



Efectos y otras consideraciones de política monetaria respecto a los ajustes de la tasa de referencias de la Reserva Federal de Estados Unidos en la región CARD

Por Jorge Madrigal, Wilfredo Díaz Cruz ¹
jmadrigal@secmca.org, wldiaz@secmca.org

1. Introducción

La actual coyuntura macroeconómica global presenta grandes retos para las economías de la región. Las presiones inflacionarias continúan manifestándose como resultado de un contexto internacional que se está deteriorando. La rápida expansión de la demanda agregada, el alza en los precios internacionales de los bienes primarios, especialmente del petróleo y sus derivados, y los problemas en las cadenas de suministro, la mayor incertidumbre asociada al conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania y los efectos persistentes de la pandemia, sobre todo en China, entre otros factores, han afectado principalmente los precios de los rubros de transporte y alimentos en la canasta de bienes y servicios incluidos en el índice de precios al consumidor de los países de la región CARD.

Adicionalmente, la aceleración de la inflación en los Estados Unidos (EUA), ha generado una agresiva respuesta de política monetaria por parte de la Reserva Federal, que podría llevar la tasa de referencia a niveles superiores al 3% para finales del año, lo cual podría traducirse tanto en una desaceleración de la actividad económica en ese país como en un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Ambos resultados también tendrían un impacto negativo en el desempeño económico de la región.

En la presente nota tratamos de evaluar, a través de ejercicios de proyección realizados con los Modelos Pronóstico de Corto Plazo de la SECMCA (incluye modelos de vectores de cointegración, autorregresivos, filtros estadísticos como el Holt-Winters y modelos de frecuencias mixtas), cuál podría ser el efecto sobre la dinámica de la inflación y de la actividad económica, así como la respuesta de política monetaria en Centroamérica y la República Dominicana (CARD). Partiendo de que el alza en la tasa de interés de referencia de los Fondos Federales de EUA implicaría un ajuste macroeconómico para CARD, nos interesa explorar si los posibles resultados difieren entre las economías que declaran seguir un esquema de metas de inflación, de aquellas que mantienen un régimen monetario diferente.

¹ Economistas de la secretaria ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano. Ambos son Magísteres en Economía y Macroeconomía Aplicada por la Pontificia Universidad Católica de Chile. Las opiniones expresadas por los autores no necesariamente reflejan los puntos de vista de la SECMCA ni del CMCA.



La nota se estructura de la siguiente manera. En la sección 2 se describe el contexto que está generando el “desmontaje” de la política monetaria expansiva en los EUA, La sección 3 describe los efectos esperados de este ajuste en términos de inflación y tasa de crecimiento económico, diferenciando por grupos de países en función del régimen monetario. Algunas reflexiones finales se presentan en la sección 4.

2. El contexto del ajuste de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Desde abril del año 2021 la inflación a nivel internacional, y en específico en EUA, comenzó a mostrar signos de aceleración. La inflación interanual de EUA para ese mes fue de 4.2%, mostrando ya una desviación respecto a su meta fijada en 2% promedio ² . No obstante, existía en ese momento una percepción relativamente generalizada entre autoridades monetarias y analistas que veían esta situación como transitoria ³ . Sin embargo, a través del año la inflación continuó acelerándose, llegando a cerrar al mes de diciembre de 2021 con un 7%. Lo anterior implicó un cambio de postura de la Reserva Federal, afirmando a través de su presidente Jerome Powell que la inflación no tendría características transitorias sino más bien que su duración se extendería hasta mediados del año 2022.

Como se menciona en (Díaz,2022), las presiones inflacionarias que surgieron durante el año 2021 estuvieron asociadas tanto a factores de oferta, como la interrupción de las cadenas de suministros, el aumento de los precios de las materias primas, como el petróleo y en general de la energía, como también por factores de demanda, como el exceso de gasto público y el crecimiento de la masa monetaria en la mayoría de los países desarrollados (EUA y Europa).

Debido a lo anterior la Reserva Federal (en su reunión de diciembre 2021 ⁴) decidió normalizar de forma gradual la política monetaria, poniendo fin al proceso de expansión de activos, que conllevaría también a una reducción de la masa monetaria y a subida de las tasas de referencia durante el año 2022 iniciando en el mes de marzo. Este plan y las expectativas atadas al mismo, se vieron afectados abruptamente a finales de febrero de 2022 con el inicio del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, que fortaleció aún más las presiones inflacionarias, principalmente a través del aumento del precio de materias primas, como alimentos (trigo, aceites vegetales, otros cereales), y el incremento global de hidrocarburos como el petróleo y el gas natural.

