

# Resumen ejecutivo

---

La crisis mundial generada por la pandemia de enfermedad por coronavirus (COVID-19) ha puesto en evidencia las asimetrías existentes entre las economías desarrolladas y las economías emergentes y en desarrollo en lo que respecta a su capacidad de respuesta tanto para implementar políticas encaminadas a mitigar los efectos sanitarios, económicos y sociales de la crisis como para impulsar una recuperación sostenible.

La concentración cada vez mayor de la adquisición de vacunas en los países de mayores ingresos es un ejemplo de ello. Estos países concentran una proporción de compromisos de compra de vacunas superior a la proporción de la población mundial que representan. De hecho, la Unión Europea, los Estados Unidos, el Reino Unido, el Canadá y el Japón concentraban en noviembre de 2021 el 39% de los compromisos de compra de vacunas, a pesar de contar con el 12,9% de la población mundial. Además, sus tasas de vacunación se encuentran por encima del promedio de la de los países en desarrollo y de menores ingresos. La capacidad de vacunar a la población no solo tiene un efecto inmediato sobre el control de la pandemia, sino que también reduce las probabilidades de aparición de nuevas cepas. En la medida en que los países tengan menores tasas de vacunación, más difícil será controlar la pandemia y, por ende, iniciar una recuperación sostenible e inclusiva.

En lo que se refiere a los esfuerzos fiscales para mitigar los efectos de la crisis producida por el COVID-19, así como para estimular la recuperación económica y social, también se observan grandes diferencias en la capacidad de respuesta de los países, y se constata que esta es mucho menor en las economías emergentes y en desarrollo, incluidas las de América Latina y el Caribe. Las economías avanzadas han realizado esfuerzos de una magnitud sin precedentes, inicialmente orientados a sostener la actividad económica y atenuar los efectos adversos de la crisis en el ámbito social, a los que se han sumado nuevas medidas fiscales orientadas a propiciar un crecimiento fuerte y sostenible. Según las cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI), el conjunto de medidas fiscales anunciadas por las economías avanzadas representaba cerca de 14,9 billones de dólares para el período comprendido entre enero de 2020 y septiembre de 2021, mientras que las economías emergentes habían anunciado medidas por un monto cercano a los 2,7 billones de dólares.

La capacidad de respuesta de la política monetaria convencional y no convencional también ha mostrado diferencias significativas entre países. Si bien la mayoría implementó durante 2020 políticas monetarias expansivas a través de la tasa de interés y la expansión de las hojas de balance de los bancos centrales, el aumento de la inflación creó incertidumbre sobre la capacidad de los países de mantener esas políticas. A la fecha, las hojas de balance de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco de Inglaterra, el Banco del Japón y el Banco Central Europeo representan un nivel cercano al 60% del PIB de los respectivos países, lo que refleja sus esfuerzos por proporcionar liquidez. Si bien la dinámica inflacionaria ha ejercido presión sobre el proceso de normalización de las tasas de política monetaria, hasta ahora la respuesta de los países desarrollados ha sido gradual y cautelosa, y las tasas en general se han mantenido en mínimos históricos.

Por el contrario, los países emergentes y en desarrollo —entre ellos, los latinoamericanos— han comenzado un proceso más acelerado de normalización de la tasa de política monetaria. En un gran número de países se observan alzas, lo que refleja las asimetrías entre el mundo desarrollado y en desarrollo a la hora de enfrentar las consecuencias y los costos de las presiones inflacionarias.

Estas disparidades y asimetrías afectan no solo la dinámica del crecimiento a corto plazo, sino también la capacidad de sostener el crecimiento a mediano plazo. De acuerdo con las estimaciones del FMI<sup>1</sup>, el grupo de economías avanzadas es el único

<sup>1</sup> Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook. Recovery During a Pandemic: Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures*, octubre de 2021.

que en 2022 retomaría la trayectoria de crecimiento registrada antes de la pandemia, e incluso llegaría a superarla. Los demás grupos de países permanecerán, a mediano plazo (hasta 2025), en una trayectoria de crecimiento muy inferior a la proyectada antes de la pandemia, lo que pone de relieve el carácter duradero del daño al crecimiento que la pandemia infligió en estas economías.

