual y sus efectos sobre la región de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (CAPARD). Específicamente, se analizan la política monetaria de las economías avanzadas y los mercados de materias primas, en el marco de las medidas adoptadas para incidir sobre la evolución de

\*Economista Jefe de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA).

†Economista Visitante de la SECMCA. Banco Central de la República Dominicana.

‡Los autores agradecen las valiosas recomendaciones y comentarios recibidos de Odalis Marte, las cuales han enriquecido el documento. Las opiniones expresadas por los autores no necesariamente reflejan los puntos de vista de la SECMCA ni del CMCA.



los precios.

Aun cuando el episodio inflacionario tiene origen, en parte, en el incremento de la demanda de bienes y servicios a raíz de los planes de estímulo fiscal <sup>1</sup>, dada la persistencia, el control de la inflación se convirtió en el foco de la política monetaria. De esa forma, se han implementado medidas de política monetaria restrictivas para lograr llevar las variaciones de precios a los rangos objetivos en cada país. Tales acciones han causado una ralentización económica que, si bien es notoria, ha sido menos severa que lo previsto inicialmente.

El resto del documento se divide en seis secciones: en la primera, se analiza la política monetaria adoptada por las distintas economías avanzadas. En la segunda, se abordan los resultados macroeconómicos recientes. Luego, se hace una evaluación de los precios de materias primas, las condiciones de las cadenas de suministro y el comercio global. En la cuarta sección, se analiza el impacto del entorno internacional sobre los países en desarrollo. En tanto, en la quinta sección se plantean las principales fuentes de incertidumbre que aún persisten sobre la evolución de la economía internacional. Finalmente, a modo de conclusión, se enumeran los principales retos que enfrentan los hacedores de política en la región CARD.

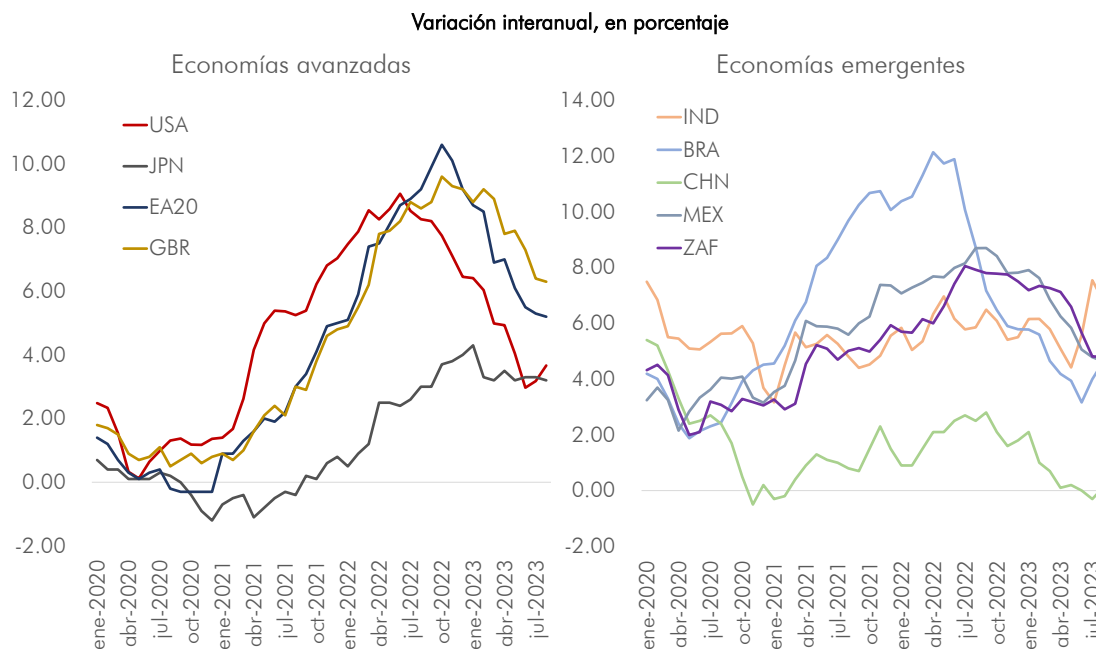
## Política monetaria más restrictiva ante persistencia de la inflación subyacente

Una de las principales características de la evolución de la economía mundial, en el período post pandemia, ha sido la persistencia de la tasa de inflación. Luego de las primeras manifestaciones del fenómeno, la narrativa de los principales bancos centrales del mundo hacía énfasis en la transitoriedad de esta. No obstante, con el transcurso del tiempo se hizo cada vez más notorio que el brote inflacionario estaba lejos de ser transitorio. Si bien la inflación, en términos generales, ha empezado a ceder en relación con los niveles máximos observados, todavía se mantiene por encima de los rangos meta de los bancos centrales líderes. Por lo tanto, se ha requerido de una respuesta más contundente de política monetaria alrededor del mundo para poder contenerla y evitar que dicha persistencia incida en un desanclaje de las expectativas.

