



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

Economía

Facultad de Economía y Finanzas

**Disertación sobre la inflación reciente en Estados Unidos
y América Latina**

**Trabajo de Suficiencia Profesional
presentado para optar al Título profesional de
Licenciado en Economía**

**Presentado por
Fabrizio Ruiz de Somocurcio Bertocchi**

Lima, febrero 2024



REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO
FACULTAD DE ECONOMÍA Y FINANZAS

A través del presente, la Facultad de Economía y Finanzas deja constancia de que el Trabajo de Suficiencia Profesional titulado "Disertación sobre la inflación reciente en Estados Unidos y América Latina" presentado por FABRIZIO RUIZ DE SOMOCURCIO BERTOCCHI, identificado con DNI N° 75477186, para optar al Título Profesional de Licenciado en Economía, fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin el 3 de febrero de 2024. El siguiente fue el resultado obtenido:

Trabajo de suficiencia profesional - Fabrizio Ruiz de Somocurcio.pdf

INFORME DE ORIGINALIDAD



FUENTES PRIMARIAS

1	www.adp.edu.pe Fuente de Internet	<1%
2	presidencia.gva.es Fuente de Internet	<1%
3	www.coursehero.com Fuente de Internet	<1%
4	Submitted to Instituto Superior de Artes, Ciencias y Comunicación IACC Trabajo del estudiante	<1%

De acuerdo con la política vigente, el porcentaje obtenido de similitud con otras fuentes se encuentra dentro de los márgenes permitidos.

Se emite el presente documento para los fines estipulados en el Reglamento de Grados y Títulos de la Facultad de Economía y Finanzas.

Lima, 19 de abril de 2024.

Juan Francisco Castro
Decano
Facultad de Economía y Finanzas

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	1
MARCO TEÓRICO	2
1. La Curva de Phillips	2
2. La Curva de Beveridge	2
3. Costos de la inflación sobre el bienestar	3
EVIDENCIA EMPÍRICA	6
1. Inflación en Estados Unidos	6
1.1. Disrupciones en la cadena de suministros y cambios en el consumo.....	6
1.2. Estímulos fiscales y sobrecalentamiento del mercado laboral	9
1.3. Política monetaria	12
2. Inflación en América Latina y el Caribe	14
2.1. Precios internacionales.....	15
2.2. Devaluación del tipo de cambio.....	16
CONCLUSIONES	19
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	21

INTRODUCCIÓN

La pandemia del Covid-19 fue una crisis sanitaria global que nos puso en situaciones completamente nuevas e inesperadas, tanto a nivel humano como a nivel económico. Los cierres intempestivos en los diferentes mercados del mundo pusieron a prueba la globalización de los procesos productivos que venían impulsando el crecimiento económico global y la capacidad de respuesta de cada gobierno ante estos mismos. Cuando empezaron a remitir los casos confirmados de Covid-19 y los mercados empezaron a reanudar su funcionamiento normal, las economías de EE.UU. y Latinoamérica se vieron enfrentados a un nuevo problema inminente: la creciente tasa de inflación. El propósito de este artículo es ahondar en la literatura que revisa las causas del proceso inflacionario que se vivió entre 2021 y 2023 en dicha región y el conocimiento que nos deja para el futuro.

El presente documento se compone de tres secciones. En el Marco Teórico revisamos los principales modelos macroeconómicos sobre la inflación y su impacto sobre la economía. En la sección de Evidencia Empírica profundizamos en los hallazgos realizados por diversos académicos que han buscado explicar y analizar el suceso en cuestión. Finalmente, en la sección de conclusiones se busca resumir estos resultados y rescatar las enseñanzas que nos deja la literatura acerca de este periodo.

MARCO TEÓRICO

1. La Curva de Phillips

A pesar de su antigüedad la Curva de Phillips continúa siendo el referente teórico más utilizado en los papers que buscan analizar la dinámica de la inflación. La teoría de la Curva de Phillips indica que existe una relación inversa y constante entre la tasa de desempleo y la inflación de una economía. Esto se debe a que cualquier shock en el mercado laboral afectará tanto al nivel del empleo como a los salarios y un aumento en el nivel salarial llevará ineludiblemente a un aumento en el nivel general de precios.

Esta teoría fue fuertemente criticada cuando se vivieron los primeros casos de estanflación en el mundo (periodos de alta inflación y alto desempleo) y una vez más, bajo la definición tradicional de desempleo, la teoría de la Curva de Phillips pareció fallar en tiempos de pandemia. Sin embargo, autores como Jordà, et. al. (2022), Ball, Leigh & Mishra (2022) y Blanchard & Bernanke (2023) continúan utilizando versiones modificadas de la Curva de Phillips como fundamento teórico de sus modelos.

Es especialmente destacable el caso de Furman & Powell (2021), quienes proponen el ratio de vacantes laborales sobre desempleo (V/U). como alternativa para estimar el grado de calentamiento del mercado laboral, en lugar de la variable tradicional de la tasa de desempleo (U). Esto se debe a que, dadas las inusuales condiciones laborales de la pandemia del Covid, se empezó a ver una disociación entre ambos indicadores, con un aumento agresivo en el nivel de vacantes laborales y una tasa de desempleo que no reflejaba mayor sobrecalentamiento del mercado. Los autores concluyen que el ratio V/U parece un mejor predictor y se ajusta mejor a la data de inflación en el periodo estudiado y esto es luego respaldado por otros autores como Ball, Leigh & Mishra (2022), Barnichon & Shapiro (2022) y Domash and Summers (2022), entre muchos otros.

2. La Curva de Beveridge

La Curva de Beveridge o Curva UV muestra la relación, usualmente inversa, entre vacantes laborales y desempleo. El primer desarrollo de este concepto es atribuible al paper de Dow

& Dicks-Mireaux (1958), quienes buscaban utilizar dicha relación para estimar el exceso de demanda en el mercado laboral y utilizarlo como proxy del exceso de demanda en el mercado de bienes y servicios. Posteriormente otros autores como Brown (1976) utilizarían la curva UV para analizar la tasa de desempleo y descomponerla en desempleo friccional, estructural y cíclico.