Durante 2021, los precios de los productos básicos continuaron con la tendencia al alza que comenzó en mayo de 2020, y se estima que crecieron un 42% respecto del nivel promedio de 2020. En 2022, se espera que los precios permanezcan elevados, si bien se observaría una leve baja (–3,2%) respecto de los precios vigentes en 2021.

Los mercados financieros internacionales registraron un comportamiento favorable en 2021, a pesar de algunos episodios breves de aumento de la volatilidad vinculados no solo a la evolución de la pandemia, sino también a la incertidumbre sobre las perspectivas de la inflación y la posibilidad de retiros anticipados de los estímulos monetarios. Ello ha incrementado la probabilidad de que los bancos centrales de las economías desarrolladas reduzcan sus estímulos monetarios, lo que puede tener efectos adversos en los mercados emergentes.

Un alza de las tasas de política monetaria o la reducción de la compra de activos por parte de los bancos centrales podría generar volatilidad en los mercados financieros y crear dificultades, especialmente en las economías emergentes y en desarrollo. Para mitigar estos riesgos, es necesario que los cambios de política monetaria se realicen con cautela y se comuniquen de forma clara y con suficiente antelación. Los países emergentes y en desarrollo también deben prepararse para los aumentos de las tasas de interés de las economías avanzadas a través de extensiones del vencimiento de la deuda cuando sea factible, reduciendo así sus necesidades de refinanciamiento. Por su parte, los reguladores deben enfocarse en limitar la acumulación de descalces de monedas en los balances y enfrentar una mayor volatilidad cambiaria.

En este contexto, la proyección de crecimiento de la economía mundial para 2021 es del 5,8% y, para 2022, se espera una desaceleración al 4,9%. En los casos de los Estados Unidos y China, los dos principales socios comerciales de la región, se prevén tasas de crecimiento sustancialmente menores en 2022 que las observadas en 2021. Asimismo, se espera que persistan los choques de oferta que se han ido intensificando por las dificultades experimentadas en las cadenas de valor, así como los problemas logísticos y los elevados costos de transporte. También cabe esperar una disminución de los programas de estímulo monetario y fiscal que apuntalaron las economías y actuaron para reducir el impacto negativo de la pandemia durante 2020 y 2021. Las nuevas variantes de COVID-19, como la ómicron, arrojan un manto de duda sobre la dinámica del crecimiento en 2022 y los años venideros.

El grupo de economías desarrolladas habría crecido un 5,2% en 2021. Se estima que los Estados Unidos crecieron un 6,0% y la zona del euro, un 5,2%, mientras que el Japón habría crecido un 2,4% y el Reino Unido, alrededor de un 6,8%. En el grupo de economías emergentes y en desarrollo —que se estima que crecieron un 6,4% este año—, destacan China, con un crecimiento del 8,0%, y la India, con un 9,5%. Por otra parte, el dinamismo habría sido menor en algunas subregiones emergentes, como Oriente Medio y el Norte de África (cuyo crecimiento fue del 4,1%) y África Subsahariana (3,7%).

Para 2022, se espera que la economía mundial crezca un 4,9%, en promedio. Las economías desarrolladas crecerían un 4,2%; los Estados Unidos crecerían un 3,9% y la zona del euro, un 4,6%. Las economías emergentes y en desarrollo, por su parte, crecerían un 5,1%, nuevamente impulsadas por las economías emergentes y en desarrollo de Asia (6,4%), incluidas China (5,7%) y la India (7,9%).

En línea con la dinámica de crecimiento del PIB mundial, el volumen de comercio mundial de bienes también crecería menos en 2022 (un 4,7%, en comparación con una cifra de casi el 11% en 2021), de acuerdo con las estimaciones de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

Desde la perspectiva de los países de América Latina y el Caribe, se estima que las exportaciones de la región crecieron un 25% en valor en 2021, con un aumento del 17% de los precios de exportación y un incremento del 8% del volumen exportado. Mientras tanto, las importaciones habrían crecido un 32% en valor, lo que representa el mayor aumento desde 2010, cuando se expandieron en la misma medida tras la crisis financiera mundial. Tras el colapso de 2020, se estima que los volúmenes importados crecieron un 20%, en línea con la expansión de la actividad interna en la región —tanto consumo como inversión—, y que los precios de importación mostraron un alza del 12%.

