



NOTAS MONETARIAS

BANCO DE GUATEMALA, enero - febrero 2023, No. 179, año 25

Consideraciones de estabilidad financiera global para política monetaria en un entorno con alta inflación¹

Contenido

1. Consideraciones de estabilidad financiera global para política monetaria en un entorno con alta inflación p. 1
2. Oportunidad y crecimiento económico inclusivo p. 3

En la actualidad el entorno global se encuentra lidiando con alta inflación, lo que ha llevado a un crecimiento en las tasas de interés nominal. En este contexto, es de suma importancia prestar atención a las vulnerabilidades financieras al aplicar una política monetaria restrictiva.

La inflación mundial no solo es alta, sino que también enfrenta el riesgo de recibir choques inflacionarios adicionales. Por ejemplo, en agosto de 2022 la inflación interanual en Estados Unidos de América fue de 8.3%; en Reino Unido, 9.9%; Suecia, 9.8%; Eurozona, 9.1%; México, 8.7%; Canadá, 7.0%; y en Corea, 5.7%. En respuesta, los bancos centrales se encuentran ajustando su política monetaria con el objetivo de reducir la demanda agregada y lograr que esta se alinee con la oferta, la cual es limitada en varios sectores y se corre el riesgo de que esta continúe siendo limitada, principalmente por un recrudecimiento de la guerra entre Rusia y Ucrania, nuevos confinamientos por Covid-19 en China o por desastres meteorológicos. En particular la guerra entre Rusia y Ucrania ha generado picos en los precios de la energía, alimentos, gas natural e insumos agrícolas. Por su parte, las condiciones climáticas actuales en varias áreas como China, Europa y EE. UU. han exacerbado los precios debido a las perturbaciones ocurridas en agricultura, transporte y servicios públicos.

En este entorno, la Reserva Federal de los Estados Unidos de América ha incrementado el rango objetivo de la tasa de fondos federales en 300 puntos básicos durante los últimos

siete meses, un incremento fuera de los estándares históricos, y las proyecciones indican que los incrementos continuarán durante el año 2023. Adicionalmente en septiembre de 2022, el balance general se aceleró a una tasa máxima de hasta 60 mil millones de dólares en valores del tesoro por mes y hasta 35 mil millones en valores hipotecarios por mes. Asimismo, el rendimiento de los bonos del tesoro a 10 años se ha incrementado en más de 200 puntos básicos desde inicios del 2022 y se encuentra cerca de 3.8%, su valor más alto en más de una década. Al mismo tiempo, nueve bancos centrales de economías avanzadas, también aumentaron las tasas de interés en al menos 125 puntos básicos en los últimos seis meses, con repercusiones en el sector financiero, por ejemplo, los rendimientos de la deuda soberana a 10 años en Canadá, Reino Unido y las economías más grandes de la Zona Euro se elevaron entre 170 y 350 puntos básicos durante 2022. La política monetaria restrictiva hará efecto a distintos plazos para los diferentes sectores y el efecto sobre las condiciones financieras tiende a ser inmediato, o incluso anticipado, mientras que en el sector de fijación de precios ocurre con rezago. Otros sectores altamente sensibles al incremento de tasas de interés, como la vivienda, se ajustan rápidamente y en sectores menos sensibles, como el gasto del consumidor, se ajustan lentamente.

Como se mencionó, el incremento de tasas de interés es a nivel global, lo cual provoca un doble efecto para los países a través de canales comerciales y financieros. La política monetaria actual de EE. UU. reduce la demanda estadounidense de productos foráneos, amplificando los efectos de contracción monetaria de los bancos centrales extranjeros. Esto ocurre a la inversa en el caso de Estados Unidos, la política monetaria restrictiva de otras economías avanzadas, amplifica la contracción de este, al frenar la demanda extranjera de productos estadounidenses. Este mismo efecto se extiende de manera similar hacia las condiciones financieras. Algunas estimaciones sugieren que los *spillovers*² de la política monetaria entre economías avanzadas con un mayor vínculo, como Estados Unidos y Europa, podrían ser hasta la mitad del tamaño que el efecto del propio país, cuando se mide en términos de cambios relativos en los rendimientos de los bonos en moneda local.

