

# HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

## LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS



**MARCO ORTIZ  
DIEGO WINKELRIED**  
Editores



UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO

**60** AÑOS

# **HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020**

## **LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS**

**MARCO ORTIZ  
DIEGO WINKELRIED**  
Editores



**UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO**

**60** AÑOS

# El fortalecimiento de las políticas monetarias en América Latina y los retos que enfrentan

ENRIQUE ALBEROLA\*

*La política monetaria de América Latina es una historia de éxito reciente. Las instituciones monetarias se reforzaron y la respuesta a las dos grandes crisis globales recientes consolidaron su reputación. El enfoque pragmático que las caracteriza ha sido paulatinamente acomodado en un marco analítico coherente. El reto es mantener lo avanzado ante nuevos desafíos. La constatación de que la estabilidad macrofinanciera es solo una condición necesaria para el crecimiento sostenido, el cuestionamiento de ciertos paradigmas económicos, la falta de aliento en el progreso económico institucional, y el excesivo acaparamiento de roles y protagonismo de los bancos centrales dibujan un panorama tan incierto como interesante.*

## 1 Introducción

En este capítulo quisiera presentarles mis reflexiones personales sobre el fortalecimiento de las políticas monetarias en América Latina en las últimas décadas, y los retos que hoy enfrentan. Cuento con el beneficio de estar en un observatorio privilegiado para el seguimiento de las políticas monetarias globales, el Banco de Pagos Internacionales (*Bank of International Settlements*, BIS) de Basilea. Desde él, contemplamos y analizamos qué ronda por la cabeza de los bancos centrales, incluidos los latinoamericanos.

Además, voy a aprovechar contribuciones como las de Chang (2022), pues hay varias coincidencias, aunque él, como buen profesor, tiene un artilugio teórico

---

\* Agradezco a la Universidad del Pacífico y a los editores por la invitación a participar en este homenaje a Renzo Rossini. El Banco Central de Reserva del Perú siempre ha sido un gran apoyo para la oficina del BIS en las Américas. Lo sentí como tal durante el tiempo que estuve ahí, y mantuve con Renzo un diálogo muy cordial, interesante e intenso. Guardo un recuerdo entrañable de él.

Las opiniones acá vertidas son de mi exclusiva responsabilidad y no representan necesariamente las del Banco de Pagos Internacionales (BIS).

mucho más robusto que el que presentaré. Mi visión es más la de un hacedor y un observador de política monetaria.

El plan de este capítulo es muy simple. Primero, describo los rasgos diferenciales de la política monetaria en América Latina. Luego, realizo algunos comentarios sobre la respuesta a la pandemia. Al final presento los que para mí son los desafíos de corto y mediano plazo en el quehacer de la banca central latinoamericana.

## **2 La política monetaria latinoamericana**

La historia de la política monetaria en América Latina de las últimas décadas es una historia de éxito porque ha tenido grandes progresos en el control de la inflación. Los bancos centrales han ganado credibilidad y reputación, lo que les ha permitido poner en marcha regímenes de objetivos directos de inflación que han sido instrumentales en este éxito.

Para los países latinoamericanos, y más recientemente para el resto de bancos centrales, las crisis no solo trajeron pruebas de estrés, sino también oportunidades para pensar en los marcos de política monetaria. De hecho, hemos tenido dos crisis globales en los últimos quince años, lo que constituye una experiencia muy relevante para la solidez de estos marcos. Ello ha conllevado cambios en los paradigmas de política monetaria y el uso de nuevos instrumentos, un proceso aún en marcha.

Las políticas monetarias de las economías emergentes son intrínsecamente diferentes. Este hecho ha tardado bastante en ser explícitamente reconocido y aceptado. Las diferencias tienen que ver precisamente con su carácter de economías emergentes: muy expuestas a la volatilidad financiera internacional y muy sensibles al tipo de cambio. Desde antes de la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008, ya tenían marcos de política monetaria integrados, pero distintos de las economías avanzadas. En tiempos recientes, con estos marcos bien asentados, llegó la pandemia y la respuesta por parte de los bancos centrales ha sido exitosa. Esto ha llevado a que los bancos centrales sigan ganando prestigio y peso dentro de sus economías. Una cuestión que trataré al final es que este peso y responsabilidad quizás desborda lo que sería aconsejable. Por lo tanto, los bancos centrales enfrentan viejos desafíos que vuelven a asomar, tales como la inflación, junto con nuevos retos relacionados con los cambios de paradigma y de la estructura económica mundial.