Recientemente el concepto de la curva de Beveridge ha tomado especial relevancia en el análisis del desempleo y la inflación, debido a autores como los ya mencionados que han buscado en la variable U/V un mejor indicador del estado del mercado laboral que la tasa de desempleo tradicional. Por ejemplo, Ball, Leigh & Mishra (2022) sostienen que la curva de Beveridge en EE.UU. suele ser estable, mostrando una relación sólida entre vacantes y desempleo. Sin embargo, encuentran que en ciertos momentos específicos dicha curva se ha desplazado, cambiando dicha relación. Los autores argumentan que, en abril de 2020, debido a la pandemia, se observó un movimiento considerable y abrupto de la curva hacia afuera, de manera que se incrementaron la cantidad de vacantes para un mismo nivel de desempleo y viceversa. El argumento económico detrás de este desplazamiento sería que debido a los peligros del Covid y las restricciones de movilidad, muchas personas decidieron reducir sus horas de trabajo, jubilarse y/o dejar de buscar empleo. Esta reducción en la población económicamente activa (PEA) hizo que aumenten las vacantes laborales, aun cuando la tasa de desempleo ya hubiese retornado a niveles pre-pandemia.

3. Costos de la inflación sobre el bienestar

Para sustentar la relevancia del tema estudiado en este trabajo es necesario revisar brevemente cuales son los perjuicios de la inflación. ¿Por qué tantos países se esfuerzan en mantener controlada la inflación de su moneda? Para explicar los perjuicios que genera el alza de los precios es importante en primer lugar distinguir entre inflación prevista e imprevista.

De acuerdo con el modelo económico neoclásico, la inflación esperada o prevista tiende a tener un costo muy bajo sobre el bienestar de los individuos, ya que sostiene que cualquier aumento en el nivel de precios será absorbido por un aumento en el salario nominal, manteniendo el poder adquisitivo equilibrado. Sin embargo, aún bajo los supuestos de

eficiencia del modelo neoclásico, tener una alta tasa de inflación sí puede llegar a perjudicar a la economía a través de dos conceptos conocidos como Costes de Suelas de Zapatos y Costes de Menú.

Los Costes de Suelas de Zapatos es un término que hace referencia al esfuerzo y tiempo dedicados a gestionar el efectivo para evitar que este se devalúe. El nombre hace referencia a la necesidad de caminar al banco frecuente para retirar el efectivo necesario para realizar compras; sin embargo, el término engloba cualquier costo relacionado con mantener bajos niveles de liquidez a fin de evitar que el dinero se deprecie.

Los Costes de Menú abordan el hecho de que en la realidad existe rigidez en los precios y que cada vez que una empresa los actualiza, esta está incurriendo en gastos adicionales debido a la inflación. “Los costes de menú comprenden el coste de decidir nuevos precios, el coste de imprimir nuevas listas de precios y catálogos, el coste de enviar estas nuevas listas de precios y catálogos a los distribuidores y a los clientes, el coste de anunciar los nuevos precios e incluso el coste de hacer frente a la irritación de los clientes.” (Ramos, 2015). Adicionalmente, el hecho de que los precios no sean perfectamente flexibles lleva a la posibilidad de que exista una mala asignación de recursos en la economía y genera pérdidas en el bienestar social debido a estas fricciones.

Adicionalmente, Friedman (1977) muestra que existe una relación entre una alta tasa de inflación y la imprevisibilidad de esta. La inflación imprevista es más problemática, ya que por encima de los costos anteriormente mencionados añade perjuicios adicionales sobre la economía.

Uno de ellos es la redistribución de la riqueza de acreedores a deudores, quienes al haber prestado dinero a una tasa fija recibirán en el futuro una moneda que valdrá menos de lo esperado. Este problema puede desestabilizar e incluso llevar a la quiebra a las entidades financieras de un país en el caso de una hiperinflación, como la que se vivió en Perú durante la década del 80.

La incertidumbre respecto a la tasa de inflación puede aseverar la mala asignación de recursos y generar distorsiones dañinas en los mercados. Agarwal & Kimball (2022) incluso encuentran una relación negativa entre la tasa de inflación y el índice de confianza de los

consumidores en un análisis realizado con data de seis países desarrollados entre 1980 y 2021.

EVIDENCIA EMPÍRICA

1. Inflación en Estados Unidos

El reciente crecimiento en la inflación de EE.UU. es un fenómeno ampliamente estudiado y con una multitud de opiniones respecto a cuál fue el factor más relevante a la hora de señalar sus causas. A pesar de ello, en líneas generales la literatura señala 3 motivos principales. En primer lugar, revisaremos cómo los cambios en el consumo y las interrupciones en la cadena de suministros, que persistieron incluso luego de que la pandemia empezara a remitir, afectaron directamente al mercado de bienes. Luego, pasaremos al mercado laboral, el sobrecalentamiento de la economía y la posibilidad de explicar la inflación desde el lado de los salarios. Este punto va fuertemente ligado a la política de estímulos fiscales implementada por el gobierno de EE.UU. como parte del plan de recuperación económica post-Covid. Y finalmente veremos por qué la FED ha sido fuertemente criticada ante su falta inicial de respuesta para enfrentar el problema inflacionario.

1.1. Interrupciones en la cadena de suministros y cambios en el consumo

Una de las principales características de la pandemia del Covid-19 fue el uso de cuarentenas obligatorias, toques de queda y el cese de funcionamiento de industrias no-básicas, a los que múltiples gobiernos recurrieron para tratar de frenar el avance del virus. Estas medidas afectaron no solo a los países que las implementaron, sino también a sus socios comerciales que dependían de sus exportaciones para continuar con la cadena de producción. Paralelamente, al estar encerrados en casa y frente al temor del contagio, los consumidores tuvieron que adaptarse, adoptando formas de comprar y consumir bienes con el menor contacto humano posible. Esto incrementó considerablemente la demanda por algunos bienes y servicios, mientras disminuía la de otros.