---

<sup>1</sup>Soyres, Santacreu y Young (2022) indican que el incremento de la demanda no fue acompañado de un aumento notorio de la producción de bienes.

**Gráfico 1. Inflación de países seleccionados, ene. 2020-ago. 2023**



Fuente: elaboración propia con datos de la OECD.

## Estados Unidos de América

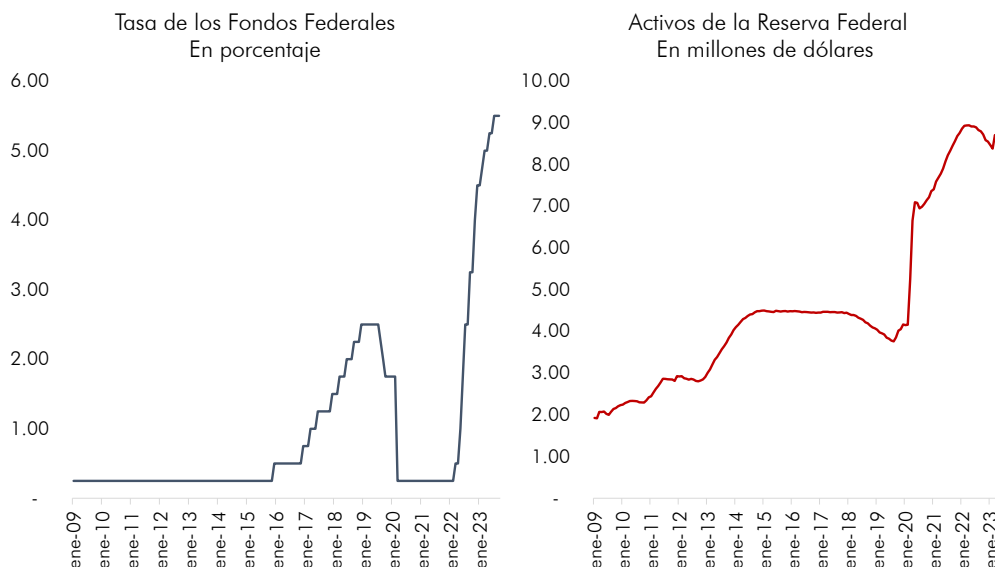
En las últimas cuatro décadas, la política monetaria de los Estados Unidos (EUA) ha transitado desde la Gran Moderación<sup>2</sup> hasta períodos más turbulentos, como la crisis financiera mundial de 2008 y, más recientemente, la recesión provocada por la pandemia del COVID-19. Estos dos últimos episodios marcaron el periodo de la historia monetaria donde la tasa de interés de los Fondos Federales alcanzó los niveles más bajos. Sin embargo, luego de las políticas ampliamente expansivas por parte de la Reserva Federal (Fed) y el Tesoro de EUA, implementadas para combatir los efectos de la pandemia, la inflación ha resurgido obligando a una “normalización” de la política monetaria.

En efecto, la tasa de los Fondos Federales se mantuvo en un corredor de 0 % a 0.25 % entre marzo de 2020 y marzo de 2022, momento a partir del cual se iniciaron los ajustes

<sup>2</sup>De acuerdo con Roubini (2022), “La Gran Moderación sucedió a la estanflación (elevada inflación y recesión graves) de la década de 1970 y principios de la siguiente, sus características fueron la baja inflación en las economías avanzadas; un crecimiento económico relativamente estable y robusto con recesiones cortas y poco profundas; escasos y decrecientes rendimientos de los bonos (y, con ello, rentabilidades positivas para esos activos) debido a la caída secular de la inflación; y una abrupta suba del valor de los activos riesgosos como las acciones estadounidenses y globales”.

al alza hasta alcanzar el nivel de 5.5 % observado actualmente (ver gráfico 2).

**Gráfico 2. Tasa de los Fondos Federales y total de activos de la Fed, ene. 2009-sept. 2023**



Fuente: Reserva Federal de St. Louis (FRED).