La situación en América Latina es como un péndulo que bascula. Cuando los países latinoamericanos empiezan a domeñar la inflación, a adoptar regímenes más ortodoxos y entre ellos las metas explícitas de inflación, enfrentan un problema de percepción de inconsistencia en sus marcos de política monetaria, debido a que la inflación, bajo una visión purista de los regímenes de metas de inflación, constitu-

ye el único objetivo de la política monetaria. Les era muy complicado reconocer o cotejar con otros países lo difícil que les puede resultar olvidarse de otros objetivos relevantes en la práctica. Por ejemplo, los países latinoamericanos durante mucho tiempo tenían un “miedo a flotar”, que ahora se ha vuelto solo respeto y precaución. En este contexto se producían fuertes intervenciones cambiarias y muchas regulaciones y controles para mantener el aparato que circundaba la política monetaria y apoyaba la estabilidad financiera. Esta adaptación del esquema de metas de inflación, al incluir elementos adicionales, generaba una sensación de inconsistencia. En todo ese proceso, dado el éxito de la contención de la inflación, los bancos centrales fueron acumulando reputación, pero con un marco que se percibía poco consistente y claro. Se percibía, en respuesta, una cierta incomodidad entre los banqueros centrales, que les llevaba a ser poco transparentes de cara al exterior, aunque no por ello menos eficaces.

Después de la CFG se produce una conciliación, un posado de todos los elementos en un marco conceptual mucho más articulado. Por un lado, se aceptan que estos rasgos diferenciales y objetivos de política adicionales son importantes. Ahora se acepta que los bancos centrales se pueden ocupar de otros asuntos a los que hago referencia más adelante, más allá de la inflación. Así, las intervenciones cambiarias en este contexto pasan a ser justificadas e incluso compatibles con el marco del esquema de metas de inflación. Vino muy bien que la etiqueta “macroprudencial”, que abarcaba las políticas que ya se venían aplicando desde antes en Latinoamérica, tuviera un marchamo global, volviendo el marco de política más respetable y cómodo para el gestor de política monetaria.

El primer punto que diferencia los marcos de política monetaria latinoamericanos de los de las economías avanzadas es la centralidad del tipo de cambio. Esta variable es mucho más significativa en América Latina y los países emergentes porque los canales por los que afecta la economía son más potentes. Primero, el canal directo sobre la inflación y, además, un canal financiero muy relevante y relacionado con los flujos de capitales exteriores a los cuales las economías latinoamericanas son también muy sensibles.

Veamos la relación entre tipo de cambio e inflación. El traspaso, la transmisión del tipo de cambio a la inflación (*pass-through*), tiende a ser mayor y más volátil en los países latinoamericanos. Por un lado, hay una mayor proporción de bienes importados en la cesta de consumo; por otro lado, muchos países son muy dependientes del comercio de materias primas y, por lo tanto, sus precios afectan mucho a las cuentas fiscales y a la actividad económica del sector público. Jašov, Moessler, y Takáts (2019) estiman el efecto traspaso en torno al 0.3 antes de la CFG, y que ha bajado considerablemente en el período posterior, aunque sigue siendo mas elevado que en los países asiáticos o el resto de economías emergentes.

La reducción del efecto traspaso puede en parte atribuirse a los menores efectos de segunda ronda de la inflación. Estos efectos, asociados a cómo las alzas de precios afectan a los productos finales y los salarios, dependen mucho del anclaje de expectativas, y en este sentido sí que ha habido un progreso muy relevante. Moessner y Takáts (2020) documentan que la variabilidad de las expectativas de inflación en largo plazo en las economías emergentes se ha reducido drásticamente, y casi todos los países han convergido a un nivel muy bajo.