Por el contrario, los *spillovers* a través del canal de tipo de cambio tienden a ir en direcciones opuestas. El dólar estadounidense se ha apreciado más del 10% en el 2022,

¹ Resumen y traducción libre del discurso de Lael Brainard (30 de septiembre 2022), Vicepresidenta de la Reserva Federal de Estados Unidos de América. Resumen elaborado por Diego Cienfuegos, Analista III del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

² *Spillovers* o efectos indirectos internacionales de la política monetaria pueden ser positivos o negativos, dependiendo de la fuerza relativa de los tres canales de transmisión: el canal del tipo de cambio, el canal de demanda interna y el efecto sobre las condiciones financieras externas.

reduciendo los precios de importación en los Estados Unidos, sin embargo, en otros países la depreciación de la moneda contribuye a presiones inflacionarias, lo que requerirá de ajustes adicionales de la política monetaria. Por este motivo, se debe estar atento a vulnerabilidades financieras provocadas por choques adversos adicionales. Por ejemplo, los países con altos niveles de deuda, los aumentos de las tasas de interés podrían aumentar la carga del servicio de deuda y las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la misma y estos pueden agravarse aún más por la depreciación de la moneda.

Para algunas economías emergentes las presiones de salida de capital podrían aumentar, en particular para los importadores de materias primas que afrontan precios más elevados de las mismas y tipos de cambio más débiles, como consecuencia a las altas tasas de interés, esto aunado a una demanda débil por parte de las economías avanzadas. Lo anterior es aún más desafiante para los prestatarios con descalce de moneda³ entre activos y pasivos, y es especialmente válido cuando los amortiguadores fiscales, macroprudenciales y monetarios son limitados.

Tanto la política fiscal como la monetaria fueron de apoyo en respuesta a la pandemia. Sin embargo, se esperaba un cambio de rumbo en ambas políticas a medida que la recuperación tomara impulso. Pero la guerra entre Rusia y Ucrania ha provocado un impacto significativo en los ingresos reales a consecuencia de los aumentos en energía y otros productos básicos importantes. Los países que construyeron colchón de capital anticíclico antes de la pandemia, liberaron estos colchones al comienzo de la misma, pero los colchones no se han reabastecido por completo. El Banco Central Europeo concluyó que la liberación de los colchones de capital aumentó el margen de maniobra de los bancos en relación, no solo a los umbrales regulatorios, sino también con sus controles de riesgo interno, lo cual, a su vez, permitió a los bancos continuar brindando crédito a hogares y empresas.

Sabemos que la política monetaria se centra en restaurar la estabilidad de precios en un marco de alta inflación. Según investigaciones anteriores cuando la política macroprudencial no logra eliminar por sí sola la amplificación de choques a través de vulnerabilidades financieras, en un entorno de baja inflación, la política monetaria ha sido más acomodaticia de lo convencional, con el objetivo de reducir la probabilidad de resultados adversos en la producción y el empleo. Sin embargo, en un entorno de alta inflación, la política monetaria debe ser restrictiva para reestablecer la estabilidad de precios y mantener ancladas las expectativas de inflación.

No obstante, la Reserva Federal al deliberar toma en cuenta cómo sus decisiones pueden afectar al sistema financiero global y, asimismo, cómo los acontecimientos extranjeros afectan las perspectivas económicas estadounidenses. El sistema se basa en tener una comunicación transparente y frecuente con las autoridades de política monetaria,

fiscales y financieras con una gran variedad de países y entornos internacionales. En este momento, las autoridades monetarias están adoptando una postura para protegerse ante el riesgo de que las expectativas de inflación a largo plazo se desanclen, es decir, se muevan por encima del objetivo de inflación, situación que dificultaría en gran manera la reducción de la inflación.

Actualmente la curva de rendimiento real tiene pendiente positiva en casi todos sus horizontes, excepto las de más corto plazo, pero se espera que la restricción adicional en la política monetaria desacelere la inflación en los próximos trimestres y toda la curva se mueva a territorio positivo. Hará falta tiempo para que las restricciones financieras funcionen a través de los diferentes sectores y se reduzca la inflación. Sin embargo, la política monetaria deberá de ser restrictiva durante algún tiempo adicional para tener la plena confianza en que la inflación regresará a la meta, debido a que se conocen los riesgos de un retroceso prematuro.

En la coyuntura actual, el grado de incertidumbre es alto, pero existe un rango de estimaciones en torno al tiempo apropiado para el ciclo contractivo. No obstante, se debe de proceder deliberadamente y con dependencia en los datos, para conocer cómo la actividad económica y la inflación se están ajustando, asimismo actualizar las estimaciones del nivel de tasa de política que deberá mantenerse (durante algún tiempo) para que la inflación regrese a la meta de inflación.

³ El descalce de monedas se refiere al impacto de una modificación del tipo de cambio en el valor presente descontado de los flujos futuros de ingresos y egresos.

Oportunidad y crecimiento económico inclusivo¹

Es importante evaluar qué puede aprender un banco central en general, y específicamente la Reserva Federal,³ de la investigación sobre oportunidades y crecimiento inclusivo.