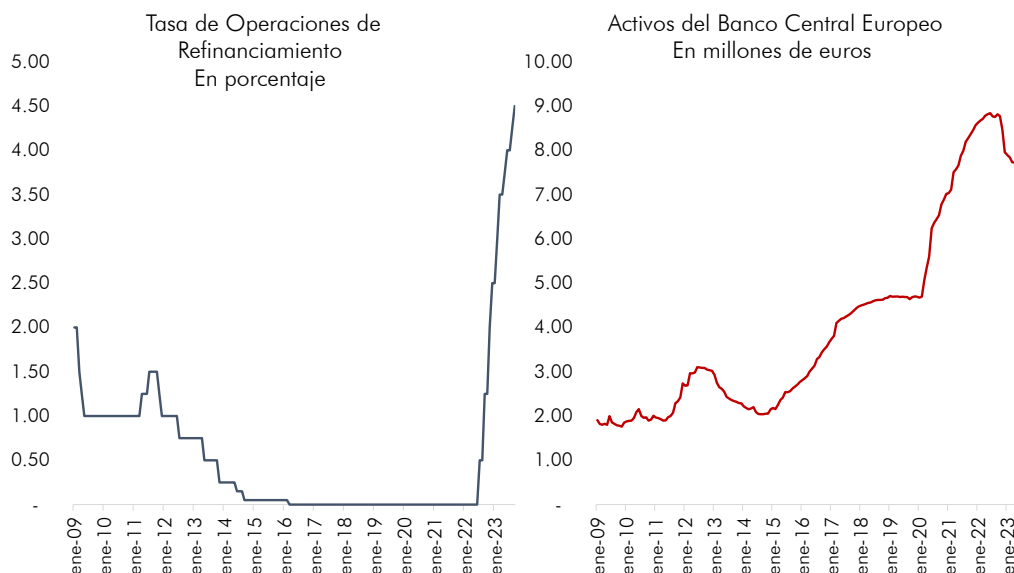
Paralelamente, la expansión del balance de la Fed se convirtió en otro instrumento de política monetaria. Para 2018, el saldo de activos totales de la Fed se había casi quintuplicado en relación con el observado antes de la gran crisis financiera. Luego de una leve disminución, volvió a incrementarse a un ritmo acelerado a partir de septiembre de 2019 hasta alcanzar un máximo de nueve trillones de dólares en el primer semestre de 2022. A partir de esa fecha, se inició el proceso de reducción en el ritmo de compra de activos por parte de la Fed, que ha llevado a una disminución paulatina en el saldo de su balance.

## Zona Euro

La historia de las tasas de interés de la Zona Euro (ZE) es un poco diferente a la de EUA. Luego de la crisis financiera de 2008 las tasas de interés de las Operaciones Principales de Refinanciamiento (MRO, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo (BCE) se mantuvieron significativamente bajas, llegando incluso a cero a partir de marzo de 2016, debido a las persistentemente bajas tasas de inflación y crecimiento económico observadas en ese momento en Europa. Las tasas de interés se mantuvieron en ese nivel por un perio-

do mayor a los seis años. Hacia finales de julio de 2022, con un aumento de 50 puntos básicos (p.b.), se inició el proceso de incremento en las tasas de interés hasta llevarlas a 4.25 % en la actualidad, el nivel más alto de la historia del BCE.

**Gráfico 3. Tasa de operaciones de refinanciamiento y activos totales del BCE, ene. 2009-sept.2023**



Fuente: Banco Central Europeo y FRED.

Por su parte, la evolución del balance del BCE cuenta una historia similar a la de la FED. Para finales de 2018 el nivel de activos (4.6 trillones de euros) se había triplicado en relación con el observado diez años antes, aunque mostraba una tendencia a estabilizarse. Sin embargo, con el advenimiento de la pandemia del COVID-19 y la necesidad de apoyar políticas monetarias y fiscales expansivas, el BCE prácticamente volvió a duplicar el tamaño de su balance hasta un nivel de 8.8 trillones de euros, iniciándose una reducción paulatina del mismo hacia finales del año 2022.

## Un desempeño económico mejor al esperado

Las economías, y de forma particular las avanzadas, han mostrado mayor resiliencia a la prevista ante el cambio de postura de la política monetaria, para llevar la inflación a las metas establecidas en cada país o bloque. No obstante, dicha resiliencia, reflejada en indicadores como, por ejemplo, el mercado laboral, ha sido una de las razones de la per-



sistencia en la inflación; lo cual ha provocado un período de altas tasas mayor al esperado.