El segundo canal es el financiero, derivado de la estrecha relación que hay entre el riesgo de crédito y el tipo de cambio. Hofmann, Shim, y Shin (2020) documentan una muy fuerte correlación entre los diferenciales de deuda de los países emergentes y la depreciación cambiaria, lo que tiene importantes consecuencias. Cuando se produce una turbulencia financiera, los capitales exteriores tienden a retraerse y esto genera una depreciación cambiaria. Para entender el efecto que provoca sobre la política monetaria se puede utilizar un ejemplo. Supongamos que hay una inflación al alza, los bancos centrales aumentan las tasas de interés y esto genera una apreciación cambiaria; pero esta apreciación atrae capitales y produce una relajación de facto de las condiciones financieras. Esto es justamente lo opuesto a lo que la subida de la tasa de interés perseguía. Por lo tanto, da alas a una mayor actividad, y en vez de mitigar la inflación se corre el riesgo de incrementarla, si contrarresta el efecto deflacionista de la apreciación.

Si la política monetaria es menos efectiva para enfriar o reactivar la economía, se deteriora el *trade-off* intertemporal que usualmente enfrenta, ya que estas fases de relajamiento y endurecimiento de la política monetaria podrían acabar generando desequilibrios financieros importantes que en las economías emergentes tienen un impacto mayor sobre la estabilidad.

La oficina de las Américas del BIS realizó recientemente una encuesta a los bancos centrales sobre cómo ven estos marcos de política monetaria y estos canales (Bank of International Settlements, 2021). A continuación, describiré algunos de los resultados de este estudio. En primer lugar, se evidencia el peso que tienen el tipo de cambio y los flujos de capitales en las decisiones de política monetaria. En una escala de 1 a 5, 80 % de bancos centrales asigna una importancia de 4 al tipo de cambio; y 10 % indica una relevancia de 5. En el caso de los flujos de capitales, 20 % le asigna una importancia de 3; 40 % señala una relevancia de 4; y 10 % indica un peso de 5.

La gran mayoría de bancos centrales piensan que ambas variables, pero sobre todo el tipo de cambio, tienen un efecto importante sobre la inflación, la balanza comercial, los mercados financieros y varios componentes de la oferta agregada. Cuando a los bancos centrales se les pregunta mediante qué canales operarían el tipo de cambio, no sorprende que la mayoría indique al efecto traspaso para la

inflación y al canal comercial para la balanza de pagos y el nivel de producto. Sin embargo, también destacan el canal financiero, a través del cual el tipo de cambio afecta, además de a la balanza de pagos y el producto, al precio de los activos y al crédito doméstico.

En definitiva, los bancos centrales latinoamericanos no se pueden permitir un *benign neglect* del tipo de cambio; la política monetaria no puede ignorar esta variable. Esto es algo que en la práctica siempre ha sido así, aunque recientemente, en los últimos diez años, se ha fundamentado y articulado en una estrategia clara que afecta a la comunicación de los bancos centrales.

Ello significa que en la práctica los bancos centrales se tienen que ocupar de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Respecto al instrumento, si la tasa de interés a veces puede operar en la dirección contraria a la que se persigue, debe utilizar instrumentos complementarios para conseguir el efecto deseado. Uno muy relevante son las reservas internacionales, que generan lo que llamo “la paradoja de la flexibilidad”. Las economías latinoamericanas han ido basculando hacia un ancla interna a través de los objetivos de inflación, lo que les ha permitido una mayor flexibilidad cambiaria. Ello es deseable porque los tipos de cambio pueden absorber los choques externos que son muchos en las economías emergentes. No obstante, la flexibilidad se da en un contexto en que las reservas han aumentado de manera exagerada, más allá de lo que podría explicar el mero crecimiento de los mercados financieros a nivel global. Algo curioso es que, si bien es cierto que cuando los regímenes se consideran de facto fijos o de una flotación administrada tienen más reservas proporcionalmente a los regímenes que se consideran de flotación, en los regímenes de flotación las reservas representan el 20 % del PBI, que es significativo. Véase Arslan y Cantú (2019).

