



Revista de Estudiantes de Economía / Número 8 / Enero-diciembre 2024

INTERCAMBIO

Nuevos choques de oferta, la misma política monetaria: la necesidad de indicadores microeconómicos de la inflación en América Latina

New supply shocks, same monetary policy: The need for microeconomic indicators of inflation in Latin America

.....
Camilo Esteban Miranda Robayo

E-ISSN 2619-6131



Nuevos choques de oferta, la misma política monetaria: la necesidad de indicadores microeconómicos de la inflación en América Latina*

**New supply shocks, same monetary
policy: The need for microeconomic
indicators of inflation in Latin America**

Camilo Esteban Miranda Robayo**

Resumen

A partir de 2021, América Latina ha vivido fenómenos inflacionarios a los que los Bancos Centrales han respondido con sus esquemas de inflación objetivo. Sin embargo, el hecho de que los impulsos mayoritarios de esas subidas de precios pudieran haber sido choques de oferta no solo pone en entredicho la efectividad de medidas como las subidas de tasas de interés, además revive el debate sobre sus impactos negativos en el tejido productivo y en la distribución funcional del ingreso. En este sentido, este trabajo busca destacar la necesidad de indicadores microeconómicos para la medición y descomposición



Intercamb. Rev. Estud.
Economía. N° 8
Enero-diciembre 2024
127 pp.
E-ISSN 2619-6131
pp. 125-147

* **Artículo recibido:** 21 de julio de 2024 | **aceptado:** 21 de febrero de 2025 | **modificado:** 21 de marzo de 2025

** Estudiante de Economía de la Universidad Nacional de Colombia Sede Bogotá. Correo electrónico: cmirandar@unal.edu.co

de los impulsos inflacionarios en la región, que permitan a las autoridades monetarias diferenciar sus estrategias de política frente a cambios en los niveles de precios con orígenes asimétricos. Se analizan datos de México, Colombia, Brasil, Chile, Paraguay y Perú, concluyendo que no parecen existir matices sobre el origen de la inflación en la reacción de las tasas de interés de los bancos centrales de la región.

Palabras clave: datos microeconómicos, choques de oferta, descomposición de la inflación, seller's inflation, América Latina.

Clasificación JEL: E31, E52, D63.

Abstract

Since 2021, Latin America has experienced inflationary phenomena to which Central Banks have responded using their inflation targeting frameworks. However, the fact that the main drivers of these price increases may have been supply shocks not only calls into question the effectiveness of measures such as interest rate hikes but also revives the debate on their negative impacts on the productive fabric and the functional distribution of income. In this context, this paper argues for the need for macroeconomic indicators to measure and decompose inflationary impulses in the region, which would enable monetary authorities to differentiate their policy strategies in response to price level changes originating from asymmetric sources. Data from Mexico, Colombia, Brazil, Chile, Paraguay, and Peru are analyzed, concluding that there do not appear to be nuances in the interest rate reactions of the region's central banks regarding the origin of inflation.

Keywords: microeconomic data, supply shocks, inflation decomposition, seller's inflation, Latin America.

JEL classification: E31, E52, D63.

1. Introducción

“What [the Fed] can control is demand; we can’t really affect supply with our policies... so the question of whether we can execute a soft landing or not may actually depend on factors that we don’t control.”
-Jerome Powell, Presidente de la Reserva Federal¹.

Los choques externos e internos que han afectado a América Latina, como las interrupciones en las cadenas de suministros globales y las afectaciones climáticas que alteraron ciclos agrícolas, entre otros, han sido señalados por muchas voces como un factor clave para explicar los elevados niveles de precios que ha vivido el mundo y la región desde 2021 (Salazar et al., 2024). Sin embargo, existe un consenso entre muchas instituciones académicas, del sector privado y oficiales respecto a que la labor de los Bancos Centrales es controlar el nivel de precios, independientemente de su causa, y cuando este se cuestiona, sus defensores reiteran los males de la inflación, su condición como el impuesto más regresivo de todos y su afectación a los más vulnerables². Pero ¿qué ocurre si el nivel de precios no siempre se comporta como un impuesto, es decir, si no responde siempre a cambios desequilibradores de la masa monetaria? O peor aún, ¿qué tal si los mecanismos de inflación objetivo en contextos de choques de oferta llevan a la política monetaria a perpetuar momentos de crisis y vulnerabilidad económica?

Para responder a ese tipo de preguntas, se requiere poder medir de forma constante los impulsos de oferta y de demanda, con su respectivo peso, que componen los cambios en los niveles de precios en nuestra región. A pesar de que estos esfuerzos de medición ya se han iniciado en zonas monetarias como Estados Unidos y la Unión Europea, como se expondrá más adelante, en regiones como América Latina el Índice

1. Tomado de una entrevista realizada al Presidente de la Fed en mayo de 2022 citada por Shapiro (2022).

2. Véase, por ejemplo, la Nota de dos co-directores del Banco de la República de Colombia sobre Política Monetaria y Choques de Oferta (Toboaca & Villamizar, 2024).

de Precios al Consumidor (IPC de aquí en adelante) sigue siendo la variable disponible por excelencia³, mientras que la información para descomponer su configuración es mucho más limitada. Recopilar información desagregada y ponerla a disposición de la investigación económica resulta una necesidad, si se entiende que, ante choques de oferta, algunos instrumentos de los bancos centrales pueden resultar regresivos, entorpecer el crecimiento y no estar afectando los impulsos inflacionarios.