En su paper titulado “*What Caused the US Pandemic-Era Inflation?*”, los autores Blanchard & Bernanke (2023) emplean un modelo estructurado de vectores autorregresivos (SVAR) de 4 ecuaciones para determinar salario nominal, nivel de precios e inflación nominal de corto y largo plazo. Es importante resaltar que, en su análisis, Blanchard & Bernanke (2023) no

utilizan la inflación core, sino que optan por una metodología menos convencional al descomponer la inflación nominal en una mediana y un factor residual (Inflación Total = Mediana + Residual). La mediana busca excluir la volatilidad proveniente no solo de los sectores de energías y alimentos, sino también la que fue causada por el mal funcionamiento de otras industrias durante la pandemia, por lo cual los autores señalan que podría ser una variable más adecuada que la inflación core para este periodo.

En sus conclusiones, afirman que, si bien hubo un sobrecalentamiento en el mercado laboral, la contribución del aumento de salarios a la inflación fue modesta. Este afectó principalmente a la mediana la cual contribuyó en menor medida al aumento en la inflación total. El mayor factor explicativo lo encuentran en el crecimiento del residual, el cual explican a través del incremento del precio de los commodities y cambios en el consumo hacia bienes cuya oferta, al menos durante la pandemia, era inelástica.

Aún bajo estos resultados, los autores señalan que la contribución del mercado laboral a la inflación no debería ser ignorada, ya que esta podría crecer y ser más persistente. Sin embargo, al asumir el estado del mercado laboral como dado, el modelo que emplean no ofrece ninguna propuesta de qué políticas deberían emplearse para controlar el mismo.

Ball, Leigh & Mishra (2022) llegan a una conclusión similar utilizando un modelo derivado de la curva de Phillips para explicar la inflación core en base a las expectativas de inflación, al sobrecalentamiento del mercado laboral y la filtración de shocks pasados en la inflación nominal. De acuerdo con sus resultados, el factor más relevante sería este último con una contribución de 4.6 puntos porcentuales, frente a 2pp. del mercado laboral y 0.5pp. de la inflación esperada. Los autores encuentran que los 3 factores con mayor poder para explicar el aumento en la inflación nominal (R^2) son: (I) los movimientos en el precio de la energía (principalmente asociados a la guerra en Ucrania), (II) el atraso en los envíos de bienes y servicios por disrupciones en las cadenas de suministros y (III) el aumento en los precios de la industria automovilística, en dicho orden.

Otros autores como Killian & Zhou (2021) argumentan que si bien el incremento en el costo del petróleo tuvo un fuerte impacto en la inflación nominal de corto plazo, el efecto que tuvo sobre la inflación core fue mucho menor. Killian & Zhou (2021) sostienen su argumento utilizando un modelo VAR que incluye el precio retail de la gasolina, la inflación nominal,

la inflación core y las expectativas de inflación a 1 y 5 años, con el cual estiman contribuciones de tan solo 0.4pp en 2021 y 0.3pp en 2022. En consecuencia, concluyen que el precio de otros bienes y servicios, como vehículos, electrónicos y vivienda, habrían influido mucho más sobre la inflación en EE.UU.. Es importante señalar que si bien el petróleo es la principal fuente de energía en EE.UU., englobando el 36% del consumo energético de 2022 (U.S. Energy Information Administration, 2023), el estudio de Killian & Zhou (2021) no es exhaustivo a la hora de analizar las industrias no-energéticas que podrían ser una fuente de inflación. Los autores se limitan a mencionar algunos ejemplos de bienes durables que se vieron más afectados por el alza de precios, mas el paper solo profundiza en el rol que jugó el precio del petróleo.

Por su lado, Shapiro (2022) sí realiza un análisis detallado de cada producto, estudiando las más de 100 categorías de bienes y servicios que componen el índice de Gastos de Consumo Personal (PCE por sus siglas en inglés). En su carta, Shapiro primero utiliza un sistema iterativo de regresiones autoregresivas para estimar un valor esperado de precio y cantidad para cada uno de estos bienes y luego calcula las desviaciones del valor observado sobre el estimado. Finalmente, si un bien tuvo desviaciones con el mismo signo tanto en precio como en cantidad, el autor lo clasifica como “demand-driven inflation”, mientras que si las desviaciones presentan signos opuestos, esta es clasificada como “supply-driven”.

Si bien, el modelo que utiliza Shapiro (2022) para estimar el valor esperado de los precios y cantidades es bastante sencillo, este se apoya sobre grandes cantidades de data, utilizando ventanas de 10 años de cambios mensuales para calcular los valores esperados del mes siguiente e iterando el proceso para cada una de las categorías que componen el PCE Index. Finalmente, el autor concluye que más del 50% de la inflación se debió a factores de oferta, reflejados en bienes como vehículos, combustible y servicios de reparación cuyas cadenas de producción se vieron afectadas. Por otro lado, Shapiro (2022) indica que cerca al 33% de la inflación es atribuible a un aumento en la demanda de bienes como muebles, ropa, juguetes, electrodomésticos y servicios de recreación que reabrieron pronto, como restaurantes y museos. Existe un residual de aproximadamente 16% que el autor atribuye a factores “ambiguos”, que su modelo no pudo clasificar ni como “supply-driven” o como “demand-driven”. Sin embargo, cuando se excluyen las categorías de energía y alimentos, la distribución es casi igual entre ambas categorías, cerca al 45% cada una.

1.2. Estímulos fiscales y sobrecalentamiento del mercado laboral

La mayoría de los autores revisados para la elaboración de este trabajo coinciden en que la inflación reciente se debe tanto a factores de oferta como de demanda. No obstante, no parece haber un consenso claro sobre cuál fue el factor más relevante. Los autores que apuntan a un aumento en la demanda agregada como el principal causante de la inflación también señalan que esta se debió en gran medida a los estímulos fiscales que implementaron los gobiernos de Trump y Biden como parte de su plan de recuperación económica post-pandemia.