En el caso de la economía de EUA, mayor socio comercial de la región CAPARD, el consumo privado permanece expandiéndose, a pesar del desmonte de los diferentes paquetes de estímulo implementados a raíz de la pandemia. La fortaleza exhibida se ve reflejada en el mercado laboral que mantiene tasas de desempleo inferiores al 4.0 %, que es frecuentemente señalado como el umbral por debajo del cual la economía se encuentra en pleno empleo. El desempleo latino también se encuentra en niveles históricamente bajos, acercándose a las cifras del desempleo total; aunque, la participación de los latinos en la fuerza de trabajo se encuentra por debajo de los niveles prepandemia.

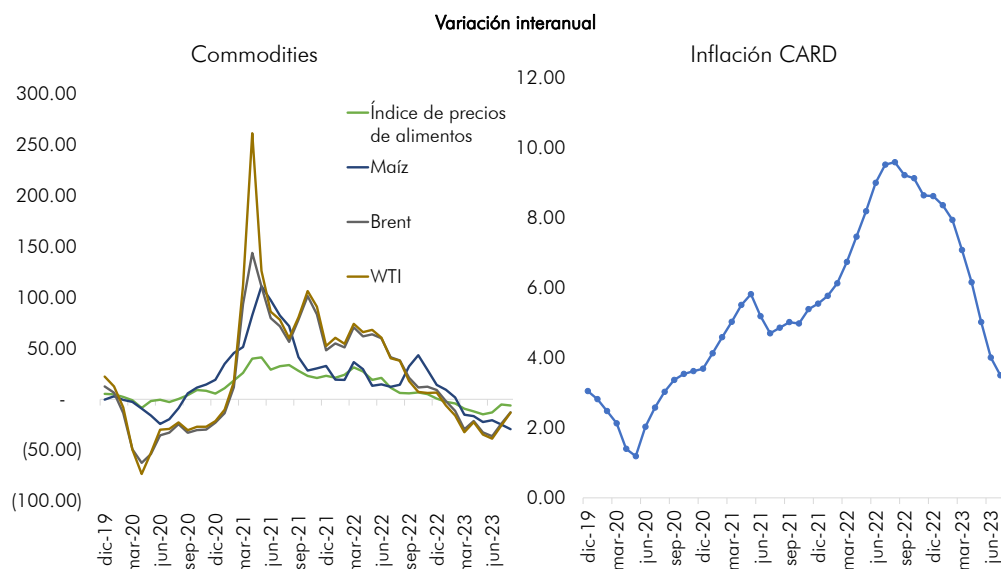
Ante el comportamiento exhibido por la economía estadounidense, se han planteado interrogantes acerca de un cambio del nivel de la tasa de interés natural de corto plazo. En este sentido, Baker et al. (2023) muestran que, de acuerdo con el modelo de equilibrio general dinámico estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés) usado por la Reserva Federal de Nueva York, durante el último año dicha tasa habría aumentado, lo cual explicaría el desempeño económico reciente, pues la postura de política monetaria no sería tan restrictiva como se percibe. Esto implicaría que, para llevar la inflación a la meta establecida, se haría necesario continuar el incremento de tasas y que permanezcan elevadas por más tiempo.

La evolución económica favorable en EUA ha beneficiado a los países de la región, donde las remesas continúan aumentando a pesar del incremento sustancial en medio de la pandemia. También, las exportaciones a los EUA se encuentran, en general, en una buena posición.

## **Reducción de los precios de las materias primas, normalización cadenas de suministros y cambios en los patrones de consumo**

Los precios de los *commodities* comenzaron a caer desde el tercer trimestre del año 2022 y en los últimos meses se han estabilizado. Para la región CAPARD esto significa un alivio de las presiones externas sobre los precios locales. En efecto, la inflación en la región ha ido disminuyendo desde los picos alcanzados a mediados del año 2022; en parte, por el comportamiento de los precios de las materias primas en los mercados internacionales (ver gráfico 4).

**Gráfico 4. Precio de los commodities e inflación regional, dic. 2019-ago. 2023**



Fuente: Fondo Monetario Internacional y SECMCA Datos.