Algunas de las competencias de la Reserva Federal, incluida la protección del consumidor, el desarrollo comunitario y la estabilidad financiera, pueden ayudar a respaldar el crecimiento inclusivo. Aunque la política monetaria no puede abordar estos problemas directamente, se puede apreciar una línea directa entre la investigación sobre oportunidades y crecimiento inclusivo y el mandato dual de máximo empleo y estabilidad de precios de la Reserva Federal. Es probable que el cumplimiento del mandato de la Reserva Federal sea más fácil si se dan otras condiciones. Por ejemplo, si los canales de movilidad social ascendente están abiertos y son funcionales para todos, es probable ver una mayor participación en el mercado laboral y una mayor productividad, lo que facilita alcanzar el máximo empleo en medio una inflación baja y estable. Cuanto mejor se entiendan los canales que afectan la salud y el funcionamiento de la economía en general, mejor se podrán calibrar las decisiones políticas para que la Reserva Federal pueda cumplir con su doble mandato.

Estos canales consisten en varias áreas que, en gran medida, no son propias de la Reserva Federal en la formulación de políticas, pero son importantes para que las mismas sean efectivas en la promoción de las condiciones para la prosperidad. Dichos canales incluyen sectores como salud, vivienda, transporte, cuidado de niños, servicios para discapacitados, educación, acceso al sistema financiero y acceso al capital.

Primero, se abordará la política monetaria. Al cumplir con su doble mandato, la Reserva Federal esencialmente está tratando de fomentar y mantener las condiciones en las que la economía y todos sus participantes puedan prosperar. Estudios previos ha demostrado que los beneficios de una economía fuerte, con alto nivel de empleo y precios estables, son especialmente significativos para los grupos menos favorecidos.⁴ Estos grupos también tienden a ver las mayores ganancias más tarde en una expansión, lo que significa que se benefician más de los períodos sostenidos de crecimiento, como la expansión que se estaba experimentando antes de la pandemia, que fue la más larga registrada.⁵ Por ejemplo, durante la expansión antes de la pandemia, la gran disparidad entre las tasas de desempleo de los afroamericanos e hispanos en edad productiva, y sus homólogos caucásicos comenzó a cerrarse. De hecho, dicha disparidad en el mercado laboral justo antes del inicio de la pandemia fue la más pequeña en al menos 50 años. Al mismo tiempo, la inflación se mantuvo baja, de hecho, más baja que la meta de inflación del 2 por ciento de la Reserva Federal, durante la mayor parte de ese tiempo, y mostró señales de repuntar a pesar de la solidez del mercado laboral.

Desafortunadamente, la pandemia provocó la contracción del mercado laboral más rápida y severa de los últimos 80 años. También tuvo un efecto notablemente mayor en las tasas de desempleo de las mujeres y de las personas afroamericanas e hispanas que en la mayoría de los demás grupos demográficos. Si bien la pérdida de empleos se generalizó en todos los sectores de la economía,

Juan Carlos Arriaza Herrera²

los trabajadores con menos educación se vieron particularmente afectados. Esto fue especialmente cierto para aquellos que no podían trabajar de forma remota o en trabajos que requerían interacciones en persona.

A medida que la economía reabrió y comenzó a recuperarse, las tasas de desempleo de aquellos grupos inicialmente más afectados (trabajadores afroamericanos e hispanos) también cayeron más abruptamente. Hoy, si bien persisten las disparidades en las tasas de desempleo por motivos raciales, estas casi han regresado a los rangos más estrechos que se vieron justo antes de la pandemia.

Con la recuperación, la fuerte demanda y una variedad de restricciones de oferta contribuyeron a los aumentos rápidos en los precios al consumidor desde principios de los años ochenta. La inflación también tiene efectos desproporcionados en aquellos que menos acceso tienen a medios para protegerse de ella y la sienten de manera más aguda. Los aumentos de precios han sido particularmente pronunciados para necesidades como alimentos, transporte y vivienda, que constituyen una parte sustancial de los presupuestos familiares para las personas en el extremo inferior de la escala salarial. Los hogares de bajos ingresos también tienen menos ahorros para amortiguar los aumentos de precios, lo que significa que no solo sienten los efectos con más fuerza, sino que también los sienten de inmediato. Es más probable que los ahorros que tienen estén en efectivo o en cuantas que no devengan intereses, lo que significa que la inflación erosiona directamente el poder adquisitivo de sus ahorros.

La política monetaria no puede abordar las razones específicas por las que los hogares de bajos ingresos son los que más sufren la alta inflación. Pero estas razones ayudan a ilustrar la importancia de una inflación baja: la inflación baja es clave para lograr una expansión prolongada y sostenida, una economía que funcione para todos. Cumplir con el doble mandato es la mejor manera en que la Reserva Federal pueda promover una prosperidad ampliamente compartida. Al mismo tiempo, es fundamental que los responsables de la política monetaria comprendan las muchas y variadas condiciones que hacen más eficaces las políticas para fomentar la prosperidad.