²En el mes de agosto de 2020 la Reserva Federal realizó una revisión de su [estrategia de política monetaria](#) cambiando su objetivo de inflación de 2% a un promedio de 2% en el tiempo.

³Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, Afirma que la [inflación es transitoria en junio 2021](#)

⁴[Conferencia de prensa del 15 de diciembre 2021](#)



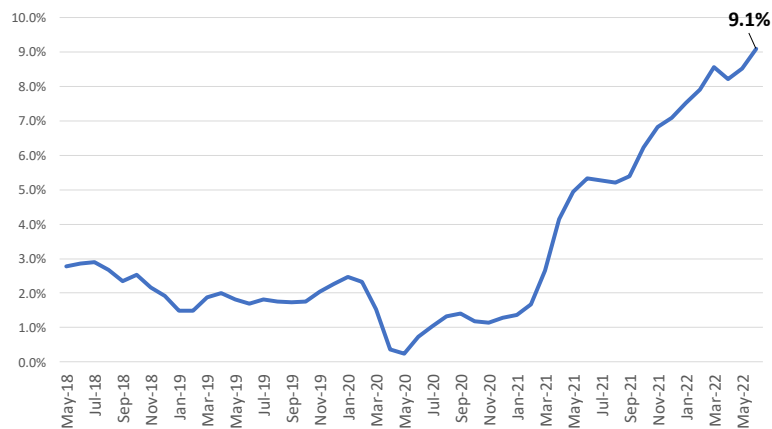
Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 136 , julio 2022

Este nuevo contexto propició una inflación de 8.5% en EU, la más alta registrada desde 1981, generando un escenario en el cual se requeriría un plan más agresivo de política monetaria. Fue entonces que el 16 de marzo de 2022 la reserva Federal de Estados Unidos subió sus tasas de interés de referencia en 25 p.b. (puntos base) para colocar estos instrumentos entre el rango de 0.25% -0.50%.

Figura 1:Inflación EU 2018-2022



Fuente:U.S. Bureau of Labor Statistics/ FRED St. Louis FED

A pesar de esta nueva postura de la Reserva Federal, la inflación ha seguido al alza hasta junio de 2022, donde alcanzó un 9.1%, por lo que la postura de política monetaria se endureció aún más, como se vio reflejado en los dos aumentos de tasas de referencia entre mayo y junio 2022, que fueron de 50 p.b. y 75 p.b. respectivamente.



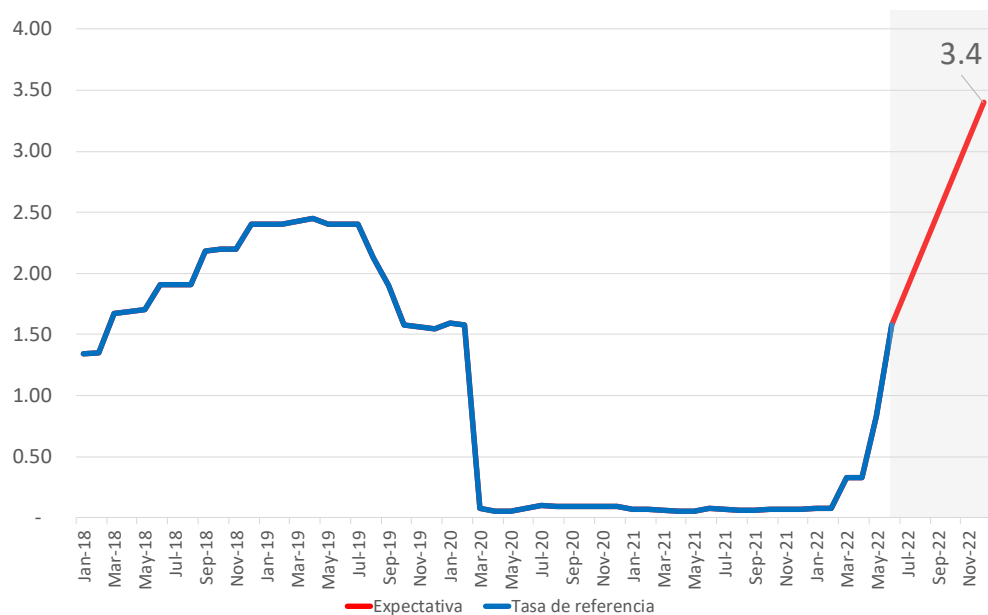
Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 136 , julio 2022

Con esto la tasa de referencia de la Reserva federal quedó entre 1.5% - 1.75%, manteniendo en firme el compromiso de ganar control de la inflación. Adicionalmente, se espera que en las próximas 4 reuniones de política monetaria que restan hasta el final del año se realicen ajustes adicionales, lo que podría llevar la tasa de referencia a un nivel superior al 3%⁵, esperando que con esta postura más agresiva a partir del tercer trimestre de este año la inflación comience a ceder, previendo llegar a la meta de 2% promedio entre los años 2023 y 2025⁶.