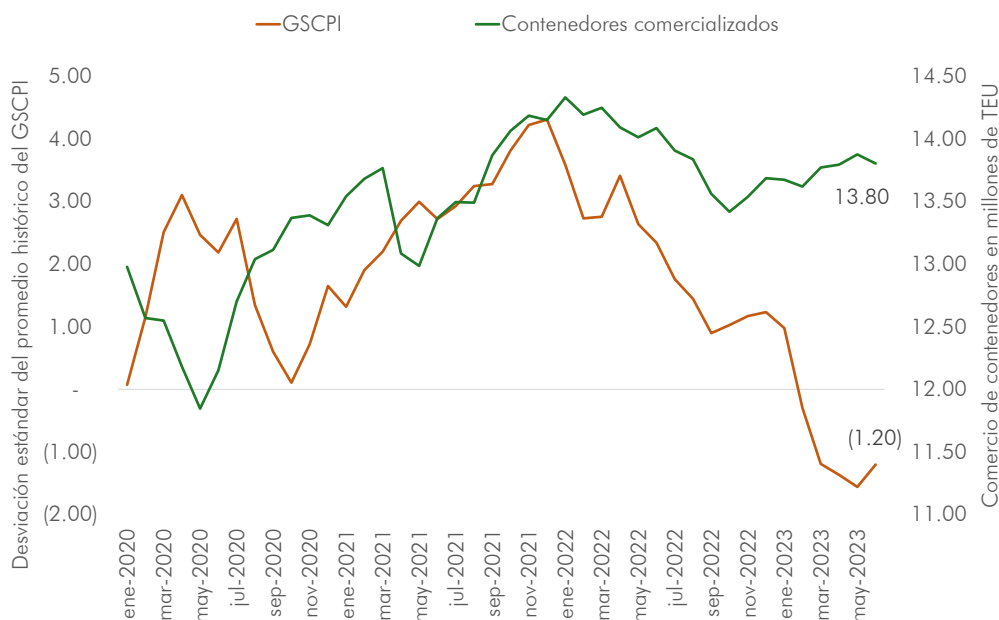
La disminución registrada en los precios de los commodities tendría varias razones. En primer lugar, las medidas adoptadas por las principales economías para frenar la escalada de los precios; en donde los bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, adoptaron una postura restrictiva que encareció el crédito y ha traído consigo una menor expectativa de demanda agregada. Del mismo modo, los acuerdos alcanzados para facilitar el transporte de bienes, como el trigo y los fertilizantes, desde Ucrania, alivian la escasez de estos productos en los mercados.

Las expectativas sobre los precios de los commodities es que se mantengan estables, con presiones a la baja; ya que los principales bancos centrales han reiterado que mantendrán la postura restrictiva por un periodo de tiempo prolongado, incidiendo de manera negativa sobre la demanda global. Ante estas perspectivas, los países productores de petróleo, agrupados en la OPEP+, han realizado recortes en los últimos meses a fin de evitar una caída mayor en los precios del crudo.

En cuanto a las cadenas de suministro, a pesar de que los precios de los fletes han retornado a niveles prepandemia, el comercio internacional ha crecido a un menor ritmo al de prepandemia. Esto como resultado de la desaceleración de la demanda global, preferencia de consumo por servicios, efectos rezagados de la apreciación del dólar y la imposición de barreras comerciales (WEO, 2023). De hecho, Hodbod et al. (2021) hacen un análisis

basado en encuestas donde encuentran que un porcentaje de los encuestados han decidido dejar de consumir ciertos bienes o servicios luego de la pandemia, al percatarse que no extrañaban o necesitaban consumirlos.

### Gráfico 5. Comercio mundial



Fuente: Informe de la Economía Internacional.

Mientras, las barreras comerciales son el resultado del aumento de las tensiones geopolíticas en los últimos años. El distanciamiento de EUA y China, dos de las principales economías, se ha agudizado, en medio de acusaciones mutuas de prácticas desleales de comercio y la imposición de aranceles. Además, el gobierno de EUA ha indicado el establecimiento de restricciones sobre la inversión estadounidense en ciertos sectores de la economía china, aduciendo a temas de seguridad nacional.

En relación con un mayor deterioro de las relaciones políticas y comerciales, Campos et al. (2023) plantean un escenario en que se formen tres bloques, occidental, oriental y neutro, que conlleve al retiro del bloque oriental de la Organización Mundial del Comercio. Los autores estiman un descenso del comercio entre 24 % (neutro y oriental) y 57 % (occidental y oriental), con una pérdida en el consumo per cápita de un mínimo de 0.8 %. También, resaltan que la pérdida de bienestar podría ser mayor; ya que en el modelo no se toman en cuenta las dinámicas de transición y los costos asociados.