Para dar cuenta de esa necesidad y de los avances metodológicos que se han hecho al respecto, me propongo (ii) hacer una revisión de cómo la disciplina económica ha investigado la falta de flexibilidad de los esquemas de inflación objetivo frente a choques de oferta, (iii) exponer dos metodologías prometedoras de uso de datos microeconómicos para la medición del impacto de choques de oferta en la inflación y sus mecanismos de persistencia, (iv) hacer un análisis breve de los datos de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Paraguay de tres periodos anuales antes y después de pandemia, para evaluar si la política monetaria de esos países ha tenido en cuenta sus choques de oferta, y (v) finalmente ofrecer una conclusión.

2. Revisión de Literatura

Tanto desde la síntesis neo-keynesiana que vio nacer los esquemas de inflación objetivo, donde se usan esquemas similares a la regla de Taylor, como desde otras corrientes teóricas, desde las poskeynesianas a las estructuralistas, se ha elaborado una amplia literatura sobre cómo la política monetaria en el mundo tiene o no margen de maniobra para adaptarse a los nuevos datos y a las nuevas evidencias sobre la comprensión de los fenómenos inflacionarios, en específico sobre los impactos que tienen los choques de oferta. En esta sección revisamos estudios de alternativas a las

3. En la región sí se usan medidas de inflación básica como el IPC sin alimentos o sin regulados, con el propósito de descartar los cambios coyunturales de precios en ítems que pueden ser causados por fenómenos climáticos, políticos o sociales fuera del control de la política monetaria. Además de los problemas teóricos que tiene asumir el corto plazo imperante en estos hechos y la “eliminación de la perturbación” con la selección de determinados productos, estas mediciones reproducen la idea de que hay que excluir los fenómenos no-monetarios en el monitoreo de la inflación por parte de los bancos centrales, en lugar de incorporarlos.

políticas de inflación objetivo ancladas al IPC y modelos que buscan medir los efectos de choques de oferta y demanda en la inflación.

Bénassy (2011), por medio de un modelo de equilibrio general estocástico dinámico (DSGE por sus siglas en inglés), estudia una economía que se enfrenta tanto a choques de demanda como de oferta. En este escenario, al reemplazar la regla de inflación objetivo por una regla de empleo objetivo, el autor encuentra que en la sociedad se obtiene más bienestar, sobre todo en el panorama de choques de oferta. A conclusiones similares llegan Wei y Xie (2020), quienes utilizando un modelo neokeynesiano de economía pequeña y abierta con múltiples etapas de producción, concluyen debido a la importancia de las cadenas de valor globales, incluir como objetivos de política además del IPC, el Índice de Precios al Productor (IPP), la brecha en la producción, choques de oferta, y el tipo de cambio real.

Y es que, a pesar de que la política de inflación objetivo ha sido responsabilizada de la estabilidad de precios característica de principios del siglo XXI, este supuesto también ha sido cuestionado. Shewerhoff & Sy (2014) han encontrado evidencia econométrica de que gran parte de esa estabilidad de precios se debió a factores no monetarios. Así, el punto cumbre de globalización alcanzado, la disminución de costos subsecuentes y la capacidad de mantener estancados los salarios fueron fundamentales. Los autores llegaron a estos resultados al preguntarse cómo la estabilidad en niveles de precios se estaba dando incluso en países sin autoridades monetarias independientes del poder ejecutivo.

Medir la presencia de esos choques de oferta y su impacto en la inflación en América Latina ha sido un enfoque adelantado desde antes de la pandemia. Camacho & Gonzáles (2020) avanzan en este sentido proponiendo el uso de un VAR estructural (SVAR) con restricción de signos para medir el impacto de la crisis de oferta por los *commodities* de 2015. Los autores identificaron que el choque de oferta generó la mayor parte del crecimiento inflacionario en la región en el período 2014-2016, resaltando la debilidad de una política monetaria ante estos escenarios cuyo instrumento predilecto sea la Tasa de Interés de Política Monetaria (TIPM).

Por la misma línea, pero estudiando un periodo anterior, Ocampo & Ojeda-Joya (2022) usan un panel bayesiano VAR para estudiar 24 economías del mundo, encontrando que la política monetaria tendió a ser más procíclica entre 2004-2019 en economías en desarrollo, sobre todo después de choques de oferta. De nuevo la globalización juega un papel en la debilidad de la política monetaria para afrontar choques de oferta externos ya que, en términos de los autores, el alto grado de transmisión de los *shocks* externos al tipo de cambio real, induce a que una política monetaria que actúa bajo el IPC sea en todos los casos procíclica, agravando la temporalidad de las subidas de precios.

Estas preocupaciones, sobre estas consecuencias indeseables de la acción previsoría de los bancos centrales ante la inflación, es compartida por Fornaro & Wolf (2023), quienes argumentan que estas respuestas procíclicas por parte de las autoridades monetarias pueden terminar aumentando la inflación en el corto plazo. Si no hay coordinación con la política fiscal para apoyar los negocios y sostener la inversión, la capacidad productiva de la economía puede menguar, generando efectos de cicatrización que no solo reducen el nivel de producción de manera permanente, sino que también pueden reforzar y prolongar las presiones inflacionarias derivadas de los choques de oferta. En este contexto, una respuesta estrictamente contractiva por parte de la política monetaria podría profundizar estas dinámicas adversas, agravando tanto la caída de la demanda agregada como el estancamiento del crecimiento en el mediano plazo.