Si bien la evolución favorable de los precios de los productos básicos en 2021 se tradujo en un aumento estimado de los términos de intercambio de alrededor del 5% en la región, existen diferencias a nivel subregional. Los términos de intercambio cayeron un 5% en el Caribe (sin incluir Guyana, Jamaica ni Trinidad y Tabago) y un 1% en Centroamérica, como consecuencia, en parte, del gran peso que tiene la energía en la canasta importadora de estos países. Por el contrario, el grupo de países cuyos términos de intercambio subieron más es, justamente, el de los exportadores de hidrocarburos (15%).

Las remesas continúan en una trayectoria creciente y, tras haber aumentado un 8% en 2020, se habrían incrementado casi un 30% en 2021. Siguen siendo una fuente de recursos externos muy importante para los países de la región, en particular para Centroamérica, México y algunos países del Caribe.

El déficit de la balanza de servicios empeoró en 2021, influido principalmente por un deterioro de la cuenta de servicios de transporte y otros servicios, cuyas importaciones aumentaron en consonancia con el alza de las importaciones de bienes. El déficit de la balanza de rentas, por su parte, aumentó en 2021 debido principalmente a la mayor remisión de utilidades por parte de las empresas de inversión extranjera, en un contexto de aumento de los precios de los productos básicos. Como resultado de las tendencias mencionadas, después de exhibir un pequeño superávit en 2020 (0,2% del PIB), la cuenta corriente de la balanza de pagos volvió a tornarse deficitaria en 2021 y se situó en un -0,6% del PIB.

En línea con lo que se observa en el conjunto de mercados emergentes, los flujos financieros totales hacia América Latina y el Caribe continuaron en una senda de recuperación, y los países de la región siguen teniendo acceso a los mercados financieros internacionales. En efecto, las emisiones de deuda en los mercados internacionales por parte de la región siguieron aumentando y, en los primeros diez meses de 2021, se incrementaron un 12,3% en comparación con el mismo período de 2020, aunque esta vez con mayor protagonismo de la deuda privada y un crecimiento menor de las emisiones soberanas. Las emisiones del sector privado no bancario crecieron un 77%, mientras que las emisiones soberanas aumentaron un 14%, después de que en 2020 experimentaran un gran dinamismo.

La recuperación de los flujos financieros ha ido acompañada, sin embargo, de un deterioro de la calificación crediticia en varios países de la región —en 2021 se llevaron a cabo 12 acciones de rebaja de la calificación crediticia, además de revisiones de perspectiva a la baja para casi todos los países de la región—, así como de un leve aumento del riesgo soberano, que aun así permanece todavía muy por debajo de las cifras registradas durante gran parte de 2018 y 2019.

En lo que respecta a la dinámica del crecimiento trimestral en la región, la flexibilización gradual de las medidas de contención de la pandemia y las condiciones externas favorables se tradujeron en un aumento del dinamismo de la actividad económica, que, después de una leve contracción en el primer trimestre de 2021, alcanzó su punto máximo (16,1%) en el segundo trimestre del año. Este dinamismo de la actividad, que fue notablemente más pronunciado de lo que se anticipaba para el promedio de la región, no se sostuvo durante el segundo semestre, cuando se observó una desaceleración.

La dinámica del crecimiento en 2021 estuvo liderada por la demanda interna. El consumo privado constituyó un motor fundamental y contribuyó con alrededor de la mitad del crecimiento del segundo trimestre. Asimismo, se observa un repunte notable de la inversión, en un contexto de recuperación de la demanda y un mayor nivel de actividad de la construcción. Por otra parte, si bien las exportaciones crecieron significativamente, el sector externo neto (exportaciones menos importaciones) presenta una contribución negativa al crecimiento del producto, debido al marcado incremento de las importaciones.

Desde la perspectiva sectorial, la expansión de la actividad económica fue liderada por la recuperación de los sectores de actividad económica más castigados por la pandemia (construcción, comercio, manufactura y transporte y comunicaciones), y en todos ellos se observó un alza generalizada. El resto de los sectores de actividad económica también registraron recuperaciones durante el segundo trimestre.