Figura 2: Tasa de Fondos Federales Efectiva)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics/ FRED St. Louis FED

Con este endurecimiento de la postura de la Reserva Federal se prevé que el crecimiento económico de EUA sea menor, quedando evidenciado con la reducción de la expectativa de expansión del PIB para 2022, que pasó de un 2.8% al inicio del año a un 1.7% a junio, y posiblemente con un riesgo de recesión para el año 2023⁷.

⁵Fed official's projection for the central bank's key short-term interest rate.

⁶Here's how soon prices could go down again, according to experts

⁷The New York Fed DSGE Model junio 2022



Cuadro 1: Proyecciones económicas de los miembros de la Junta de la Reserva Federal y los presidentes del Banco de la Reserva Federal, junio de 2022

variable	mediana			
	2022	2023	2024	largo plazo
Variación				
Porcentual del PIB	1.7	1.7	1.9	1.8
Proyección a marzo	2.8	2.2	2.0	1.8
Tasa de				
desempleo	3.7	3.9	4.1	4.0
Proyección a marzo	3.5	3.5	3.6	4.0
Inflación				
(consumo	5.2	2.6	2.2	2.0
personal)				
Proyección a marzo	4.3	2.7	2.3	2.0
Inflación				
Subyacente	4.3	2.7	2.3	-
Proyección a marzo	4.1	2.6	2.3	-

Fuente: Federal Reserve Board, proyecciones a junio 2022

3. El efecto de las decisiones de la Reserva Federal y de la coyuntura internacional actual en la región CARD.

La región CARD, al igual que el resto del mundo, se ha visto afectada por presiones inflacionarias crecientes, ralentización de la actividad económica en medio de un proceso de recuperación a partir de la pandemia, a la par de posturas más estrictas de política monetaria y fiscal, ambas coherentes con el tono más agresivo mostrado por la Reserva Federal de EUA.

Según las estimaciones realizadas a través del modelo de pronóstico de corto plazo de la SECMCA la región está mostrando una reducción de su crecimiento económico frente a una aceleración en la inflación como se muestra en el cuadro 2.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 136 , julio 2022

Cuadro 2: **Proyecciones económicas Región CARD, junio de 2022**

variable	2022	2023	largo plazo
Región CARD			
Variación Porcentual del PIB	3.4	2.8	3.5
Proyección a marzo	3.8	3.8	3.7
Proyección a enero	4.4	3.7	3.8
Inflación	10.7	5.5	3.3
Proyección a marzo	8.7	4.7	2.6
Proyección a enero	6.2	3.9	2.7
Países con metas de inflación (promedios)			
Variación Porcentual del PIB	3.9	2.8	3.6
Proyección a marzo	4.1	3.8	4.0
Proyección a enero	4.5	3.8	4.0
Inflación	9.9	4.5	3.0
Proyección a marzo	8.8	4.7	2.2
Proyección a enero	6.2	3.8	2.5
Aumento de tasa de interés activa interna	320 p.b.	200 p.b.	-
Países con esquemas intermedios(promedios)			
Variación Porcentual del PIB	3.0	3.8	3.5
Proyección a marzo	3.4	4.7	3.4
Proyección a enero	4.0	4.6	3.6
Inflación	13.4	11.0	5.4
Proyección a marzo	7.9	7.0	5.1
Proyección a enero	5.9	4.5	4.0
Aumento de tasa de interés activa interna	80 p.b.	170 p.b.	-

Fuente:elaboración propia.



Como se puede observar los resultados que arroja el modelo muestran que el crecimiento económico esperado para la región CARD para el año 2022 presenta una reducción importante entre la proyección de enero y junio, entorno a un punto porcentual, pasando de 4.4% a 3.4% respectivamente. En cuanto a la inflación, se muestra un alza de 4.5 puntos porcentuales entre el escenario inicial y el de junio (6.2% a 10.7%). Es importante mencionar que las reacciones de política monetaria y la persistencia de las presiones inflacionarias son distintas entre los países de la región, esto acorde con el esquema de política monetaria que posee cada uno.