De esta manera, se constata que existe bastante literatura que ha identificado problemas relacionados con las variables que la política monetaria de muchos bancos centrales concienzudamente omite. Se vuelve así clara la necesidad de medir los impactos de choques de oferta en dinámicas inflacionarias, pero ¿buscar medirlos con variables macroeconómicas es suficiente?

3. La necesidad de datos microeconómicos para desentrañar la inflación

En esta sección se abordan dos metodologías con sus respectivos marcos teóricos desarrollados recientemente por Shapiro (2024) y Weber & Wasner (2023) para medir, por una parte, el peso de los choques de oferta y demanda en los fenómenos inflacionarios, y por otra parte, cómo los salarios y beneficios empresariales pueden reaccionar frente a estos aumentos de costos, ampliando y manteniendo en muchos casos los efectos de los choques de oferta en el aumento del nivel de precios.

El propósito de esta explicación es dar cuenta de la potencial utilidad de la construcción de bases de datos públicas de este tipo de inflación económica en América Latina.

3.1 Descomposición de la inflación en sus impulsos.

Una de las mayores dificultades a la hora de evaluar la Política Monetaria de los Bancos Centrales en América Latina es que, si bien estos reconocen en su mayoría que sus intervenciones tienen pocos efectos frente a choques de oferta, como desastres naturales o rompimientos en las cadenas de suministros, a todo fenómeno de subida de precios se le sigue atribuyendo un importante impulso por el lado de la demanda, lo que permite que sea viable atacar la inflación subiendo tasas de interés o retirando efectivo de la economía al subir encajes, entre otras medidas restrictivas de la cantidad de dinero en circulación. Pero ¿debería reaccionar la autoridad monetaria de la misma forma ante subidas de precios con orígenes de oferta y demanda asimétricos?

Para dar una respuesta a lo anterior, se necesita poder medir la proporción en que una subida de precios es impulsada por cambios en la oferta, frente a la responsabilidad que tengan los cambios en la demanda. Conseguir esta medición es lo que propone Shapiro (2024) con su metodología de desagregación de la demanda en sus componentes impulsores. Shapiro parte una intuición básica de la teoría neoclásica; en un mercado determinado por fuerzas de oferta y demanda, un desplazamiento de la curva de demanda conllevará a un cambio del mismo signo en precios y cantidades, mientras que un desplazamiento de la curva de oferta implicará cambios en precios y

cantidades con signo inverso. Este razonamiento no es nuevo, pero lo interesante es su uso para modelar datos microeconómicos en lugar de variables macroeconómicas. Así, para cada sector i de la economía se definen las siguientes curvas:

$$q_i = \theta^i p_i + \alpha^i \quad (1)$$

$$p_i = \delta^i q_i + \beta^i \quad (2)$$

Donde q_i son cantidades o consumo real, p_i es el nivel de precios, y los demás son pendientes e interceptos de la curva de oferta (1) y la curva de demanda (2). Al incluir temporalidad, los choques de oferta (ε^s) y de demanda (ε^d) pueden definirse como

$$\varepsilon_i^s = \Delta \alpha^i = (q_{i,t} - \theta^i p_{i,t}) - (q_{i,t-1} - \theta^i p_{i,t-1}) \quad (3)$$

$$\varepsilon_i^d = \Delta \beta^i = (\delta^i q_{i,t} + p_{i,t}) - (\delta^i q_{i,t-1} + p_{i,t-1}) \quad (4)$$

Como en otras metodologías, para estimar estos choques Shapiro propone la inclusión de las series de tiempo de cada sector en un VAR estructural (SVAR) de la forma reducida:

$$z_{it} = [A^i]^{-1} \sum_{j=1}^N A_j^i z_{i,t-j} + v_{i,t} \quad (5)$$

Donde z_i es un vector columna de precios y cantidades, A_i es una matriz 2x2 que contiene las pendientes y v_i es un vector columna con los choques estructurales que se recuperan de los residuos originales con la transformación $\varepsilon_{i,t} = A^i v_{i,t}$. La razón principal de esta transformación es que la forma reducida de las regresiones no captura de manera directa los choques estructurales, sino que los residuos representan una combinación de estos choques. Por lo tanto, la transformación citada se emplea para “descomponer” estas combinaciones en sus partes estructurales utilizando las restricciones de signos impuestas. Así, se puede identificar si las variaciones en precios y cantidades se deben predominantemente a choques de oferta o de demanda

En términos concretos, matriz A_i contiene la restricción de signos necesarios para identificar los choques estructurales en v_{it} , a saber:

$$A^i = \begin{pmatrix} 1 & -\theta^i \\ \sigma^i & 1 \end{pmatrix} \quad (6)$$

En este sentido, Shapiro (2024) establece la siguiente regla de clasificación:

$$\nu_{i,t}^p > 0, \nu_{i,t}^q > 0 \rightarrow \varepsilon_{i,t}^d > 0 \quad (7)$$

$$\nu_{i,t}^p < 0, \nu_{i,t}^q < 0 \rightarrow \varepsilon_{i,t}^d < 0 \quad (8)$$

$$\nu_{i,t}^p < 0, \nu_{i,t}^q > 0 \rightarrow \varepsilon_{i,t}^s > 0 \quad (9)$$

$$\nu_{i,t}^p > 0, \nu_{i,t}^q < 0 \rightarrow \varepsilon_{i,t}^s < 0 \quad (10)$$

La regla se puede resumir bajo la consigna de que los residuales con diferente signo sugieren un choque de oferta para el período, mientras que los residuales con el mismo signo sugieren un choque de demanda. Al realizar este ejercicio para cada uno de los sectores disponibles, lo que representa el componente microeconómico de la metodología, el propósito de la medida no es dimensionar el tamaño de los choques, sino su participación en la subida de precios por medio del peso que cada uno de los sectores evaluados desempeña allí. Al igual que los modelos SVAR de variables macroeconómicas, esta metodología no permite identificar las diferentes proporciones en las que un choque de oferta y demanda afectan los precios de un sector, sino solamente resaltar cuál es el choque dominante. No obstante, al ser la unidad de análisis más pequeña, este enfoque sí permite dimensionar las proporciones del impacto de fuerzas de oferta y demanda en la elevación de los precios en un período dado.