La razón detrás de la acumulación de reservas es que estas constituyen colchones importantes frente a las salidas de capitales. Son un seguro con la curiosa bondad de que tras acumular muchas reservas no tienes por qué utilizarlas para lograr tus objetivos. Las crisis de balanza de pagos *a la* Krugman (1979) están fuera del radar de los mercados en la mayoría de estas economías. La acumulación de reservas consigue cortocircuitar en parte el canal financiero del tipo de cambio.

Otro instrumento son las políticas macroprudenciales. Tradicionalmente, estas políticas han sido mucho más extendidas en las economías emergentes, aunque no tenían ese nombre, y de hecho eran vistas con suspicacia en las economías avanzadas. Hubo un momento en el cual el paradigma era que la misión principal de los bancos centrales era conseguir la estabilidad de precios, y que esta llevaría naturalmente a la estabilidad financiera. Bajo esta visión no hacen falta instrumentos macro adicionales para ocuparse de la estabilidad financiera. Y si algo llegara a pasar nos encargaremos de resolverlo después, como aducía Alan Greenspan en su

doctrina de limpiar los destrozos de la burbuja cuando estallara. Esta teoría fue refutada sangrantemente por la CFG; y cuando esto ocurre los bancos centrales de las economías emergentes se dan cuenta de que sus prácticas habituales, es decir, utilizar otros instrumentos para proteger la estabilidad financiera, son reconocidas como válidas.

Por lo tanto, antes de la crisis ya había políticas macroprudenciales bajo otro nombre, que en las épocas pretéritas se solapaban con las medidas que ahora se llaman eufemísticamente de *capital flow management* (Ghosh, Ostry, & Qureshi, 2017). Antes eran controles de capitales y también se solapaban con la política monetaria y con los encajes bancarios.

Este cambio de paradigma a favor de la política macroprudencial ha sido muy importante para los países latinoamericanos porque, por un lado, les ha permitido articular un marco consistente e integrado de su política monetaria. Por otro lado, ya se consideran parte de las herramientas a disposición del banco central, a la vez que los controles directos de capitales se reducen y prácticamente se eliminan, salvo en situaciones de mucho estrés. Por último, ha habido una evolución teórica de considerar la intervención cambiaria como una medida macroprudencial. Pero no hay que olvidar que, en los marcos de política monetaria de los países emergentes, la práctica sigue estando por delante de la teoría; aún no hay una teoría consolidada que los sustente, aunque ya se han comenzado a ver los primeros intentos.

En el informe del Bank of International Settlements (2021) se les preguntó a los bancos centrales qué instrumentos utilizan en términos macro y de protección de la estabilidad financiera. Todos respondieron, obviamente, la tasa de interés. En segundo lugar, casi 80 % indicó, antes de la pandemia, el uso de “instrumentos macroprudenciales”. En tercer lugar aparecen las operaciones cambiarias, para algo más de 60 % de bancos centrales, y al final, con 20 %, operaciones “no convencionales” de préstamos y compra de activos. Cuando se les pregunta cuáles son las medidas macroprudenciales más utilizadas, la gran mayoría, cerca de 80 %, señala nuevamente a las operaciones cambiarias. Asimismo, aparecen respuestas vinculadas a temas e instrumentos regulatorios como requerimientos de liquidez (40 % de los bancos centrales encuestados) o colchones de capital contracíclicos (20 %).

Así, el marco integrado de política monetaria consolidado tras la CFG se podría definir con los seis siguientes ingredientes: objetivo de inflación, tipo de cambio flexible, intervenciones cambiarias, políticas macroprudenciales, la ausencia de dominación fiscal y la comunicación.

Una política monetaria centrada en objetivos directos de inflación, donde los principales instrumentos son las tasas de interés y los encajes bancarios, tiene mucha relevancia en América Latina, mientras que los encajes bancarios habían prácticamente desaparecido en las economías avanzadas. Un tipo de cambio mayor-



mente flexible que es capaz de absorber los choques externos, pero no demasiado flexible para evitar una excesiva volatilidad y asustar a los flujos de capitales. Por ello, todo esto es compaginable con intervenciones cambiarias que limiten los efectos de la volatilidad cambiaria. Antiguamente, los instrumentos de intervención eran en el mercado *spot*; sin embargo, cada vez más, los bancos centrales intervienen con futuros, incluyendo el del Perú, como se documenta en Rossini, Armas, Castillo, y Quispe (2019).