Por ejemplo, Jordà et. al. (2022) estima que la intervención fiscal de los programas CARES (*Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act*) y ARP (*America Rescue Plan*) contribuyó en incrementar la inflación core en 3pp en 2021. Para medir el impacto de estas políticas sobre la demanda agregada, los autores utilizan el ingreso disponible real y calculan la desviación del mismo frente a la tendencia histórica antes de los programas reactivación. Luego separan a los países de la OECD en dos subgrupos, el grupo de tratamiento son aquellos países que tomaron una postura activa para intervenir en la recuperación económica y el grupo de control aquellos que prefirieron tomar una postura pasiva frente al problema. Esta última decisión es cuestionable, ya que al estructurar el estudio de esta manera se está asumiendo implícitamente que no existen factores comunes no observables dentro de cada grupo que pudieran estar afectando la inflación core. Finalmente comparan ambos grupos para calcular el impacto que tuvo el incremento del ingreso disponible sobre la inflación y aplicarlo al caso específico de EE.UU..

Otros autores como Kinlaw et. al. (2023) también señalan el gasto público como el mayor determinante de la inflación post-pandemia. Su trabajo se basa en utilizar un modelo oculto de Markov para clasificar los últimos 60 años en 4 regímenes de inflación: Estable, Crecimiento Estable, Crecimiento Volátil y Deflación. Es importante resaltar que aparte de la época marcada por la pandemia, el único otro periodo clasificado como “Crecimiento Volátil” es entre 1965 y 1985, ya que este será la base más amplia sobre la cual se entrena el modelo. De esta manera, se apoyan en abundante data histórica para nutrir el modelo, mas no profundizan en las características particulares de la crisis del coronavirus. Luego de clasificar los 4 regímenes, los autores utilizan la metodología de distancia de Mahalanobis,

para estimar cuales son los factores económicos que tuvieron mayor influencia sobre la inflación en cada régimen. Finalmente llegan a la conclusión que a febrero de 2022, el mayor factor inflacionario fue el gasto fiscal (41.6%), seguido por las expectativas de inflación (16.9%). Este segundo punto entra en conflicto con los resultados de Blanchard (2022) y Ball, Leigh & Mishra (2022) que afirman que las expectativas de inflación han permanecido ancladas a pesar del alza en los precios.

Además del efecto directo que tuvieron las transferencias directas del estado sobre el ingreso disponible de la población y la demanda agregada, también debemos considerar cómo esta inyección económica afectó al mercado laboral y la inflación por el incremento de los salarios nominales.

Para entender mejor como el gasto fiscal afecta el mercado laboral, Barnichon et. al. (2021) realizan un análisis basandose en el estudio previo de Ramey & Zubairy (2018), quienes estiman el multiplicador del gasto público en EE.UU. basandose en los shocks quasi-experimentales provocados por guerras y eventos geopolíticos de los últimos 120 años. Extrapolando esos resultados a la actualidad, Barnichon et. al. (2021) calculan que el programa ARP incrementó el ratio de vacantes laborales sobre desempleo (V/U) en 0.6 unidades.

En su análisis, los autores utilizan y recomiendan el uso de V/U como indicador clave del estado de la actividad económica. Hasta antes de la pandemia, ambas variables se han movido proporcionalmente, haciendo que el indicador no difiriese mucho de la medida tradicional de desempleo. Sin embargo, debido a los recientes cambios en las condiciones laborales que surgieron a raíz del Covid-19, como las cuarentenas y el distanciamiento social, añadir la información sobre las vacantes disponibles (demanda) es indispensable para tener un análisis completo de ambos lados del mercado laboral y no solo del lado de la oferta.

Finalmente, Barnichon et. al. (2021) concluyen que el impacto de este estímulo sobre la inflación dependerá en gran medida de que tan cerca se encuentre la actividad económica a su nivel óptimo. Según sus estimados, sí existió una contribución de 0.3pp del programa ARP sobre la inflación core anual en 2021, pero que esta debería ser transitoria, reduciéndose a 0.2pp en 2022 y desapareciendo para 2023. Este resultado es bastante conservador si lo comparamos con otros autores que alegan una mayor contribución.

Incluso Ball, Leigh & Mishra (2022), que señalan los shocks de oferta y cambios en el consumo como los principales causantes de la inflación, encuentran que el calentamiento de la economía y el estado del mercado laboral incrementaron la inflación core anual en 2pp en 2022. Adicionalmente, al contrario de Barnichon et. al. (2021), los autores señalan que el rol del mercado laboral se encontraba en aumento y que la persistencia de la inflación se debería principalmente a este factor. Sin embargo, el aporte más resaltante del paper de Ball, Leigh & Mishra (2022), sería la evidencia que encuentran sobre un desplazamiento paralelo en la Curva de Beveridge a raíz de la pandemia. Este fenómeno explicaría por qué el número de vacantes laborales se mantuvo alto a pesar de que el desempleo ya se encontraba cercano a sus niveles pre-pandemia y por qué la tasa de desempleo no ha estado desempeñando un buen papel como indicador del mercado laboral. La segunda y más importante consecuencia de este desplazamiento es que la economía enfrentaría una mayor inflación para cualquier nivel dado de desempleo, dificultando así la tarea de la FED de balancear ambas variables.

Sin embargo, a pesar de que la relación entre vacantes laborales y desempleados indique que el mercado es favorable para los trabajadores y señale una posible inflación a causa del crecimiento de los salarios, un reporte elaborado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (ECLAC) (2022) sostiene que el crecimiento nominal de los salarios se ha mantenido muy por debajo de la tasa de inflación, causando una caída en el salario real. También acentúa que la participación de los salarios y beneficios para los trabajadores en el ingreso nacional se ha mantenido similar al 2019, lo cual indica que es poco probable que los salarios sean el motor del crecimiento en la inflación. En línea con esto, Pickert (2022) señala que la participación de las utilidades corporativas de las entidades no-financieras en el valor agregado bruto ha crecido a niveles que no se reportaban hace más de 70 años. Esto parece indicar que las empresas han podido trasladar el aumento en los precios de la materia prima y los salarios al consumidor e incluso aprovechar la alta demanda para hacer crecer sus márgenes de utilidad.