## Riesgos de la coyuntura internacional para las economías en desarrollo

Aún en el contexto de una evolución favorable de los precios en los mercados internacionales, existen riesgos en la coyuntura actual. La desglobalización y mayor polarización política que se evidencia podrían contribuir a un mayor deterioro del comercio y, de esa forma, afectar algunos sectores productivos de la región CAPARD.

En caso de que los flujos de capitales migren hacia las economías avanzadas como refugio, las emergentes se verían enfrentadas a presiones cambiarias y posibles turbulencias en sus mercados financieros locales. Así, una posible ralentización económica y un aumento de los precios locales, por el efecto traspaso del tipo de cambio, provocarían un periodo de bajo crecimiento con inercia inflacionaria. Por ello, se hace necesario que los países más vulnerables se resguarden con medidas de carácter regulatorio para el sistema financiero y, al mismo tiempo, se mantengan niveles adecuados de reservas internacionales.

Ante el escenario descrito anteriormente, los países de CAPARD se encuentran bien posicionados, pues sus sistemas financieros cumplen con holgura los parámetros regulatorios establecidos y, además, mantienen una posición de reservas que excede, en muchos casos, las métricas recomendadas. La mayoría de los países de la región se ha beneficiado de un incremento sostenido en el flujo de remesas, el cual se ha mantenido creciendo aún después de los históricos aumentos registrados durante el periodo pandémico. Asimismo, el turismo se ha recuperado, significando el restablecimiento de una fuente importante de divisas para los países.

## Retos de política económica en la región

En los últimos meses, como se ha descrito, el panorama internacional prevaleciente se ha ido tornando más favorable, donde las economías avanzadas han mostrado mayor resiliencia a la esperada, a la par de una normalización de los precios de materias primas. No obstante, se espera que los efectos de los aumentos de tasas de interés condicionen aún más el crecimiento económico en el 2024. Así, en su más reciente actualización de pronósticos, la OECD estima que el crecimiento del próximo año será 2.7 %, desacelerándose con respecto al 3.0 % esperado para el cierre del 2023.



De esta manera, el marco en el que se desenvolverá la política económica de los países de la región CARD, al menos para los próximos 18 meses, está caracterizado principalmente por la ralentización en el crecimiento de su principal socio comercial, en condiciones financieras que no serán más benignas, mientras la inflación subyacente no muestre señales claras de desaceleración en las economías desarrolladas.

Lo anterior plantea una serie de retos de política económica. El principal desde el punto de vista de los bancos centrales es lograr el balance adecuado para que el ajuste monetario requerido a fin de mantener ancladas las expectativas de inflación no altere significativamente las condiciones económicas de tal forma que se promueva algún grado de inestabilidad en el sistema financiero.

Esto adquiere particular relevancia cuando los espacios para el apoyo fiscal se mantienen reducidos. Si bien el panorama fiscal de la región ha mejorado notablemente en el último año, se mantienen algunas vulnerabilidades asociadas a los altos niveles de endeudamiento, especialmente en el caso de algunos países. Un repunte significativo en el costo de la deuda podría revertir la mejora de los resultados fiscales observada en los países con cargas de deuda más altas.

## Referencias

- Baker, Katie et al. (2023). *The Evolution of Short-Run  $r^*$  after the Pandemic*. Federal Reserve Bank of New York. URL: <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/08/the-evolution-of-short-run-r-after-the-pandemic/>.
- Campos, Rodolfo et al. (2023). *Geopolitical fragmentation and trade*. CEPR. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/geopolitical-fragmentation-and-trade>.
- Hodbod, Alexander et al. (2021). "The COVID-19 consumption game-changer: Evidence from a large-scale multi-country survey". En: *European Economic Review*.
- OECD (2023). *OECD Economic Outlook, Interim Report September 2023: Confronting Inflation and Low Growth*. OECD. URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/1f628002-en/index.html?itemId=/content/publication/1f628002-en>.
- Roubini, Nouriel (2022). *From Great Moderation to Great Stagflation*. Project Syndicate. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/great-stagflation-has-replaced-great-moderation-by-nouriel-roubini-2022-08?barrier=accesspaylog>.
- Soyres, Fracois, Ana Maria Santacreu y Henry L. Young (2022). "Fiscal Policy and Excess Inflation During COVID-19: A Cross-Country View". En: *FEDS Notes*.
- WEO (2023). *WORLD ECONOMIC OUTLOOK UPDATE: Near-Term Resilience, Persistent Challenges*. Report. IMF.