Es aquí donde cobran importancia los datos microeconómicos. Para su estudio, Shapiro (2024) hace uso del *personal consumption expenditure* (PCE), un indicador y conjunto de datos proporcionado por el Bureau of Economic Analysis (BEA) para los Estados Unidos. Este indicador ofrece datos mensuales sobre las cantidades, precios

y gastos registrados en diferentes sectores de la economía norteamericana, con hasta cuatro niveles de desagregación y un total de 129 categorías disponibles. El valor agregado de esta aproximación es que se termina construyendo un indicador histórico y actualizable mensualmente de las fuerzas económicas que se encuentran detrás del nivel de precios, especificando sectores concretos.

Shapiro (2022) encuentra, con esta propuesta de seguimiento microeconómico de la inflación, que los niveles de precios posteriores a la pandemia de 2020 han venido adquiriendo un importante impulso de cambios en la oferta. Antes de la COVID-19, el investigador identifica que, en Estados Unidos, sectores como la electricidad, el transporte y la producción de automóviles solían experimentar impulsos de demanda dominantes. Sin embargo, después de la pandemia y, sobre todo, a partir de 2021, estos sectores experimentan subidas de precios explicadas por impulsos de oferta.

Esta metodología ha sido replicada por el Banco Central Europeo (BCE), donde se ha encontrado, de forma similar, que la inflación europea desde 2021 ha venido siendo explicada cada vez en mayor proporción por factores de oferta (Lane, 2023). Del mismo modo, el FMI ha usado el modelo para descomponer los niveles de precios entre 2019 y 2023 en Europa, Estados Unidos y Asia (Firat & Hao, 2023), evidenciando el mayoritario peso que están adquiriendo los impulsos de oferta en la subida de precios. El motivo por el que estos cálculos no se hacen para la mayoría de países en desarrollo, incluida América Latina, es la falta de disponibilidad de datos microeconómicos como los recogidos por el PCE.

3.2 Persistencia de choques de oferta: ¿un asunto de beneficios y salarios?

Shapiro (2022) sostiene que reconocer los choques de oferta es importante porque las presiones inflacionarias nacidas de los mismos no se detendrán hasta que fenómenos como la escasez de mano de obra, cortes en la producción y retrasos en los envíos se solucionen. Sin embargo, ahí no acaban los mecanismos de dispersión y persistencia de los choques de oferta. Los agentes económicos en nuestras economías no tienen capacidades iguales para afectar los mercados, por lo que aquellos que cuentan con

posiciones de monopolio o poder de mercado pueden intentar sacar provecho de las presiones inflacionarias, provocando la persistencia de sus efectos incluso cuando los fenómenos causales del choque ya hayan pasado.

Medir esas capacidades de perpetuar choques de oferta inflacionarios en la economía por parte de los agentes es lo que busca hacer la metodología propuesta por Weber y Wasner (2023), que recupera para la discusión contemporánea el concepto de Seller's Inflation, que ya había propuesto a mediados del siglo el economista Abba Lerner (1960):

While buyers' inflation is caused by too much spending, i.e., by buyers trying to buy more goods than are available and thereby bidding up prices, sellers' inflation is caused by sellers raising prices even in the face of a deficiency of spending. A failure to distinguish between the two types of inflation aggravates a problem which has become a serious threat to democratic society (p.2)

En efecto, Weber y Wasner encuentran evidencia de que los choques de oferta que han impulsado los más recientes crecimientos de los niveles de precios pos-pandemia habrían sido profundizados y sostenidos por presiones de las empresas en Estados Unidos que han aumentado su margen de beneficios. El esquema teórico propuesto por los autores, que podríamos identificar con la escuela postkeynesiana y del estructuralismo económico, es el siguiente: pueden identificarse tres etapas características de un fenómeno de inflación por vendedores; (i) el impulso, que en este caso responde a choques de oferta en términos de costos, (ii) la propagación y la amplificación del impulso inicial, y (iii) finalmente la etapa de conflicto, que responde al intento de los trabajadores de recuperar sus pérdidas en los salarios reales.

Al igual que otros autores como Schwehoff y Sy (2004), Weber y Wasner encuentran la explicación de la estabilidad de precios pre-pandemia en la disminución de costos por la globalización. El choque de la COVID-19 cambia esa dinámica, con un primer escenario de decrecimiento y deflación en precios de materias primas, llevando a peculiaridades económicas como precios negativos, y un segundo escenario de elevación de los precios acompañando la recuperación productiva.

Los problemas de cuellos de botella en las cadenas de suministros crearon monopolios temporales por parte de corporaciones que no dudaron en aprovechar su posición privilegiada en el mercado. Todo esto incentivó a las firmas a proteger sus beneficios con alzas de precios, que se hicieron sin temor a perder cuotas de mercado, tanto por la coordinación implícita entre competidores como por la legitimidad que tuvieron algunas de esas alzas entre el público, dado el contexto en el que los noticieros trataban los problemas en las cadenas de comercio global con recurrencia.