Finalmente, no parece haber un consenso sobre la relevancia del crecimiento salarial sobre la inflación de 2021 y 2022, sin embargo, la evidencia sí parece indicar que la economía en EE.UU. sí se encontraba en un estado de sobrecaentamiento que fue promovido por los estímulos fiscales de las actas CARES y ARP. Este shock en la actividad económica afectaría

la inflación principalmente a través de un desplazamiento en la demanda agregada en el mercado de bienes y servicios, tal como identifican Jordà et. al. (2022).

1.3. Política monetaria

Además de las fuertes críticas que recibió Biden de parte de economistas y no-economistas por implementar el acta ARP en una economía que ya estaba mostrando señales de una recuperación natural, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) también ha sido el foco de acusaciones, ya que algunos consideran que su respuesta al tratar de controlar la inflación fue mucho más lenta de lo debido.

Las particularidades de la época de la pandemia afectaron fuertemente las dinámicas del mercado laboral y la variable predilecta de la FED para medir el estado de la economía, la tasa de desempleo, dejó de ser tan confiable como en años anteriores. Autores como Ball, Leigh & Mishra (2022) argumentan que se debió utilizar el ratio V/U en lugar de la tasa de desempleo (U) para identificar mejor el estado del mercado laboral. Identificar el aumento en la cantidad de vacantes laborales con un bajo nivel de desempleo hubiera ayudado a ver que el mercado se encontraba ajustado y hubiera instado a la FED a actuar antes en su política monetaria.

Además, Ball, Leigh & Mishra (2022) también critican a este organismo por asumir que la inflación nominal sería completamente pasajera y que no afectaría la inflación core. Al menospreciar los mecanismos de transmisión entre la inflación nominal y la core, la FED prefirió no intervenir y dejar que los shocks generados por las disrupciones de la pandemia y posteriormente la guerra en Ucrania pasen por su cuenta. Incluso en agosto de 2021 Jerome Powell, presidente de la FED, se negaba a reconocer que hubiera un riesgo inflacionario real (Powell, 2021). Recién en marzo 2022, con una inflación core anual mayor al 6%, la FED comenzó a incrementar su tasa de referencia con un tímido aumento de 0.25pp. Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de Ball, Leigh & Mishra (2022) concluyen que la inflación nominal fue el mayor determinante en el aumento de la inflación core e indican que si se hubiera prestado más atención a este efecto, la respuesta en política monetaria hubiera sido más oportuna.

A pesar de no realizar una estimación cuantitativa, Eggertsson & Kohn (2023) también sostienen que la FED tuvo una respuesta tardía que no ayudó a mejorar la situación inflacionaria. Al analizar la declaración de objetivos a largo plazo y estrategia de política monetaria de 2020 los autores encuentran que la FED empezó a favorecer el objetivo de mantener un bajo nivel de desempleo por sobre el de mantener controlada la inflación. Esto se muestra en la función de utilidad asimétrica que utilizan, dándole mucho más peso al desempleo cuando se encuentra por encima de su nivel natural que cuando se encuentra por debajo. Eggertsson & Kohn (2023) sustentan que esta decisión se debió a varios motivos. En primer lugar, las tasas de interés en ese momento se encontraban peligrosamente cerca al límite inferior de cero, darle prioridad a la actividad económica era una forma de evitar llegar a un estado de recesión y no tener herramientas monetarias para estimular la economía. En segundo lugar, la FED acababa de terminar un periodo (del 2015 – al 2019) en el cual fue criticada por aumentar la tasa de referencia de manera precipitada, ya que estimaron que el mercado laboral se encontraba sobre su nivel natural de actividad. Este sobrecalentamiento económico; sin embargo, nunca se vio reflejado en la tasa de inflación, que permaneció cerca al límite inferior del rango meta. Y finalmente, en los últimos años la FED había tenido más problemas manteniendo la inflación por encima del mínimo de la meta, que por debajo del máximo. En base a este razonamiento queda claro que el nuevo marco de política monetaria presentaría un sesgo inflacionario mayor que el anterior.

Adicionalmente al nuevo marco monetario, hubo otros factores que frenaron a la FED a la hora de actuar. Como ya hemos mencionado de autores anteriores, Eggertsson & Kohn (2023) también opinan que se subestimó el nivel de actividad económica post-pandemia. Ellos concuerdan en que el grado de desempleo que se mostraba en los indicadores tradicionales no reflejaba correctamente el estado del mercado laboral. Otro factor estresante fue la política de *Forward Guidance*, a la cual la FED se había comprometido en septiembre de 2020 y los forzó a tolerar niveles de inflación mayores a lo usual. Cabe resaltar que el compromiso de *Forward Guidance* contenía una cláusula que la FED pudo haber utilizado para reaccionar antes y sin embargo nunca la pusieron en práctica. Finalmente, debemos regresar a la Curva de Phillips, ya que, en base a su experiencia de la última década, la FED consideraba que esta era prácticamente plana; es decir, que los altos niveles de empleo tenían muy poca influencia sobre la inflación. El marco de política monetaria de 2020 afirmaba que

debía eliminar la presunción de que era necesario sacrificar preventivamente la actividad económica para evitar que esta aumentara la inflación. Eggertsson & Kohn (2023) critican este acercamiento, ya que una de las características fundamentales de la Curva de Phillips es la no-linealidad y como se pudo ver posteriormente, los altos niveles de calentamiento en la economía sí terminaron amplificando la inflación post-pandemia.

Aun frente a estas críticas es importante reconocer que el anclaje de las expectativas de inflación ha jugado un rol fundamental en el rápido control y la baja resiliencia del reciente periodo inflacionario y que esto se debe en gran medida al trabajo previo de la FED para mantener la inflación dentro del rango meta. Múltiples autores encuentran y sustentan que los cambios en la inflación esperada han contribuido marginalmente a la real y que esta permanece fuertemente anclada pese a la reciente aceleración en el alza de precios.

