

*Mitos y realidades
de la política monetaria*

¿Fueron las empresas las
causantes de la **inflación**
pospandemia?



Bibiana Taboada



Mauricio Villamizar

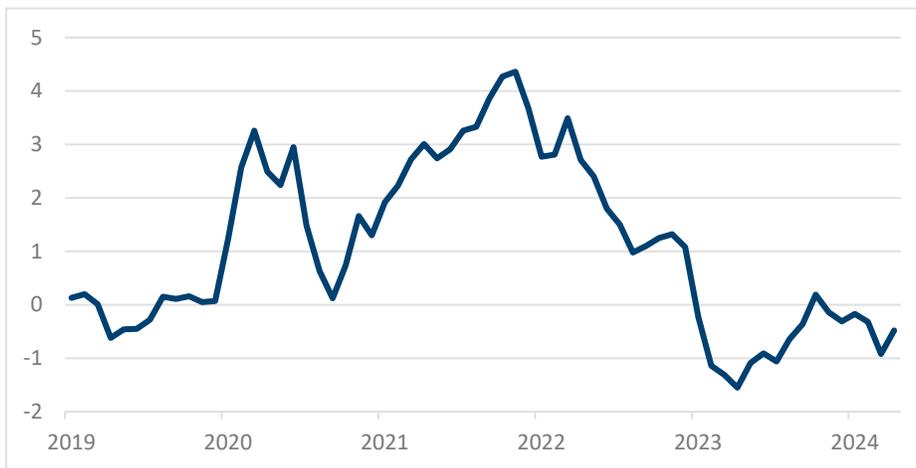
¿Fueron las empresas las causantes de la inflación pospandemia?

Escrito por Bibiana Taboada-Arango y Mauricio Villamizar-Villegas

Las causas del episodio inflacionario pospandemia han sido ampliamente discutidas. No es para menos: este fuerte incremento en el ritmo de crecimiento de los precios alrededor del mundo marcó un cambio de tendencia significativo después de años de estabilidad macroeconómica con inflación controlada y tasas de interés bajas. Una corriente de discusión que ha tomado fuerza recientemente argumenta que este pico inflacionario obedeció en gran medida a un marcado aumento en las utilidades de las empresas que aprovecharon la coyuntura para incrementar sus precios desproporcionadamente. Sin embargo, una mirada completa a la evolución de la economía durante estos años parece más bien indicar que fue la confluencia de diversos factores lo que originó y propagó la inflación. En todo caso, incluso si, en efecto, se hubiera presentado de una inflación de vendedores (como se conoce este fenómeno), la reacción de la política monetaria seguía siendo necesaria para asegurar el anclaje de las expectativas de inflación y evitar la propagación de fricciones sectoriales al resto de la economía.

Para entender las razones de los elevados niveles de inflación que se presentaron después de la pandemia del covid-19 es necesario recordar lo que se vivió a nivel global a raíz de la emergencia sanitaria. Para contener la propagación del virus los países recurrieron a confinamientos obligatorios de la población lo que impidió que, en la mayoría de las industrias, la actividad económica continuara desarrollándose normalmente. Estas trabas afectaron incluso a industrias de primera necesidad que, a pesar de contar con permisos especiales para operar, tuvieron perjuicios significativos por la incapacitación y pérdida de trabajadores a causa de la enfermedad. Como resultado de esta situación las cadenas mundiales de producción, transporte y logística se vieron afectadas dramáticamente. Inicialmente, la disrupción observada no tuvo mayores consecuencias pues el consumo de bienes y servicios era bajo, ya que gran parte de la población se encontraba confinada en sus hogares. Sin embargo, a medida que esto cambió y las restricciones a la movilidad de las personas se comenzaron a flexibilizar, se hizo evidente la magnitud del daño que habían experimentado los procesos y encadenamientos productivos y las implicaciones de esto. Por ejemplo, como se observa en el Gráfico 25.1, los costos globales de transporte y logística subieron sustancialmente durante este periodo y solo hacia 2023 regresaron a niveles comparables a los de prepandemia.