Lo anterior permitió la propagación de las subidas de precios entre varios sectores, superando los efectos iniciales que hubiera tenido el choque de oferta en un entorno teóricamente competitivo. Finalmente, la persistencia de estas subidas en los niveles de precios activa la etapa del conflicto distributivo, donde, ante el encarecimiento del nivel de vida, los trabajadores tratan de recuperar su participación en el ingreso nacional. Este periodo de traslado del ingreso del trabajo al capital puede motivar un intento de revertir la situación con un periodo de pugnas por el aumento de los salarios, que a su vez, puede terminar prolongando aún más el periodo inflacionario. Se entiende así que la respuesta de los agentes a choques de oferta puede ser mucho más compleja que lo que predicen los modelos neo-keynesianos estándar, llevando a una persistente subida de precios como la vivida en 2022, a pesar de las políticas monetarias restrictivas aplicadas casi al unísono alrededor del mundo.

Para medir los impactos de este fenómeno, Weber y Wasner usan el Gross Value Added (GVA), un indicador y conjunto de datos también construido por el mencionado Bureau of Economic Analysis (BEA) para la economía estadounidense, de donde utilizan la información reportada para el valor agregado del sector no financiero (NFCB). La participación de cada sector del ingreso en la presión inflacionaria se calcula como sigue:

$$Captura\ de\ Beneficios = 100 \cdot \frac{Beneficio_{t_1}^D - Beneficio_{t_0}^D}{GVA_{t_1}^D - GVA_{t_0}^D} \quad (11)$$

$$Captura\ de\ Salarios = 100 \cdot \frac{Salario_{t_1}^D - Salario_{t_0}^D}{GVA_{t_1}^D - GVA_{t_0}^D} \quad (12)$$

Como resultado, y a pesar de que históricamente entre 1983 y 2019 los salarios superaron por algunos puntos porcentuales a los beneficios en la captura del incremento de los precios, Weber y Wasner (2023) identifican que, desde 2021, los beneficios se han convertido en el contribuyente mayoritario de las presiones inflacionarias vividas en la economía estadounidense, capturando el 51,4 % de la subida de precios vivida en los tres primeros trimestres de 2022⁴. Sin embargo, de forma consecuente con el marco teórico defendido por los autores, los salarios han venido recobrando terreno, en línea con la etapa de conflicto distributivo⁵.

Al igual que la metodología anterior, esta también se ha aplicado en otros escenarios. El FMI aplicó la metodología para Estados Unidos, Canadá y Reino Unido usando sus cuentas nacionales (Hansen, 2023), y la OCDE usó como alternativa el deflactor del PIB para medir la presión inflacionaria de beneficios y salarios para nueve de sus economías, en Europa y Norteamérica (OCDE, 2023). En Latinoamérica, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia publicó recientemente una aplicación de la metodología, recurriendo también a la descomposición del PIB para medir las presiones inflacionarias correspondientes a costos laborales y al aumento de las utilidades empresariales en la economía colombiana (Salazar et al., 2024). Este documento encontró que, a diferencia de la economía estadounidense, los beneficios han sido protagonistas en prácticamente todas las presiones inflacionarias en Colombia desde 1972, pasando de un promedio del 55 % en la época pre-pandemia a un 77 % para 2021 y 2022.

3.3 ¿Qué datos necesitan los indicadores microeconómicos?

Cuando hablo de indicadores microeconómicos, en lugar de macroeconómicos, me refiero a aquellos indicadores cuya agregación no evita que se puedan identificar aspectos clave como cantidades producidas por sectores o ingresos apropiados por el capital o el

4. Para una visualización gráfica del fenómeno, consulte la Figura 2 en Weber y Wasner (2023).

5. En este estadio del análisis, los trabajadores presionan por alzas salariales, ya sea por medio de presiones directas a sus empleadores por medio de formación de sindicatos, convenios colectivos y/o huelgas, o por medio del apoyo electoral a fuerzas políticas que promueven el alza del salario mínimo, de las condiciones laborales y de la fiscalidad progresiva, entre otras medidas.

trabajo. Al resolver un modelo simple de microeconomía neoclásica (ya sea equilibrio parcial o general) siempre se pueden identificar cantidades y las partes del ingreso que van al capital y al trabajo. Cuando se construye el IPC o el PIB, es posible descomponer por sectores industriales pero solamente en su aporte porcentual al dato monetario final.

El *Personal Consumption Expenditure* (PCE), calculado por el BEA en Estados Unidos, permite descomponer por sectores industriales las cantidades producidas en paralelo con los precios, lo que da pie a la posibilidad de hacer contrastaciones empíricas de aseveraciones de que fenómenos inflacionarios responden a un exceso de la demanda, usando metodologías como la propuesta por Shapiro (2022). Por su parte el *Gross Value Added* (GVA) ofrece información sobre el sector real de la economía, que junto con la disponibilidad de datos sobre los beneficios y los salarios en las Cuentas Nacionales de Ingreso y Producto (NIPA) de Estados Unidos, constituyen los insumos necesarios para hacer un monitorio empírico de la presencia del fenómeno de *Seller's inflation*.