En lo que se refiere a la dinámica de los mercados laborales durante 2021, estos se recuperaron lentamente del fuerte impacto causado por la pandemia de COVID-19. Al tercer trimestre de 2021, la tasa de participación regional alcanzó el 60,5% y la tasa de ocupación llegó al 54,9%, lo que representa niveles superiores a los del tercer trimestre de 2020, pero inferiores a los del mismo período de 2019. La magnitud del aumento de la ocupación superó la del retorno al mercado laboral, por lo que la tasa de desocupación abierta se redujo gradualmente. Este indicador ha mostrado una tendencia a la baja durante todo el año y, al tercer trimestre de 2021, se encontraba en un 9,1% para el promedio de 14 países.

Sin embargo, la dinámica laboral muestra un importante rezago con respecto a la evolución del PIB, y la creación de nuevos puestos de trabajo se ha quedado rezagada con respecto a la dinámica de crecimiento. Un 30% de los empleos perdidos en 2020 no se recuperaron en 2021. Asimismo, la lenta recuperación del empleo ha acentuado la desigualdad entre hombres y mujeres. En general, se observa que las mujeres retornan en menor medida al mercado laboral y presentan mayores dificultades para encontrar empleo, lo que ha profundizado las brechas de género en el mercado laboral regional. La tasa de participación de las mujeres en el tercer trimestre de 2021 fue del 49,7%, mientras que la tasa de participación de los hombres alcanzó un 71,5%, una cifra 2 puntos porcentuales por debajo de la del mismo período de 2019.

Las mayores dificultades se observaron entre las mujeres de menor nivel educativo. En 2020, este grupo de trabajadoras se vio más afectado por la pérdida de empleo que los hombres con el mismo nivel educativo y que otras mujeres con mayor nivel de formación. Durante los primeros meses de 2021, este grupo fue el que más dificultades tuvo también para reinsertarse en el mercado laboral y, al segundo trimestre de 2021, su nivel de ocupación era un 16% más bajo que el del mismo trimestre de 2019.

Durante 2020, al contrario de lo que suele ocurrir en contextos de crisis de origen económico, el empleo informal no pudo comportarse de forma contracíclica, por lo que no contribuyó a atenuar las pérdidas de ingresos de los hogares, y se destruyeron muchos puestos de trabajo en el segmento informal del mercado laboral. En 2021,

sin embargo, se observa un incremento considerable del empleo informal. Esto ha redundado en aumentos significativos de la tasa de informalidad, lo que implica que el mayor número de ocupados está asociado a una menor calidad del empleo.

La recuperación del empleo ha sido dispar en los distintos sectores productivos. En el segundo trimestre de 2021, el empleo en la construcción se había recuperado casi por completo, el del comercio se había recuperado parcialmente y el empleo en sectores relacionados con la hotelería y los restaurantes aún seguía muy deprimido en comparación con el segundo trimestre de 2019. Otros sectores, como la industria manufacturera y los servicios comunales, sociales y personales, se recuperaron parcialmente y continúan ubicándose en niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia. Por el contrario, el empleo en el sector agropecuario, los servicios financieros y empresariales y los servicios básicos mostró una variación positiva con respecto al segundo trimestre de 2019. La dinámica de creación de empleo hace prever que los mercados laborales no recuperarán los indicadores que tenían antes de la pandemia. La tasa de desocupación se ubicaría en torno al 9,7% en 2021, es decir, en un nivel inferior al registrado en 2020 (10,3%), pero superior al de 2019 (8,1%).

En un marco de crecientes incertidumbres sobre la dinámica de la pandemia, el crecimiento, la inflación y los choques negativos de oferta prolongados, se observa un escenario macroeconómico global con incertidumbres cada vez mayores en relación con las respuestas de política monetaria por parte de los países desarrollados. Por ello, se espera que en 2022 la región enfrente un escenario externo más complejo, con un menor dinamismo económico y mayor volatilidad e incertidumbre monetaria y financiera.