2. Inflación en América Latina y el Caribe

Me parece relevante notar que, en el caso de países en vías de desarrollo, la inflación puede ser especialmente perjudicial al acrecentar las diferencias económicas de la población. De acuerdo con Garcimartín et. al. (2020), debido a las diferencias en el consumo, distintos sectores socioeconómicos pueden experimentar una mayor tasa de inflación que otros. Esto es especialmente notorio en el caso de la inflación en el precio de los alimentos, ya que la población más pobre tiende a gastar una proporción mucho mayor de su ingreso en alimentarse. En su paper, los autores muestran que entre 2007 y 2018, la población pobre de Centroamérica ha estado sujeta a una mayor tasa de inflación que la clase acomodada, contribuyendo a aumentar la inequidad en la región.

A pesar no ser tan estudiado como el caso de EE.UU., la región de América Latina y el Caribe también sufrió un periodo de inflación elevada entre los años 2021 y 2023. Igual que al resto del mundo, la región se vio afectada por las disrupciones en la cadena de suministros causadas por la pandemia y por la guerra Ucrania-Rusia, especialmente el segundo suceso que afectó fuertemente los precios del petróleo y los fertilizantes. A esto, se le debe añadir la presión inflacionaria generada por la devaluación de las monedas locales en un escenario de alta importación de servicios y bienes intermedios y finales.

2.1. Precios internacionales

Al igual que en el caso de EE.UU., los países de Latinoamérica también se vieron enfrentados al alza en los precios de múltiples productos, cuya cadena de producción se había visto interrumpida a causa del Covid-19. Ayres et. al. (2023) realizan un análisis de Componente Principal, el cual agrupa la inflación para 19 países de Latinoamérica desde enero 2005 hasta julio 2022. Este componente principal explica el 57% de las variaciones en la inflación de cada país, mostrando que, al menos durante este periodo, el nivel de precios en las distintas economías de Latam se ha movido principalmente por causas en común¹. Los autores incluso encuentran que los cambios en la inflación han sido muy similares entre países que han adoptado metas explícitas de inflación y aquellos que no. Esto entra en conflicto con Winkelried & Vega (2005), quienes encuentran que en periodos previos si se podía discernir una mejora en el nivel de inflación y en su estabilidad para los países en desarrollo que implementaran políticas de *Inflation Targeting*. Esta discrepancia acentúa la idea de que en los últimos años la inflación ha estado ligada a factores internacionales que han afectando a la región como un conjunto.

Una vez identificado el componente principal, o factor global, como la principal variable explicativa, Ayres et. al. (2023) profundizan en esta variable para averiguar cuáles son sus determinantes. Para ello utilizan regresiones por mínimos cuadrados ordinarios individuales para cada variable exógena y encuentran que el 25% de la variación en el componente principal se puede explicar a través a cambios en los precios de los fertilizantes, seguido por la inflación en EE.UU., con un 20% de poder explicativo. Sin embargo, al realizar regresiones con múltiples variables, encuentran que el 33% de la variación en el componente principal puede explicarse por cambios en el precio de los *commodities* y en los costos de embarque.

La guerra en Ucrania y las sanciones comerciales sobre Rusia presionaron al alza el precio internacional de múltiples bienes producidos en la región incluyendo el aluminio y las placas de caucho (determinantes para el mercado automotriz y la construcción) y destacando el

¹ Resaltar que los autores excluyen países como Argentina, Surinam, Haití, Cuba y Venezuela de la muestra, debido a que mostraban información faltante o a que sus altos valores de inflación anual distorsionan la data.

trigo, los fertilizantes y los combustibles fósiles refinados (Bárcena 2022), los cuales son cruciales para la producción de alimentos y para la canasta básica de consumo. Especialmente el costo de los fertilizantes, de los cuales Rusia es uno de los principales productores a nivel global, alcanzó un máximo histórico según el índice *Green Markets* de Bloomberg y se llegaron a registrar aumentos anuales en el precio de la urea de hasta 90.1% (Bárcena 2022).

Köse & Ünal (2022) realizan un análisis para 6 países de Latinoamérica centrándose en la inflación de los alimentos, la cual perjudica especialmente a la población latinoamericana debido al alto porcentaje de pobreza y de vulnerabilidad económica. Al igual que Blanchard & Bernanke (2023), Köse & Ünal (2022) también utilizan un modelo estructurado de vectores autorregresivos (SVAR). Las principales variables exógenas son cambios en la temperatura, movimientos en los precios de los combustibles y shocks en los salarios del sector agricultura las cuales afectan la inflación de alimentos en el mismo periodo. El modelo también incluye el tipo de cambio como una variable explicativa que se ve afectada por el precio del petróleo y que puede afectar el precio de los alimentos de manera no inmediata a través de la importación de bienes intermedios.

Finalmente, los autores concluyen que el precio de los alimentos en Latinoamérica es altamente sensible a variaciones en la temperatura y al precio de los combustibles, las cuales pueden generar impactos que vayan creciendo con el tiempo. Este segundo punto cobra especial importancia si analizamos el periodo post-Covid que incluye el alza en el precio del petróleo que se vio en el mercado internacional como respuesta al conflicto Rusia-Ucrania. Cabe resaltar, que los autores también señalan al tipo de cambio como un factor crucial en los precios de los alimentos, a pesar de que la región sea principalmente exportadora de este tipo de productos. Esto se debe a la necesidad de importar bienes intermedios, como fertilizantes por ejemplo, para poder sostener la producción agrícola.

2.2. Devaluación del tipo de cambio

El cierre de actividades turísticas y la disrupción de varias actividades de exportación debido al Covid-19 redujeron significativamente el ingreso de moneda extranjera en las economías de Latinoamérica. Algunos países incluso pasaron a tener déficits en sus balanzas

comerciales, (Abdelkafi, Loukil & Romdhane, 2022). Esto, sumado a políticas fiscales y monetarias expansivas para alivianar el costo económico de la pandemia sobre la población e inversionistas buscando refugio en el dólar temiendo por la estabilidad política y macroeconómica de la región, llevaron a una devaluación generalizada en las monedas de Latinoamérica.