El cuarto elemento son las políticas macroprudenciales que, a pesar de que su principal objetivo es la estabilidad financiera, igualmente contribuyen a cimentar el marco consistente. De hecho, refuerzan el mecanismo de transmisión de la política monetaria al limitar el canal financiero del tipo de cambio y, además, siguen teniendo dimensiones tan importantes como son los encajes de moneda extranjera.

La política fiscal es fundamental y está detrás de toda esta alquimia. Este marco no puede funcionar si hay una dominación de la política fiscal sobre la política monetaria. En este caso, la política monetaria no podría cumplir o estaría muy limitada al cumplimiento de sus objetivos, aunque es cierto que América Latina también había pasado la página de las graves vulnerabilidades fiscales durante las décadas de 1990 y 2000. Por lo tanto, al difuminarse la dominación fiscal, todo este marco puede asentarse e ir ganando credibilidad y reputación.

Finalmente, tener un marco que está consolidado y que, debido a los cambios de paradigma, ahora se percibe como consistente y es generalmente aceptado, facilita mucho la comunicación con el público, lo cual es muy importante. La comunicación es casi un instrumento independiente o al menos fundamental junto a los otros en la práctica de la política monetaria, pues permite guiar expectativas y reforzar la credibilidad.

### **3 Respuesta a la pandemia**

La pandemia ha supuesto un súbito y muy profundo choque negativo y un desafío a las políticas económicas y los bancos centrales en todo el mundo. En esta sección se realiza un breve recuento de las respuestas que han dado los países latinoamericanos a la pandemia de la COVID-19, sobre la base de resultados documentados en Cantú, Cavallino, De Fiore, y Yetman (2021). La respuesta demuestra que el funcionamiento del marco de políticas monetarias es eficaz y está consolidado.

La respuesta ha sido contundente y decidida. En primer lugar, una respuesta cuantitativa: todos los países de América Latina llevaron sus tasas de interés de política a mínimos históricos. La bajada de tasas fue complementada con políticas no convencionales, lo que podemos llamar la respuesta cualitativa. Si bien estas políticas no convencionales, por ejemplo, la compra de activos o expansiones cre-

diticias, han sido más tímidas que en las economías avanzadas. No obstante, resulta sorprendente y satisfactorio, en cierto modo, que países que no hace mucho tiempo estaban forjando unos marcos de política monetaria difíciles de instaurar en la confianza de los inversores y del público en general hayan implementado políticas no convencionales que eran desconocidas incluso en las economías avanzadas hace diez años, y hayan tenido buenos resultados.

La crisis de la pandemia es algo diferente a la CFG porque aquella crisis estuvo determinada por los desequilibrios financieros de las economías desarrolladas, mientras que la pandemia ha sido un choque exógeno que ha afectado a todos. Además se trata de un choque que no tenía mucho que ver con las condiciones financieras iniciales. Ello ha permitido una respuesta muy fuerte de las economías avanzadas, que ha sido global, pues al mismo tiempo ha arrastrado a las economías emergentes. No solo América Latina, sino también de Asia e incluso África se han embarcado en hacer políticas monetarias no convencionales atrevidas que han ayudado a mitigar el golpe.

Sin embargo, esta respuesta genera un reto importante. Toda esta configuración de políticas y el tipo de crisis que hemos sufrido, en el que la actividad se desploma, y los flujos financieros se congelan, requería una respuesta muy fuerte y muy coordinada por todos los agentes internos de los países, lo que ha llevado a una muy estrecha interacción de la política fiscal y monetaria que, según los bancos centrales, ha sido muy satisfactoria en la mayoría de los países. El problema es que esto refuerza el nexo entre las políticas monetarias y fiscales, y esto, dadas las circunstancias, podría representar un riesgo en los próximos tiempos.