En el contexto de los países de la región, la coyuntura macroeconómica también se volverá más incierta y compleja en 2022, con un crecimiento económico y una recuperación del empleo más lenta de lo anticipado, mayores presiones inflacionarias y una elevada volatilidad cambiaria, que se sumarán a los bajos niveles de inversión y productividad, y los altos niveles de informalidad, desigualdad y pobreza.

Para impulsar la recuperación económica y administrar los riesgos macrofinancieros reales y nominales, será necesario implementar políticas macroeconómicas coordinadas y utilizar todos los instrumentos a disposición de las autoridades para priorizar adecuadamente los desafíos del crecimiento, manteniendo la estabilidad monetaria y financiera. En este contexto, la urgencia de continuar implementando políticas para apoyar el crecimiento y la creación de empleo decente exige una sólida articulación entre las políticas fiscales y monetarias, así como con las políticas de empleo sectoriales para dinamizar la creación de puestos de trabajo.

En 2020, la política fiscal se convirtió en una de las herramientas de política pública más importantes para responder a la crisis socioeconómica provocada por la pandemia de COVID-19. Los países de América Latina anunciaron grandes paquetes de medidas fiscales de un alcance sin precedentes, que representaron, en promedio, el 4,6% del PIB, con el fin de fortalecer los sistemas de salud pública, apoyar a las familias y proteger la estructura productiva. Entre los instrumentos fiscales empleados, el gasto público desempeñó un papel preponderante, con un significativo aumento de los subsidios y transferencias corrientes para mitigar los efectos de la pandemia en los ingresos de las familias y las empresas.

Estos esfuerzos fiscales, no obstante, tuvieron distintos efectos sobre las cuentas públicas, con implicaciones para la política fiscal en 2021 y años posteriores. El incremento del gasto público, en un contexto de menor recaudación tributaria, se tradujo en una expansión de los déficits fiscales y un incremento sustancial de la deuda pública. A pesar del papel clave que tuvo la política fiscal a la hora de hacer frente a la crisis, los presupuestos aprobados para 2021 mostraron una tendencia a la reducción

de los déficits fiscales y la estabilización de la trayectoria de la deuda pública. Esta tendencia se refleja en el retiro del impulso fiscal observado en la región, a través de una contracción del gasto primario en varios países. Esto se debe, en parte, a la expiración de los programas de emergencia relacionados con la pandemia.

Esta dinámica resulta más evidente en América Latina, donde la reducción prevista de los niveles de gasto público —principalmente por una contracción de los subsidios y transferencias corrientes— y la recuperación de los ingresos públicos —sobre todo de los ingresos tributarios— se verán reflejadas en la reducción de los déficits fiscales. De acuerdo con las proyecciones oficiales, los déficits globales de los gobiernos centrales se situarían en un 5,0% del PIB en 2021, frente al 6,9% del PIB en 2020. Por su parte, el déficit primario se ubicaría en un 2,4% del PIB en 2021, en comparación con el 4,2% del PIB en 2020. No obstante, el nivel de la deuda pública bruta de los gobiernos centrales se mantendría elevado.

En el Caribe, la recuperación de los ingresos totales durante 2021 conllevaría una reducción de los déficits fiscales. El déficit global promediaría el 5,8% del PIB en 2021, en comparación con el 7,0% del PIB en 2020, y el déficit primario cerraría 2021 en un 2,8% del PIB, frente al 4,3% del PIB en 2020. La menor reducción esperada en los déficits fiscales en el Caribe, en comparación con los de América Latina, se debe al incremento proyectado de las erogaciones totales de los gobiernos centrales, particularmente de los gastos de capital en proyectos asociados con la reconstrucción tras la ocurrencia de desastres naturales y fenómenos climáticos adversos. Al igual que en América Latina, la deuda pública bruta de los gobiernos centrales se mantendría en niveles elevados.

La situación fiscal predominante en la región crea el dilema de cómo mantener una política fiscal procrecimiento que apoye la expansión de la inversión y contribuya al cierre de las brechas sociales, en un contexto caracterizado por mayores complejidades macroeconómicas, menor espacio fiscal y un acceso desigual al financiamiento. De acuerdo con la experiencia histórica, estos factores no deben derivar en una política fiscal contractiva que afecte el frágil proceso de recuperación económica e ignore la necesidad de incrementar los bajos niveles de inversión en la región y reducir las crecientes brechas sociales.