Abdelkafi, Loukil & Romdhane (2022) realizan un análisis cuantitativo para determinar cómo afectó la intensidad del Covid-19 y el nivel de respuesta de cada gobierno sobre la inflación y el tipo de cambio. El estudio se centra en 5 países de Asia y 5 de Latinoamérica: Brasil, México, Colombia, Argentina y Ecuador. De este grupo de países, la selección de los dos últimos parece cuestionable, ya que Argentina ha estado enfrentando dificultades inflacionarias relacionadas con su solidez macroeconómica y el gobierno ha mantenido un fuerte control sobre el tipo de cambio y Ecuador directamente no cuenta con una moneda propia. Para estimar el nivel de intervención del gobierno utilizan un índice basado en siete indicadores de respuesta, que incluyen el cierre de escuelas y restricciones a la movilidad, entre otros. Por el otro lado, la variable que utilizan para medir impacto de la pandemia es el número de casos reportados por cada 100,000 habitantes. El uso de esta última variable es también controversial, ya que el número de casos reportados durante la pandemia estuvo fuertemente relacionado con los esfuerzos y la inversión de cada gobierno por realizar pruebas Covid-19 a la población y contabilizar los resultados. Se sabe que por ejemplo el gobierno de Bolsonaro en Brasil mostró poco empeño en controlar y combatir los casos de Covid-19, incluso negando primero la existencia y luego la gravedad de dicha enfermedad.

Aun con estas observaciones, los resultados que arroja el estudio de Abdelkafi, Loukil & Romdhane (2022) son interesantes, ya que señalan que si bien el número de contagios en sí tuvo un efecto antinflacionario, este se vería compensado por un efecto contrario proveniente de la intervención gubernamental. Además, encuentran que tanto la presencia del Covid-19, como las medidas tomadas en su contra tuvieron efectos negativos sobre el tipo de cambio.

Como vimos en la sección anterior, de acuerdo con Köse & Ünäl (2022), la devaluación de las monedas locales fue un factor relevante en alza del precio de los alimentos. Lo mismo sucedió con la importación de otros bienes incluidos en las canastas de consumo, que se vieron encarecidos tanto por los costes de embarque y la escasez, como por la devaluación

de las monedas locales (Hammad 2022). Bárcena (2022) también menciona la devaluación por fuga de capitales como un factor inflacionario importante. Por el otro lado, los bancos centrales de América Latina han sido algunos de los primeros en responder ajustando su política monetaria y la estrategia de flotación sucia ha permitido que las monedas locales recuperen valor de forma competitiva. Ambas estrategias han contribuido al rápido control de la inflación en 2023 (Salazar 2023).

CONCLUSIONES

De acuerdo con la literatura revisada en este trabajo, encontramos consenso en que el mayor determinante de la inflación reciente han sido factores de oferta relacionados a interrupciones en las cadenas de suministros, costos de embarque e inelasticidad para adaptarse a los cambios en el consumidor. Estos aumentos en el precio que inicialmente se consideraron que serían transitorios, permearon y persistieron en la economía mucho más de lo esperado, transmitiendo la inflación de un sector a otro, como el mismo Coronavirus. La pandemia del Covid-19 ha puesto en evidencia lo frágil que puede ser la economía global debido a su dependencia en el *offshoring*. En consecuencia, algunos países desarrollados como EE.UU. han empezado a emplear estrategias de *nearshoring* como una forma de protegerse ante posibles disrupciones en el comercio internacional en el futuro.

Un punto de alta controversia han sido las críticas sobre el estímulo fiscal implementado por Biden en 2021, en una época en que la recuperación económica ya parecía estar en pie y tomando viada. De acuerdo con la evidencia recopilada, podemos concluir que la economía en EE.UU. si se encontraba en un estado de sobrecalentamiento entre los años 2021 y 2022, el cual se hacía notar en el incremento de la demanda por trabajadores y el número de vacantes laborales. Sin embargo, la evidencia señala que el crecimiento en los sueldos no ha sido el suficiente para considerarse un motor inflacionario central, incluso mostrando que los salarios nominales han estado teniendo problemas para mantenerle el ritmo a la inflación. En línea con esto, el acercamiento que tienen Jordà et. al. (2022) explicando el impacto del acta ARP a través un incremento de la demanda agregada tiene más sentido y conversa con los argumentos de Pickert (2022) sustentando el incremento en las ganancias corporativas en base a un incremento en el poder de negociación de las empresas sobre el consumidor. De igual manera, hay quienes defienden la implementación del ARP sosteniendo que en su momento la perspectiva de recuperación económica no era tan clara y que la economía corría el riesgo de entrar en un periodo de estanflación si no se impulsaba el crecimiento. Aun así, con la ventaja de poder ver los hechos en retrospectiva queda claro que la política fiscal de Biden fue demasiado agresiva e influyó en acrecentar el problema inflacionario.

En cuanto a la política de la FED, si bien esta se encontraba comprometida por el compromiso de *Forward Guidance* emitido en 2020, existían mecanismos a su disposición que les hubieran permitido ajustar la política monetaria desde antes. Como hemos revisado, los pecados de la FED fueron varios al no considerar el empujamiento de la Curva de Phillips, favorecer notablemente la reducción en la tasa de desempleo y no considerar indicadores alternativos del mercado laboral, como el ratio V/U. Tal como señalan múltiples autores, la FED deberá empezar a considerar este ratio en el futuro como un indicador clave de la actividad económica.