En resumen, si miramos la respuesta a la COVID-19 podemos decir que los bancos centrales han manejado bien la crisis. Este resultado depende mucho de la acumulación de progresos durante las décadas anteriores, que han permitido a los bancos centrales situarse en el centro de la respuesta a la crisis y generar confianza en la población.

#### **4 Los desafíos hacia adelante**

Saldremos de la pandemia, ojalá, y nos enfrentaremos a nuevos desafíos. Uno de ellos es, en cierta medida, inesperado. Después de pulsiones deflacionistas durante la pandemia, nos encontramos que ahora el mundo sufre un repunte muy fuerte de la inflación. Las previsiones de inflación para 2022 en casi todas las economías emergentes van hacia arriba. En algunos casos, como Brasil o Turquía, más que en otros pero en el resto de América Latina la previsión de inflación de 2022 prácticamente se ha duplicado durante el año 2021.

El repunte de la inflación tiene mucho que ver con la propia dinámica de la recuperación de la crisis de la pandemia y las implicaciones de esta. Se está produciendo un fuerte desajuste entre oferta y demanda: la demanda se ha recuperado sobre todo en las economías avanzadas mucho más rápido de lo que se esperaba, especialmente en manufacturas, y la oferta no ha podido ir al mismo ritmo, entre otras cosas porque siguen habiendo restricciones al tráfico en muchos países y, por tanto, al comercio doméstico e internacional. Esto significa, en primera instancia, que estas tensiones inflacionistas serían transitorias. No obstante, este es el mismo diagnóstico de cada uno de los últimos meses y lo cierto es que no pareciera ser un fenómeno tan transitorio. Ello supone un problema porque la persistencia de la inflación puede generar efectos de segunda ronda.

A pesar de esta persistencia de la inflación, han conservado la calma hasta finales de 2021 y mantienen sus tasas de política, salvo alguna excepción en economías abiertas y pequeñas. Esta posición viene respaldada en términos de política por estas revisiones de los marcos de política monetaria, en particular en la Reserva Federal y en el Banco Central Europeo, que apoyan ser algo más permisivo con los excesos de inflación mientras la inflación a mediano y largo plazo esté controlada, lo que es razonable si las políticas monetarias gozan de credibilidad y si piensas que la inflación no es persistente. Sin embargo, este consenso se está debilitando rápidamente, y estos bancos centrales podrían verse forzados a subir sus tasas de política antes de lo deseado si la inflación persiste.

Ello contrasta con las economías emergentes que sí han subido sus tasas de política a ritmos importantes. En países como Rusia y Brasil, los tipos actuales ya han superado los niveles previos a la pandemia, a pesar de la fuerte bajada que se produjo. En América Latina, la preocupación por la inflación tiene que ver igualmente con el crecimiento económico porque, si continúan subiendo las tasas, se podría ahogar esa recuperación que no está siendo particularmente vigorosa.

Sin embargo, creo que a mediano plazo los desafíos son más complicados. El elefante en la habitación en América Latina, igualmente en África, es la situación fiscal de la que no se está discutiendo lo suficiente. El incremento de la deuda durante la pandemia en América Latina ha sido importante, pero también prácticamente ha continuado una tendencia que observamos desde inicios de la década de 2010. Es decir, el deterioro fiscal viene de largo y no se le ha prestado la suficiente atención en la región durante los años en los que se ha estado acumulando. La política fiscal es el eslabón más débil con el que se enfrentan los bancos centrales en América Latina, y las perspectivas no son nada halagüeñas.

Conviene subrayar que conforme se ha ido avanzando en la credibilidad de la política monetaria, la inflación se ha vuelto cada vez menos sensible a choques fiscales como cambios en los déficits (Catão & Terrones, 2005). Asimismo, se ve

rifica que cuando la independencia del banco central es alta, el impacto del déficit fiscal sobre la inflación es mucho menor que cuando la independencia del banco central es baja. Los regímenes de metas de inflación tienen mucho que ver con los avances de la independencia que han asentado estos regímenes. Por lo tanto, estos hallazgos dan el mensaje optimista de que, con marcos monetarios creíbles y consolidados, el impacto de los déficits no tiene que ser inflacionarios porque el principio de separación entre la política monetaria y fiscal está ya muy claro.