La política fiscal debe continuar desempeñando un papel central en la mitigación de los efectos de la pandemia, impulsar la recuperación de la actividad económica y sentar las bases para un crecimiento sostenido y sostenible. Este proceso exigirá un marco de sostenibilidad fiscal enfocado en fortalecer la recaudación de ingresos permanentes para financiar las demandas de gastos permanentes.

En un contexto en que resulta complejo mantener los niveles de gasto público, es indispensable adoptar una mirada estratégica del gasto, con un enfoque en programas de alto rendimiento económico, social y ambiental, que contribuyan a fomentar un cambio hacia la sostenibilidad en el modelo de desarrollo en la región. Se debe proteger la inversión pública, que ha sido la principal variable de ajuste durante la última década, para realizar inversiones intensivas en empleo de calidad en sectores estratégicos y con igualdad de género. De forma complementaria, la universalización y la sostenibilidad financiera de los sistemas de protección social deben ser elementos centrales en la política fiscal en adelante.

Para lograr dotar de sostenibilidad a una política de gasto orientada hacia el desarrollo, se necesitará una nueva generación de políticas tributarias que permitan mejorar el nivel de recaudación y su composición. No obstante, es necesario tomar en cuenta que los procesos asociados a la modificación de los sistemas tributarios exigen una visión de mediano plazo y deben ir acompañados de consensos sociales y políticos,

especialmente en el contexto actual. Por ende, resulta importante tomar medidas a corto plazo, como acciones para reducir la evasión tributaria —que en 2018 representó 325.000 millones de dólares, cifra equivalente al 6,1 % del PIB regional—, y revisar los gastos tributarios, que representan el 3,7 % del PIB en promedio.

A mediano plazo, estas nuevas políticas tributarias deberán estar basadas en impuestos directos, con una mayor equidad vertical, construida sobre el principio de que quienes más tienen son quienes más deben contribuir. Es importante impulsar reformas que permitan consolidar el impuesto sobre la renta de las personas físicas y las empresas, así como extender el alcance de los impuestos sobre el patrimonio y la propiedad. Además, se podrían considerar nuevos impuestos verdes, a la economía digital y otros relacionados con el consumo de productos no saludables.

Asimismo, el multilateralismo, a través del financiamiento para el desarrollo, es necesario para generar, a corto plazo, un espacio fiscal que permita a los países de la región impulsar una política fiscal procrecimiento y evitar ajustes fiscales prematuros. Para ello, es importante que los países desarrollados y las instituciones financieras internacionales apoyen a las economías con limitaciones financieras, incluidas las de renta media, para que puedan acceder a financiamiento en condiciones favorables.

Una de las principales medidas registradas en 2021 para mejorar el acceso de países emergentes y en desarrollo a liquidez fue la asignación general por parte del FMI, en agosto de ese año, de derechos especiales de giro (DEG) por un monto equivalente a 650.000 millones de dólares. Aunque la asignación fortaleció la posición de reservas internacionales en todas las regiones en desarrollo, a nivel agregado, su distribución ha beneficiado de forma desproporcionada a los países desarrollados. Los países en desarrollo, que hacen un mayor uso de los DEG, recibieron apenas un 35,6 % del total.

La nueva asignación de DEG debe complementarse con otro mecanismo de acceso a liquidez en el marco de una reforma de la arquitectura financiera internacional estructurada en torno a cinco pilares: i) la ampliación y redistribución de liquidez mediante el establecimiento de fondos que permitan la recirculación de DEG hacia países en desarrollo; ii) el fortalecimiento de las capacidades de préstamo de la banca de desarrollo a través de una mayor capitalización y la adopción de criterios más flexibles para otorgar financiamiento para el desarrollo; iii) una reforma de los mecanismos de gestión de la deuda externa que incluya una ampliación del alcance de la iniciativa de suspensión del servicio de la deuda del Grupo de los 20 (G20) y una revisión de la política de sobrecargos del FMI, así como del papel de las agencias de calificación crediticia; iv) la adopción de instrumentos innovadores de financiamiento para el desarrollo, como la inclusión de cláusulas contingentes y la emisión de bonos temáticos, y v) la integración de medidas de liquidez y reducción de deuda a una estrategia integrada de resiliencia encaminada a construir un futuro mejor.