Poder construir indicadores como estos, alimentados con datos microeconómicos y no con series macroeconómicas, para mayor precisión y capacidad de actualización, que den luces sobre estas participaciones de los ingresos en las presiones inflacionarias en los países de América Latina, resulta esencial en la medida en que los escenarios de choques de oferta parecen ser los que facilitan la aparición de fenómenos de inflación del vendedor. Todo con el objetivo de que los Bancos Centrales regionales puedan considerar estos datos a la hora de decidir su política monetaria, adelantándose a sus sesgos distributivos.

4. Análisis de datos: choques de oferta y respuestas de Bancos Centrales en América Latina

En esta sección busco identificar los trimestres en los que las economías de Brasil, Perú, Colombia, México, Paraguay y Chile, en los periodos 2017-2019 y 2020-2022⁶, pudieron haber vivido choques de oferta dominantes sobre choques de demanda, diferenciados

6. La selección de países se hace en función de la disponibilidad de las tres variables en el Sistema de Información Económico del Fondo latinoamericano de reservas, para facilitar homología y la selección de periodos se realiza con la intención de comparar hechos prepandemia y postpandemia de la misma duración cronológica, 3 años.

como periodos pre y postpandemia. Como se explicó anteriormente, el enfoque microeconómico de curvas y diferencia de signos no permite identificar la proporción de cada choque, sino su dominancia. Aquí uso las variables macroeconómicas disponibles para hacer una aproximación a dicho enfoque: la tasa de crecimiento del PIB real trimestral interanual, la inflación al final del trimestre y la Tasa de Interés de Política Monetaria (TIPM) al cierre del mismo período para cada economía (FLAR, 2024).

Siguiendo la regla de signos sobre la tendencia del crecimiento del PIB y de la inflación, se obtiene la Figura 1, donde para cada uno de los países se representan las series de tiempo del PIB real y la inflación, marcando con un área gris aquellos periodos que clasificamos como con choques de oferta dominantes. A simple vista, puede verse que, con excepción de Brasil, la mayoría de países cuenta con periodos de choques de oferta concentrados en la postpandemia.

En la Figura 2 se puede ver consolidada la información respecto al porcentaje que ocuparon los trimestres con choques de oferta dominantes durante todo el período en cada país. Se resalta que Brasil, México, Perú y Paraguay experimentaron un mayor porcentaje de tiempo con choques de oferta dominantes, mientras que Chile y Colombia vivieron el escenario contrario. Cruzando estos datos con las TIPM al final de cada trimestre, se obtiene la Figura 3, donde aparecen representados los puntos porcentuales promedio de Tasa de Interés aplicada por los Bancos Centrales por cada punto porcentual (pp) promedio de inflación, discriminando los periodos dominados por choques de oferta de los periodos dominados por choques de demanda.

Se encuentra que, con excepción de Colombia y Paraguay, los demás países contaron con TIPM relativamente más altas en periodos de oferta, frente a periodos con choques de demanda dominantes. Debido a que, incluso en Colombia y Paraguay, la diferencia fue de apenas 0,08 pp y 0,24 pp, se evidencia que no parece haber una política monetaria en la región que matice la reacción de la TIPM frente a fenómenos inflacionarios con impulsos de demanda dominantes frente a fenómenos similares, pero con impulsos de oferta dominantes.

5. Conclusiones

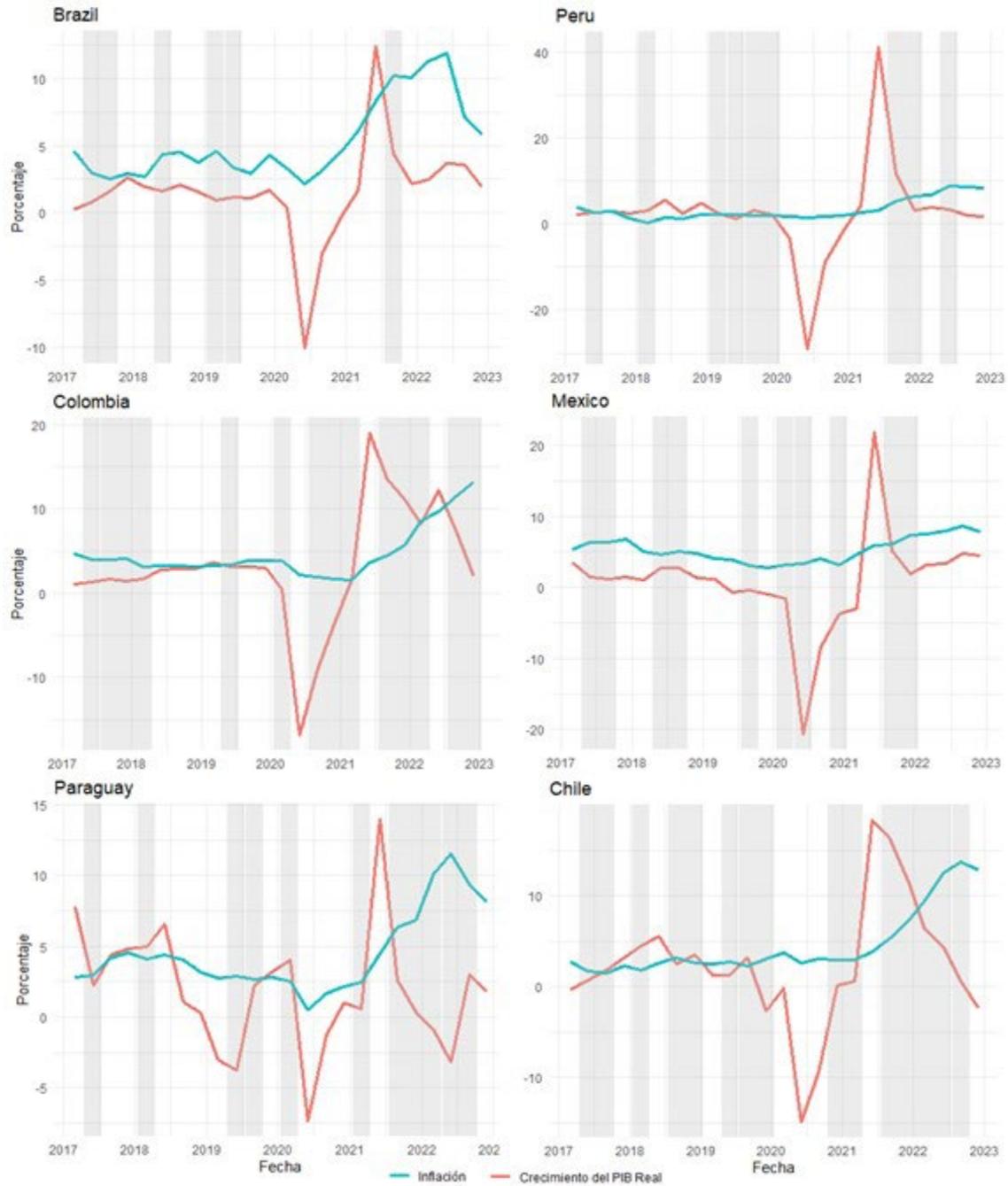
El mundo parece alejarse de las proyecciones macroeconómicas donde las fuerzas inflacionarias se explican únicamente por fenómenos monetarios y por impulsos fiscales de gobiernos de turno. El cambio climático traerá cada vez más desastres ambientales y cambios en las vocaciones productivas de los suelos (World Economic Forum, 2023). Las tensiones en la geopolítica mundial pueden llevar a más conflictos y, por tanto, a posibles cortes en las cadenas de producción mundial⁷. Ante este posible panorama la política monetaria de los Bancos Centrales de América Latina debe entonces ser capaz de adaptarse a estos constantes choques de oferta que muy probablemente acechen nuestras economías y sus objetivos inflacionarios.