Ahora, es importante analizar las condiciones necesarias para la prosperidad fuera del mandato de la Reserva Federal que, sin embargo, deben estudiarse cuidadosamente. Muchas de ellas son sencillas, como la vivienda, el transporte y el cuidado de los niños. A pesar de que el trabajo remoto ha aumentado, muchos trabajos se realizan en forma presencial. Si las personas no pueden vivir cerca del trabajo, ya sea por el costo o porque los trabajos están ubicados en áreas no residenciales, deben viajar. Los desplazamientos dependen del transporte público o privado, que a su vez depende de la infraestructura, como carreteras y autopistas. Y el tiempo que se pasa viajando afecta las decisiones sobre el cuidado de los niños. Las responsabilidades de cuidado en general, para los niños o para otros parientes, pueden mantener a las personas fuera de la fuerza laboral, y la responsabilidad recae de manera desproporcionada sobre las mujeres. Esto es particularmente evidente, y específicamente cierto para las madres afroamericanas e hispanas.⁶ La participación

1 Resumen y traducción libre del discurso dictado por Philip N. Jefferson, titulado: "Opportunity and Inclusive Economic Growth" en la conferencia anual de investigación 2022, organizada por the Opportunity and Inclusive Growth Institute, Federal Reserve Bank of Minneapolis. Philip N. Jefferson es miembro de Board of Governors of the Federal Reserve System.

2 Especialista de la sección de Investigación Económica Aplicada, Departamento de Investigaciones Económicas.

3 Federal Reserve (FED) por su acrónimo en inglés.

4 Ver Tomaz Cajner, Tyler Radler, David Ratner, and Ivan Vidangos (2017), "Racial Gaps in Labor Market Outcomes in the Last Four Decades and over the Business Cycle," Finance and Economics Discussion Series 2017-071 (Washington: Board of Governors of the Federal

Reserve System, June), <https://doi.org/10.17016/FEDS.2017.071>.

5 Ver, for example, Stephanie R. Aaronson, Mary C. Daly, William L. Wascher, and David W. Wilcox (2019), "Okun Revisited: Who Benefits Most from a Strong Economy?" Brookings Papers on Economic Activity, Spring, pp. 333–75, https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/Aaronson_web.pdf.

6 Ver Joshua Montes, Christopher Smith, and Isabel Leigh (2021), "Caregiving for Children and Parental Labor Force Participation during the Pandemic," FEDS Notes (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, November 5), <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/caregiving-for-children-and-parental-labor-force-participation-during-the-pandemic-20211105.html>

financiera también está claramente relacionada con la prosperidad. No estar bancarizado significa menos seguridad financiera.

Pero hay otros problemas menos obvios, o incluso menos cuantificables. Más allá de la ubicación, un hogar proporciona tanto necesidades básicas, como vivienda, como también beneficios invaluableles tales como una sensación personal de bienestar y dignidad. Es un refugio en el que nuestras mentes y cuerpos pueden recuperarse o regenerarse, para que estemos preparados para participar en todos los aspectos de la vida, incluido el trabajo del día siguiente. Los costos de vivir en áreas desfavorecidas o de lidiar con dificultades financieras se pueden ver en todas las áreas de la vida. Mayor estrés, la necesidad frecuente de laborar en más de un trabajo, la ausencia de beneficios y el tiempo y el dinero que se gasta en desplazamientos, todo esto tiene un costo financiero y psicológico. Hay un aspecto fundamental de nuestra humanidad, que es vivir una existencia más plena; disfrutar de la riqueza de la vida. En una economía que funcione para todos, no debemos vivir para trabajar, sino trabajar para vivir. Estos son los factores que permitirán que las personas prosperen.

Por supuesto, las políticas que pueden abordar estos importantes problemas no las elaboran los hacedores de política de un banco central, pero la agenda de investigación que se ha discutido, ayuda a comprender mejor aquellos aspectos del bienestar que permiten a las personas prosperar y enriquecer sus vidas de manera más amplia.

Directorio

Director

Johny Rubelcy Gramajo M.

Consejeros

Jorge Vinicio Cáceres Dávila
Herberth Solórzano Somoza

Coordinador

Oscar Jorge A. Hernández R.

Producción

Ronald Vinicio Ruiz Alonzo

Edición de textos

Juan Francisco Sagüí Argueta

Arte y Diagramación

Juan Carlos Calderón Lam

Impresión

Taller Nacional de Grabados en Acero

Notas Monetarias es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: Notas Monetarias del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