En el ámbito de la política financiera y monetaria, los países de la región enfrentan una compleja coyuntura, en la que deben intentar conciliar un mayor dinamismo del crecimiento económico con objetivos de estabilidad de los precios internos, así como de estabilidad cambiaria y financiera. Para evitar arbitrajes costosos entre estos objetivos, es necesario mantener la complementariedad entre los instrumentos monetarios, cambiarios y macroprudenciales, evitando el uso desproporcionado de un solo instrumento. La combinación de todos los instrumentos al alcance de las autoridades monetarias de la región permitirá preservar la estabilidad nominal y alcanzar un crecimiento sostenible, inclusivo e igualador.

Un elemento central que afectará la dinámica de la política monetaria en la región es la evolución de la inflación, que desde el segundo semestre de 2020 ha mostrado una tendencia al alza. Si bien el alza de la inflación ha sido generalizada en todos los



países, el nivel más elevado se registra en las economías de América del Sur, donde, a septiembre de 2021, alcanzó el 7,0%, lo que supone un aumento de 3,9 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2020. Al igual que en el resto del mundo, determinados factores de oferta y de demanda explican el repunte que ha experimentado la inflación en la región. Entre los primeros, destacan las tensiones comerciales mundiales, las interrupciones en las cadenas logísticas y las crecientes depreciaciones que han experimentado las monedas de la región y han afectado de manera significativa la dinámica de la inflación regional.

A ello se suma el aumento del precio de la energía y de los alimentos en los primeros diez meses del año. Entre diciembre de 2020 y septiembre de 2021, los precios del petróleo West Texas Intermediate (WTI) se han incrementado un 54,6%, mientras que, en el caso de alimentos como la carne o el trigo, el aumento de los precios en los mercados internacionales ha sido de un 3,5% y un 13,3%, respectivamente. Otros bienes importados por la región también han experimentado un importante incremento, como refleja el alza de la inflación de los bienes exportados por los Estados Unidos, que del 0,4% interanual registrado a diciembre de 2020 pasó al 16,3% en septiembre de 2021.

Entre los factores de demanda, destacan el crecimiento significativo del consumo y la rápida recuperación de la demanda de bienes duraderos y de servicios, que han estado apoyados por los programas de transferencias y los fuertes impulsos monetarios al crédito que se pusieron en marcha durante la crisis y en algunos países se han extendido a 2021.

Durante 2020, las autoridades monetarias de la región lograron ampliar significativamente el espacio de instrumentos a su disposición para impulsar políticas expansivas. Instrumentos convencionales, como las reducciones de las tasas de interés, las modificaciones de las tasas de encaje legal y el fortalecimiento de los mecanismos para promover la intermediación financiera, se complementaron con instrumentos menos convencionales, como la compra por parte de los bancos centrales de títulos privados y públicos en manos de las instituciones financieras y la transferencia de recursos directamente al sector público, al actuar como cogarante de préstamos con garantía del Estado. Además, se adecuaron las normativas macroprudenciales para preservar la estabilidad del sistema financiero y el buen funcionamiento del sistema de pagos, y aminorar el impacto de los riesgos sistémicos sobre el desempeño de las economías de la región. Esto implicó un aumento de las intervenciones en los mercados cambiarios y modificaciones en las tasas de encaje a los depósitos, así como medidas de regulación de los flujos de capitales. En general, estas acciones fueron acompañadas por el establecimiento de acuerdos para el canje de monedas con bancos centrales de fuera de la región, así como de la ampliación de las facilidades crediticias ofrecidas por los organismos internacionales.

El aumento de la inflación observado en la región en 2021 ha generado un dilema entre los objetivos de la política monetaria, pues, por una parte, se mantiene la necesidad de sostener políticas que impulsen el crecimiento económico y la generación de empleo, y, por la otra, es necesario adoptar políticas que atenúen las presiones inflacionarias y la volatilidad cambiaria. En este contexto, algunas autoridades monetarias de la región han tendido a reducir durante 2021 la intensidad de las políticas que promueven el crecimiento del crédito y de la demanda agregada, aunque, en líneas generales, estas se mantienen expansivas. Las tasas de política monetaria se han incrementado en ocho de las economías que las utilizan como principal instrumento de política monetaria, con un alza promedio de 2 puntos porcentuales. Durante 2021, sin embargo, las tasas reales de referencia de la política monetaria en general se mantienen negativas y los agregados monetarios siguen creciendo a un ritmo mayor que en el período previo a la pandemia.