La construcción de bases de datos públicas y actualizadas, referentes a la desagregación por precio y cantidades de los sectores que componen los datos inflacionarios, así como la recopilación de datos sobre el estado de los beneficios empresariales y los salarios en nuestras economías, será de vital importancia no solo para que las autoridades monetarias identifiquen el alcance que podrán tener sus instrumentos de política monetaria ante choques de oferta, evitando asfixiar el tejido productivo a niveles innecesarios, sino también para que se pueda medir y reconocer el posible sesgo distributivo al que puedan llevar sus acciones, disminuyendo las transferencias de riqueza de los que menos a los que más tienen en tiempos de crisis.

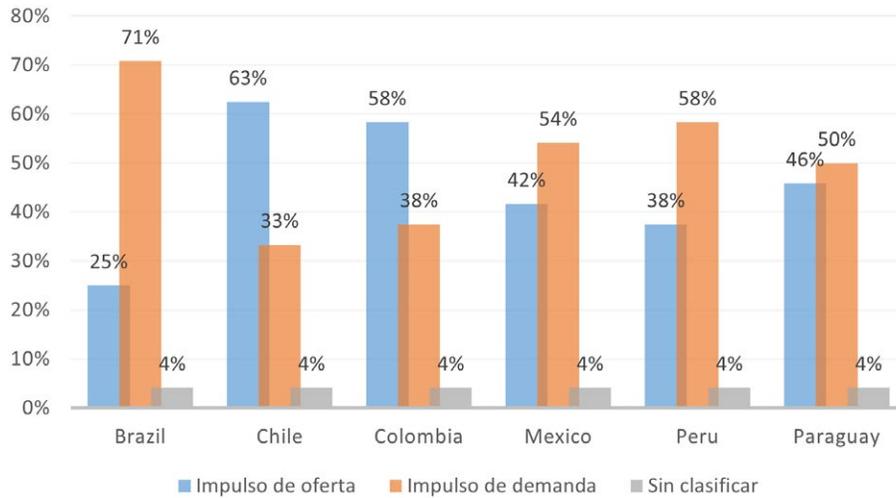
Esta sofisticación de la Política Monetaria, que solo será posible de la mano de la cooperación y el intercambio de información entre los bancos centrales de la región, será una condición necesaria para que nuestros países cuenten con todas las herramientas de política posibles para enfrentar los desafíos que aún tiene por traer el siglo XX.

7. Al observar los conflictos fronterizos entre China e India, las tensiones por la soberanía sobre el Mar de China Meridional, la cuestión de la independencia de Taiwán, el genocidio en Palestina y sus consecuencias en el tránsito del Mar Rojo, puede identificarse que los principales conflictos geopolíticos mundiales afectan las principales rutas de comercio del mundo.