Los países que poseen esquema de metas de inflación (Costa Rica, Guatemala y República Dominicana), ven aumentar sus tasas de interés ⁸ (activa) internas en promedio en 320 p.b. para el año 2022, como resultado de los movimientos de política monetaria. De igual forma se esperarían más alzas en las tasas para el año 2023 entorno a unos 200 pb en promedio para estos países, pero teniendo como resultado que la inflación tienda a normalizarse hacia el rango meta en la segunda mitad del 2023 (4.5% promedio), aunque registrando un menor crecimiento esperado (2.8% promedio) .

Por su parte los países con esquemas intermedios (Honduras y Nicaragua), muestran movimientos más reducidos en sus tasas de interés (activa) internas, en promedio en alrededor de 80 p.b. para el año 2022, aunque para el año 2023 se registran movimientos más significativos, llegando a 170 p.b. en promedio. No obstante, los resultados muestran que su inflación permanece por fuera de sus márgenes de expectativa por más tiempo (11% en promedio en el 2023), convergiendo nuevamente a valores históricos entre los años 2024-2025. En cuanto al crecimiento económico el mismo se mantienen por debajo del 4.0% tanto para 2022-2023 como en el largo plazo.

⁸Información sobre tasa de interés activa nominal por país CRI: Hasta el año 2018 corresponde a la tasa de interés bruta de fin de mes, promedio del Sistema Financiero en MN, ponderada por los saldos colocados en cada sector. Desde 2019 corresponde a un promedio de las tasas activas de las OSD por actividad económica, ponderadas por los montos de las operaciones constituidas en cada mes. SLV: Hasta diciembre de 2009 corresponde a la tasa promedio de préstamos hasta un año plazo en MN, ponderada por los saldos del balance correspondientes a las nuevas operaciones contratadas en dólares de los Estados Unidos por los Bancos, Bancos Cooperativos y Sociedades de Ahorro y Crédito. A partir de enero de 2010, se amplía su cobertura para incorporar las operaciones de las Federaciones, y se modifica el ponderador al utilizar la participación de los montos totales contratados por cada banco en el mercado de préstamos y depósitos a plazo. GTM: Tasa de interés activa neta, promedio ponderado de préstamos y documentos descontados, en MN. No considera un plazo específico. HND: promedio ponderado de las tasas de interés activas en MN de la cartera total de préstamos vigente al final de cada mes y que el sistema financiero reporta a la Comisión Nacional de Bancos y Seguros. No considera un plazo específico. NIC: De 1996 a diciembre de 2001, corresponde al promedio simple de todos los plazos. A partir de enero de 2002 corresponde a un promedio ponderado por plazos. No considera un plazo específico. DOM: De agosto de 1991 hasta diciembre de 2003 corresponde a un plazo de 0-90 días. A partir de enero de 2004 corresponde a un promedio ponderado de todos los plazos.



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

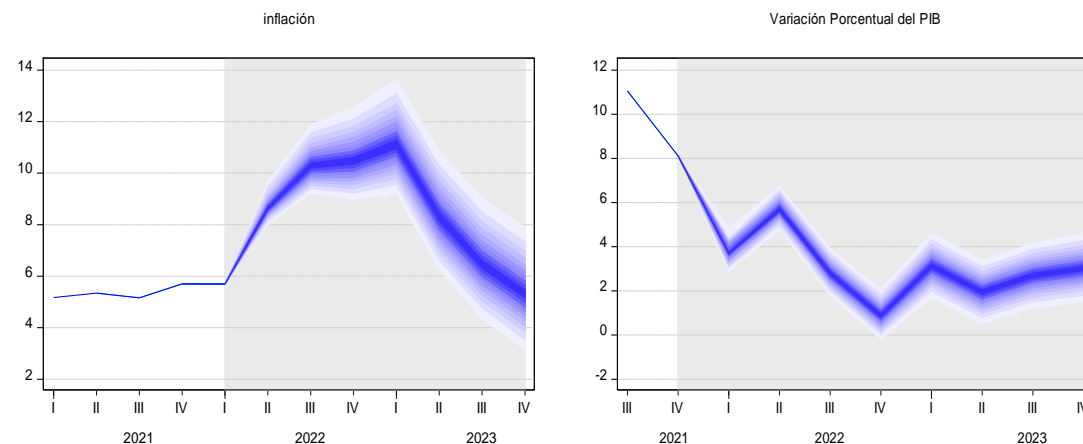
No. 136 , julio 2022

Finalmente, El Salvador que posee una economía dolarizada, el modelo no muestra una variación significativa en sus tasas de interés (activas) internas para ambos años 2022-2023. Su inflación después de situarse por encima del 6% en 2022, tiende a regresar a sus valores promedio de los últimos 5 años (1.7%) después de la segunda mitad del año 2023, coincidiendo con las proyecciones de la Reserva Federal de EUA respecto su inflación. Respecto a su crecimiento económico, este mantiene su tendencia entre 2022-2025, por encima al 2% en promedio

En general, como se observa en la figura 3, la inflación en la región CARD comienza a converger a valores históricos a partir del cuarto trimestre de 2023, aunque como se mencionó anteriormente, existirá una diferencia en cuanto a la velocidad de convergencia entre los distintos países, dependiendo de su esquema de política monetaria.