No obstante, durante la pandemia, mientras se producía un deterioro más de la situación fiscal, las interacciones monetarias y fiscales han sido muy intensas. La separación entre ambas se ha difuminado. Con la superación de la emergencia es fundamental que cada política restablezca el foco en su objetivo prioritario, la estabilidad de precios en el caso de la banca central. Este desenganche no es necesariamente fácil, dada la frágil situación fiscal de muchos países y el rezago en la recuperación de algunas economías. Existe el riesgo de presiones políticas sobre el banco central, en particular sobre el retiro de los estímulos monetarios puestos en marcha, y creo que ya lo estamos viendo en algunos países.

Otro desafío es que el crecimiento económico parece insuficiente. Esto por supuesto es algo que debe preocupar a toda la ciudadanía y a todos los hacedores de política monetaria. Como en el caso de la evolución fiscal, el crecimiento de América Latina ha sido decepcionante desde mucho antes de la pandemia, básicamente desde la mitad de la década de 2010, porque ha caído el crecimiento potencial a raíz de la reducción de los precios de las materias primas. Dicho de otro modo, se pensaba que el crecimiento potencial genuino de las economías de Latinoamérica era mayor, y no se veía que mucho de él estaba respaldado por un *boom* de las materias primas. Esta percepción errónea implica una recalibración de las perspectivas de mediano plazo. Adicionalmente, el deterioro fiscal descrito también tiene un impacto negativo sobre el crecimiento potencial.

De hecho, las expectativas de crecimiento han caído por la pandemia. Las últimas proyecciones de organismos internacionales indican que en el caso de países avanzados el producto alcanzará en breve los niveles previstos antes de la pandemia. En cambio, no se espera lo mismo para las economías emergentes, en donde, más bien, las proyecciones son paralelas a los niveles de la tendencia prepandemia. Es decir, se esperan pérdidas permanentes en el producto de economías emergentes, respecto a las proyecciones previas. Esto es sin duda una preocupación para los bancos centrales porque una economía sin crecimiento hace más complicada la acción de la política monetaria.

Los bancos centrales latinoamericanos cuentan con una alta credibilidad que ha sido reforzada por la pandemia y eso es positivo. Los bancos centrales tenían instrumentos que han ido aquilatando y articulando en una narrativa adecuada.

En la pandemia han ido incorporando nuevos instrumentos y todo esto lo han hecho con éxito, lo cual es igualmente bueno. Además, los bancos centrales, como el Banco Central de Reserva del Perú, se han convertido en las instituciones de referencia como garantes de la estabilidad macroeconómica, en un contexto en el que las reformas de mejoras institucionales en América Latina se han frenado desde hace bastante tiempo.

Sin embargo, este es mi punto, su posición está amenazada. La primera razón es que la experiencia de crecimiento en América Latina en la última década ha demostrado que la estabilidad macro y de precios es una condición necesaria, pero no suficiente para lograr un crecimiento y desarrollo sostenible. En segundo lugar, porque los paradigmas son fluidos y hemos estado mucho tiempo sin prestarle atención a la inflación o más bien a la deflación. Dejó de estar en el centro de las prioridades de los bancos centrales, en particular las economías avanzadas, y por lo tanto hay una falta de referencia. Además este fluir del paradigma genera cierta incertidumbre. Chang (2022) sostiene que el esquema de metas de inflación parecía la panacea y no lo fue, en varias dimensiones, como la CFG nos lo recordó.

Otra consideración es de economía política. Que los bancos centrales tengan éxito y se conviertan en instituciones de referencia también tiene la cruz de la sobreexposición a las vicisitudes económicas. Hay una sobre extensión de los objetivos, ya se ocupan de demasiadas cosas, y empezamos a esperar que atiendan aún más objetivos como innovación financiera o monedas digitales. Algunos de estos objetivos son sustanciales a los bancos centrales, pero otros no lo son. Algo similar ocurre por el lado de los instrumentos, hay un riesgo de que un arsenal tan complejo acabe por generar cierta vuelta de cosas.