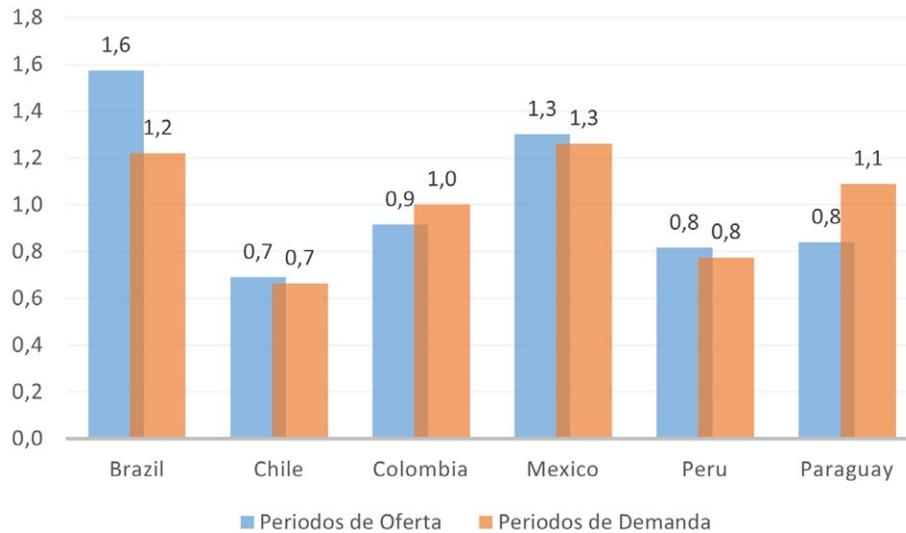
Figura 1. Posibles periodos de dominancia de los choques de oferta en América Latina.



Fuente: Elaboración propia con datos del SIE-FLAR.

Figura 2. Porcentaje de periodos dominados por impulsos de oferta (2017-2022)

Fuente: Elaboración propia con datos del SIE-FLAR

Figura 3. Promedio de Puntos porcentuales de TIPM por cada punto porcentual de Inflación (2017-2022)

Fuente: Elaboración propia con datos del SIE-FLAR

Referencias

1. Bénassy, J. (2011). *Employment targeting*. Paris-Jourdan Sciences Economiques. Working Paper No. 2006-20. https://hal.science/PJSE_WP/halshs-00590456v1
2. Camacho, F., & Gonzáles, J. (2020). Política monetaria y choques de oferta: El fin del super-ciclo de commodities en América Latina. *Revista de Economía de Centroamérica y República Dominicana*, Volumen I. <https://www.secmca.org/recard/index.php/recard/article/view/164#:~>
3. Firat, M., & Hao, O. (2023). Demand vs. Supply Decomposition of Inflation: Cross-Country Evidence with Applications. *IMF Working Papers*. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/28/Demand-vs-539665>
4. Fondo Latinoamericano de Reservas [FLAR]. (2024). *Sistema de Información Económica - SIE*. <https://flar.com/sie/>
5. Fornaro, L., & Martin, W. (2023). The scars of supply shocks: Implications for monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 140(Supplement). <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304393223000417>
6. Hansen, N. (2023). Euro Area Inflation after the Pandemic and Energy Shock: Import Prices, Profits and Wages. *IMF Working Papers*. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/06/23/Euro-Area-Inflation-after-the-Pandemic-and-Energy-Shock-Import-Prices-Profits-and-Wages-534837>
7. Lane, P. (2023, March 6). Underlying inflation. *Lecture by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, Trinity College Dublin*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230306~57f17143da.en.html>
8. Lerner, A. (1960). On Generalizing the General Theory. *The American Economic Review*. 50(91), 121-143. <https://www.jstor.org/stable/1813464>
9. New York Times. (2020, April 21). What the Negative Price of Oil Is Telling Us. <https://www.nytimes.com/2020/04/21/upshot/negative-oil-price.html>
10. Ocampo, J., & Ojeda-Joya, J. (2022). Supply shocks and monetary policy responses in emerging economies. *Latin American Journal of Central Banking*, 3(4). <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2666143822000254>

11. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE]. (2023). *OECD Economic Outlook*, 2023(1). https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook/volume-2023/issue-1_ce188438-en
12. Salazar, J., Osorio, C., Santaella, J., Rivera, V., Rivera, S., Castañeda, F., Herrera, J., & Sánchez, S. (2024). Seller's inflation en Colombia. *Notas Macroeconómicas*. Dirección General de Política Macroeconómica, Ministerio de Hacienda y Crédito Público. https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=/ConexionContent/WCC_CLUSTER-236235
13. Schewerhoff, G., & Sy, M. (2014). The non-monetary side of the global disinflation. *Oven Economic Review*, 25, 337-371. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11079-013-9283-7>
14. Shapiro, A. (2022). How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? *Research from the Federal Reserve Bank of San Francisco*. <https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/el2022-15.pdf>
15. Shapiro, A. (2024). *Decomposing Supply and Demand Driven Inflation* (Working Paper 2022-18). Federal Reserve Bank of San Francisco. <https://doi.org/10.24148/wp2022-18>
16. Toboada, B., & Villamizar, M. (2024). La reacción óptima de la política monetaria ante choques de oferta y la coordinación entre la política monetaria y el desempeño de la economía en general. *Nota de Co-directores Banco de la República*. https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/nota-taboada-villamizar-2023_0.pdf
17. Wei, S., & Xie, Y. (2020). Monetary Policy in an Era of Global Supply Chains. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Working Paper No. 26602. <https://www.nber.org/papers/w26602>
18. Weber, I., & Wasner, E. (2023). Sellers' inflation, profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency? Working Paper No. 2023-2, University of Massachusetts, Department of Economics, Amherst, MA. <https://doi.org/10.4337/roke.2023.02.05>

19. World Economic Forum. (2023). *Climate change is accelerating the global food crisis. We must act now to protect the most vulnerable*. <https://www.weforum.org/agenda/2023/07/climate-change-is-accelerating-the-global-food-crisis-we-must-act-now-to-protect-the-most-vulnerable/>