En cuanto a la actividad productiva, todas las economías de la región se ven afectadas directamente por la ralentización de la economía de EUA, debido a su importancia como principal socio comercial. Esta situación es propiciada parcialmente por los ajustes de tasa de interés de referencia de la reserva federal, sumado a los ajustes internos de las tasas de interés realizados por los países de CARD. Aunque, es importante mencionar que no es totalmente claro el efecto parcial de la política monetaria interna sobre el crecimiento económico, por lo menos con las herramientas cuantitativas que se poseen actualmente.

Figura 3: Inflación y Variación Porcentual del PIB región CARD 2022-2023, a junio 2022



Fuente:Elaboración propia



4. Comentarios finales

Las proyecciones de corto plazo muestran que un cambio en el tono de la política monetaria en EUA (y sus consecuencias reales) en un ambiente de persistente inflación global tendría efectos relativamente importantes para la trayectoria de la inflación y el crecimiento económico en CARD en el futuro cercano. De acuerdo con los supuestos incorporados en los modelos (ver anexo), la disminución en la tasa de crecimiento para los años 2022 y 2023 sería cercana a un punto porcentual en relación con lo que se estimaba a inicios de este año. No fue posible, sin embargo, establecer alguna diferencia significativa en la dinámica de la actividad económica entre los países que cuentan con un régimen de metas de inflación en comparación con aquellos que implementaron otro esquema monetario.

En el caso de la inflación sí resulta más clara esta diferencia. La reacción de política monetaria conduce a ajustes más temprano y de mayor intensidad en las tasas de interés en las economías con régimen de metas de inflación. Como resultado, los niveles de inflación, aun partiendo de condiciones similares, terminarían siendo menores y convergiendo más aceleradamente a los niveles previos a la pandemia en el horizonte de proyección en estos países.



Bibliografía

- Díaz, Wilfredo, Alta Inflación en la región CARD: razones y escenarios, Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, marzo 2022
- Board of Governors of the Federal Reserve System, New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review , agosto 2020
- AP News, Fed's Powell says high inflation temporary, will 'wane', june 2021
- Federal Reserve, Summary of Economic Projections, june 2022
- CNBC, Here's how soon prices could go down again, according to experts, junio 2022.
- New York Federal Reserve, DSGE Model, junio 2022



Anexos

Supuestos para cada escenario de proyección para la región CARD

Cuadro 3: **Proyección enero 2022**

fecha	precio wti	variación % PIB EU	Tasa de referencia reserva federal
2022q1	85.0	4.2	0.25
2022q2	82.5	3.0	0.50
2022q3	75	2.0	0.75
2022q4	70.0	1.7	1.00
2023q1	67.0	1.7	1.25
2023q2	64.0	1.5	1.50
2023q3	63.0	1.3	1.75
2023q4	62.0	1.3	1.75

Cuadro 4: **Proyección marzo 2022**

fecha	precio wti	variación % PIB EU	Tasa de referencia reserva federal
2022q1	87.93	3.6	0.50
2022q2	72.6	2.4	1.50
2022q3	71.03	2.3	2.0
2022q4	102.87	1.6	2.25
2023q1	87.19	1.6	2.50
2023q2	73.57	1.4	2.75
2023q3	71.43	1.3	3.00
2023q4	102.84	1.2	3.00



Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 136 , julio 2022

Cuadro 5: **Proyección junio 2022**

fecha	precio wti	variación % PIB EU	Tasa de referencia reserva federal
2022q1	108.5	3.54	0.50
2022q2	114.84	2.14	1.50
2022q3	96.0	1.26	2.75
2022q4	90.5	-0.62	3.25
2023q1	91.0	-0.44	3.50
2023q2	90.0	-0.83	3.75
2023q3	89.0	-0.47	4.00
2023q4	89.0	-0.27	4.00

Fuente: The New York Fed DSGE Model, U.S. Energy Information Administration (EIA), FED Summary of Economic Projections, criterio personal.