Asimismo, la exposición tiene que ver con la centralidad de la que hablaba antes. Los banqueros centrales ya no son aquellas personas serias, oscuras, opacas, que se ocupaban de cosas abstrusas, incomprensibles para el gran público. Muchos de ellos están cada vez más presentes en la opinión pública y de ahí la necesidad de comunicar a la sociedad, lo que es positivo. Aún así, a veces la sobreexposición mediática puede influir en sus propias actuaciones, sobre todo en contextos en donde el deterioro de la estabilidad política, que se está perdiendo en el continente, pueda afectar a la estabilidad monetaria.

Un último desafío es mantener la memoria de los costes de la inflación. Un aspecto en América Latina que protege la institucionalidad de los bancos centrales es la penosa memoria de inflaciones altas y crónicas. Es cierto que está muy presente, y en países como Argentina o Venezuela la lacra de la inflación está aún vigente. Quisiera establecer un paralelo con mi país, España. Mi generación vio la transición de la dictadura a la democracia como algo muy positivo, pero hoy en día hay un debate muy importante sobre si la transición fue buena, si fue insuficiente, si

fue reaccionaria. Mi reflexión es que una de las razones principales para este revisionismo es que muchas de las personas que reniegan de esa época tan positiva no vivieron la dictadura.

Esto mismo está pasando hasta cierto punto en América Latina, con un desfase temporal de una década más o menos, con las propias transiciones de la dictadura a la democracia que se están olvidando, y es por lo que también se explica la vuelta al populismo. La amenaza es que este olvido generacional puede tener un correlato en la inflación porque la gente que vivió la inflación en América Latina está empezando a peinar canas, y eso puede hacer que la importancia de este objetivo, en un contexto populista, acabe afectando la labor de los bancos centrales.

## 5 Conclusiones

En conclusión, la política monetaria en América Latina ha mostrado un marcado éxito en el control de la inflación y la mayor credibilidad y reputación. El instrumental desarrollado durante estas décadas ha logrado consolidar un marco consistente y aceptado, tanto por el público como por la academia, que se ha reflejado en un manejo adecuado de la crisis provocada por la COVID-19. No obstante, persisten desafíos importantes que observar y que darán forma a la política monetaria de la región.

## Referencias

- Arslan, Y., & Cantú, C. (2019). The size of foreign exchange reserves. En Bank for International Settlements (Ed.), *Reserve management and FX intervention* (Vol. 104, p. 1-23). Bank for International Settlements.
- Bank of International Settlements. (2021). *Capital flows, exchange rates and monetary policy frameworks in latin american and other economies* (BIS Representative Office for the Americas Report). Bank of International Settlements.
- Cantú, C., Cavallino, P., De Fiore, F., & Yetman, J. (2021). *A global database on central banks' monetary responses to Covid-19* (BIS Working Paper n.º 934). Bank for International Settlements.
- Catão, L. A. V., & Terrones, M. E. (2005). Fiscal deficits and inflation. *Journal of Monetary Economics*, 52(3), 529-554.
- Chang, R. (2022). Política monetaria en países emergentes: manual de instrucciones. En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamias* (p. 361-370). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.

- Ghosh, A. R., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2017). *Managing the tide: How do emerging markets respond to capital flows?* (IMF Working Paper n.º 2017/069). International Monetary Fund.
- Hofmann, B., Shim, I., & Shin, H. S. (2020). Bond risk premia and the exchange rate. *Journal of Money, Credit and Banking*, 52(S2), 497-520.
- Jašová, M., Moessner, R., & Takáts, E. (2019). Exchange rate pass-through: What has changed since the crisis? *International Journal of Central Banking*, 15(3), 27-58.
- Krugman, P. (1979). A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311-325.
- Moessner, R., & Takáts, E. (2020). *How well-anchored are long-term inflation expectations?* (BIS Working Paper n.º 869). Bank for International Settlements.
- Rossini, R., Armas, A., Castillo, P., & Quispe, Z. (2019). International reserves and forex intervention in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Reserve management and FX intervention* (Vol. 104, p. 191-207). Bank for International Settlements.