A pesar de los aumentos de la tasa de política monetaria, en 2021 se ha mantenido la tendencia a la baja en las tasas activas nominales observada en las economías de la región desde 2019, excepto en los países con problemas de inflación crónica. A pesar de ello, el crecimiento del crédito ha tendido a disminuir, y, en general, hacia el tercer trimestre de 2021 el crédito otorgado al sector privado se contrajo.

En lo que se refiere a la dinámica cambiaria, durante 2021 se mantuvo la tendencia a la depreciación de las monedas respecto del dólar que se viene observando desde mediados de 2018. En total, 16 economías de la región registraron depreciaciones de su moneda frente al dólar. Si bien la volatilidad cambiaria reflejó una reducción respecto de los niveles de 2020, la volatilidad observada en 2021 sigue siendo mayor que la registrada en 2019, lo que refleja los efectos de la persistente incertidumbre generada por la dinámica de la pandemia, las posibles acciones de los principales bancos centrales del mundo en desarrollo, la dirección y magnitud de los posibles cambios en los movimientos de capitales, y las fluctuaciones experimentadas por los precios de las materias primas. Cabe destacar que, a fin de atenuar la volatilidad, las autoridades implementaron una serie de medidas, entre las que se incluyeron mayores niveles de intervención en los mercados mediante la compra o venta de divisas, así como cambios en las normativas que regulan los flujos financieros.

Por su parte, las reservas internacionales regionales se incrementaron en promedio un 5,2% en 2021, y esto se tradujo en un aumento de las reservas en 22 economías de la región. Esta dinámica de aumento de las reservas internacionales de América Latina y el Caribe refleja una diversidad de factores, entre los que cabe mencionar el establecimiento de líneas de canje y líneas de liquidez con la Reserva Federal de los Estados Unidos y con distintas instituciones financieras internacionales, mayores emisiones de títulos en los mercados voluntarios, la mejora de los términos de intercambio, que se ha acentuado en 2021, y la emisión de nuevos derechos especiales de giro.

Una de las lecciones que deja el manejo de la política monetaria en 2020 y 2021 es que la combinación de instrumentos macroprudenciales, monetarios y cambiarios es fundamental para promover la estabilidad macrofinanciera de las economías de la región, mitigar el impacto de los efectos adversos de la crisis sobre el sector real y apoyar políticas económicas expansivas para la reactivación de la actividad económica. Ante la intensificación de los riesgos macrofinancieros, la actuación futura de los bancos centrales en la región dependerá de las características propias de cada país, en función del grado de apertura de la cuenta corriente y de capital, el régimen cambiario, la regulación macroprudencial y la capacidad de acceso al financiamiento externo.

Para 2021 se espera un crecimiento del 6,2% en el promedio de la región: América del Sur crecerá un 6,4%; Centroamérica y México, un 6,0%, y el Caribe (sin incluir a Guyana), un 1,2%. En un contexto en que la crisis causada por el COVID-19 agudizó los problemas estructurales de la región, sumando mayores incertidumbres y riesgos macroeconómicos, se espera una desaceleración del crecimiento económico a partir de 2022. Para este último año se proyecta un crecimiento promedio del 2,1% en la región: América del Sur crecería un 1,4%; Centroamérica y México, un 3,3%, y el Caribe (sin incluir a Guyana), un 6,1%.

Con las tasas de crecimiento esperadas para 2021 y 2022, menos de la mitad de los países de la región habrán logrado recuperar los niveles de actividad de 2019, antes de la crisis: 11 países lo lograrán en 2021 y otros 3 países se sumarían en 2022. Esto muestra que la crisis provocada por la pandemia ha tenido efectos duraderos en el crecimiento de las economías de gran parte de América Latina y el Caribe y ha agravado los problemas estructurales que ya caracterizaban a la región antes de la crisis.