Por el lado de Latinoamérica, podemos concluir que la inflación fue generada principalmente factores globales en común. Incluso vemos que el crecimiento en la inflación fue muy similar entre países con y sin metas explícitas de inflación. Aun así, varios países de Latam fueron más responsivos con su política monetaria, mostrando incrementos en las tasas de interés varios meses antes de que la FED tomara la misma decisión. Esto ha ayudado a un rápido y efectivo control de la inflación en la mayoría de los casos. En este aspecto es también importante resaltar que, a diferencia de EE.UU., Latinoamérica no cuenta con la misma solidez histórica en su manejo de la política monetaria y que por ello la región no goza del mismo grado de anclaje en las expectativas de inflación. En consecuencia, una respuesta asertiva por parte de los bancos centrales se vuelve mucho más importante para controlar la inflación evitando que las expectativas se disparen.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abdelkafi, I., Loukil, S., & Romdhane, Y. (16 de Febrero de 2022). Economic Uncertainty During COVID-19 Pandemic in Latin America and Asia. *Journal of the Knowledge Economy*, 14, 1582-1601.
- Agarwal, R., & Kimball, M. (7 de Abril de 2022). *The Future of Inflation Part II: The second article in our three-part series examines the trade-offs from inflation*. Obtenido de International Monetary Fund: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/03/Future-of-inflation-partII-Agarwal-kimball>
- Ayres, J., Galindo, A. J., Novoa, S., & Nuguer, V. (2023). *Inflation Dynamics in Latin America and the Caribbean*. Inter-American Development Bank, Department of Research and Chief Economist.
- Ball, L. M., Leigh, D., & Mishra, P. (Octubre de 2022). Understanding U.S. Inflation during the Covid Era. *NBER Working Paper Series*.
- Bárcena, A. (2022). *Efectos económicos y financieros en América Latina y el Caribe del conflicto entre la Federación de Rusia y Ucrania*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Barnichon, R., & Shapiro, A. H. (2022). *What's the Best Measure of Economic Slack?* FRBSF Economic Letter.
- Barnichon, R., Oliveira, L. E., & Shapiro, A. H. (18 de October de 2021). *Is the American Rescue Plan Taking Us Back to the '60s?* Obtenido de Federal Reserve Bank of San Francisco: <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economicletter/2021/october/is-american-rescue-plan-taking-us-back-to-1960s/>
- Blanchard, O. (11 de Octubre de 2022). *The United States and the eurozone face different challenges in battling inflation*. Obtenido de Peterson Institute for International Economics (PIIE): <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/united-states-and-eurozone-face-different-challenges-battling-inflation>
- Blanchard, O. J., & Bernanke, B. S. (Junio de 2023). What caused the US Pandemic-Era Inflation? *NBER Working Paper Series*.

- Brown, A. (1976). UV-analysis. En G. D. Worswick, *The Concept and Measurement of Involuntary Unemployment*. London: George Allen & Unwin Ltd.
- Domash, A., & Summers, L. H. (Febrero de 2022). How Tight are U.S. Labor Markets? *NBER Working Paper*.
- Dow, J. C., & Dicks-Mireaux, L. A. (1958). The Excess Demand For Labour A Study Of Conditions In Great Britain, 1946–56. *Oxford Economic Papers*, 10(1), 1-33.
- Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). (2022). *United States economic outlook: inflation trends post COVID-19*. Santiago.
- Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). (2022). *United States economic outlook: Inflation trends post COVID-19*. Santiago.
- Eggertsson, G. B. (2023). The Inflation Surge of the 2020s: The Role of Monetary Policy. *The Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy*.
- Friedman, M. (Junio de 1977). Nobel Lecture: Inflation and Unemployment. *Journal of Political Economy*, 85(3), pp. 451-472.
- Furnan, J., & Powell, W. (22 de Noviembre de 2021). *What is the best measure of labor market tightness?* Obtenido de Peterson Institute for International Economics (PIIE): <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/what-best-measure-labor-market-tightness>
- Garcimartín, C., Astudillo, J., & Martínez, A. (Febrero de 2021). Inflation and income distribution in Central America, Mexico, Panama, and the Dominican Republic. *Review of Development Economics*, 25(1), 315-339.
- Hammad, S. (15 de Septiembre de 2022). *LATIN AMERICA: THE MECHANISMS OF INFLATION*. Obtenido de BNP Paribas Economic Research: <https://economic-research.bnpparibas.com/Media-Library/en-US/Latin-America-mechanisms-inflation-9/15/2022,c38565>
- Jordà, Ó., Liu, C., Nechio, F., & Rivera-Reyes, F. (2022). *Why is U.S. Inflation higher than in other Countries?* San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Killian, L., & Zhou, X. (2021). The impact of rising oil prices on U.S. inflation and inflation expectations in 2020-23. *Goethe University Frankfurt, Center for Financial Studies (CFS)*.

- Kinlaw, W., Kritzman, M., Metcalfe, M., & Turkington, D. (2023). The Determinants of Inflation. *Journal of Investment Management*, 21(3), 29-41.
- Köse, N., & Ünal, E. (2022). The effects of the oil price and temperature on food inflation in Latin America. *Environment, Development and Sustainability*.
- Pickert, R. (25 de Agosto de 2022). *US Corporate Profits Soar With Margins at Widest Since 1950*. Obtenido de Bloomberg: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-25/us-corporate-profits-soar-taking-margins-to-widest-since-1950>
- Powell, J. (27 de August de 2021). Monetary Policy in the Time of COVID. *Macroeconomic Policy in an Uneven Economy*. Jackson Hole.
- Ramey, V. A., & Zubairy, S. (2018). Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U.S. Historical Data. *ournal of Political Economy*, 850–901.
- Ramos, S. (2015). 8.2 Los costes de la inflación. En S. Ramos, *OCW 2015 UPV/EHU: Introducción a la macroeconomía* (pág. 14). OpenCourseWare.
- Salazar, D. (9 de Agosto de 2023). *What Are the Factors Helping Latin America to Contain Inflation?* Obtenido de Bloomberg Línea: <https://www.bloomberglinea.com/english/what-are-the-factors-helping-latin-america-to-contain-inflation/>
- Shapiro, A. (21 de Junio de 2022). *How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?* Obtenido de Federal Reserve of San Francisco: <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2022/june/how-much-do-supply-and-demand-drive-inflation/>
- U.S. Energy Information Administration. (16 de Agosto de 2023). *U.S. energy facts explained*. Obtenido de U.S. Energy Information Administration Web Site: <https://www.eia.gov/energyexplained/us-energy-facts/>
- Winkelried, D., & Vega, M. (2005). ¿Cambia la inflación cuando los países adoptan metas explícitas de inflación? *Apuntes: Revista de Ciencias Sociales*, 56/57, 139-156.