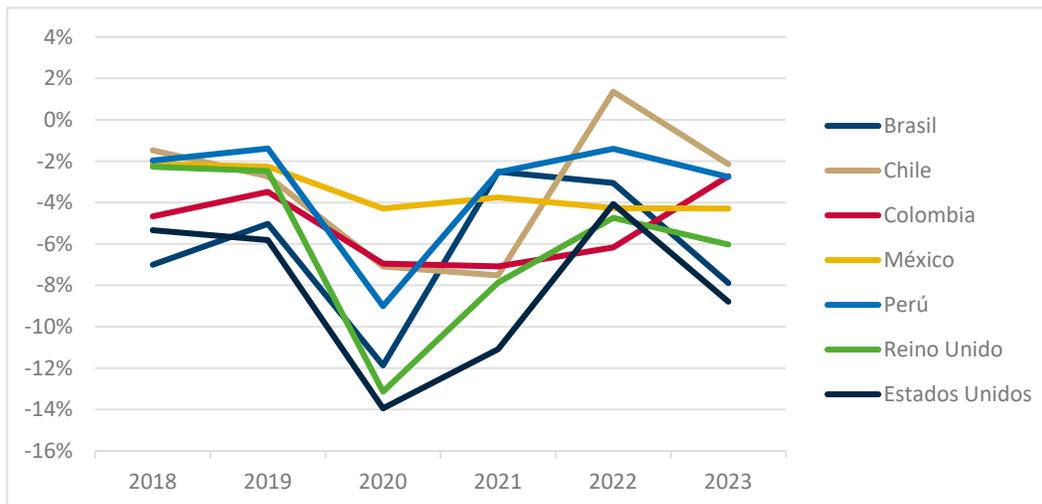
Gráfico 25.1. Índice de presión sobre las cadenas mundiales de suministro (GSCPI)



Nota: El índice GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index) integra una serie de métricas de uso común con el objetivo de ofrecer un resumen exhaustivo de las posibles perturbaciones en las cadenas de suministro, abarcando desde el costo de transporte (aéreo y marítimo) hasta factores internos en los principales países manufactureros. Fuente: Bloomberg.

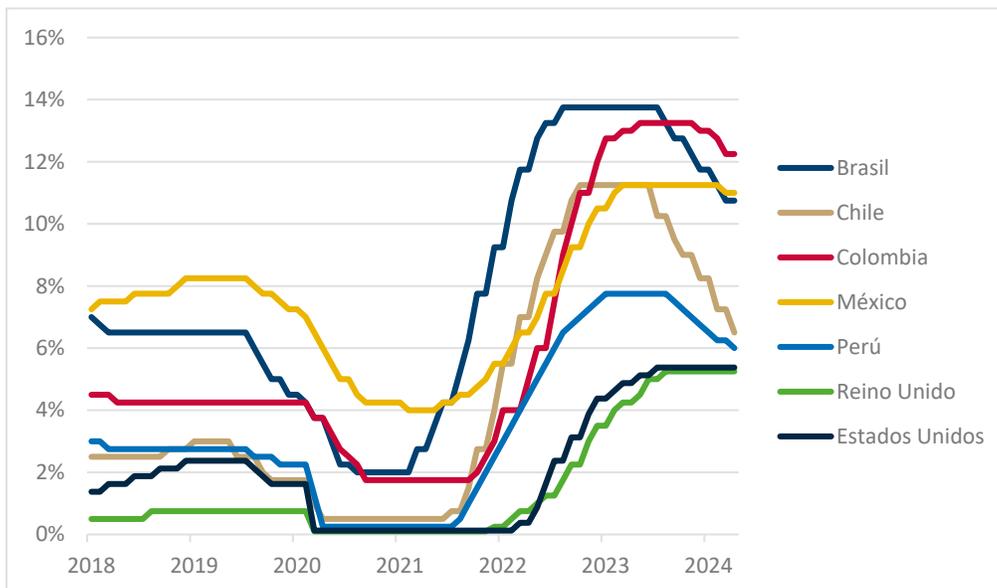
Además de este contundente choque de oferta, la recuperación de las economías en el periodo pospandemia estuvo acompañada de un significativo estímulo monetario y fiscal. La reacción de los gobiernos a lo largo de estos años fue la de incrementar considerablemente su déficit fiscal, tanto para atender las necesidades de salud pública como para asistir a la población ante la contracción de la actividad económica que, en muchos casos, implicó grandes pérdidas de empleo. Por su parte, los bancos centrales implementaron una política monetaria expansiva a través de reducciones notables de la tasa de interés y de expansiones de sus hojas de balance para apoyar la reactivación económica. Como se observa en los Gráficos 25.2 y 25.3 el balance fiscal de los gobiernos se deterioró fuertemente en el año 2020 y las tasas de interés de política monetaria cayeron a mínimos históricos en muchos de los países.

Gráfico 25.2. Balance fiscal (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial.

Gráfico 25.3. Caída en las tasas de interés



Fuente: BIS.

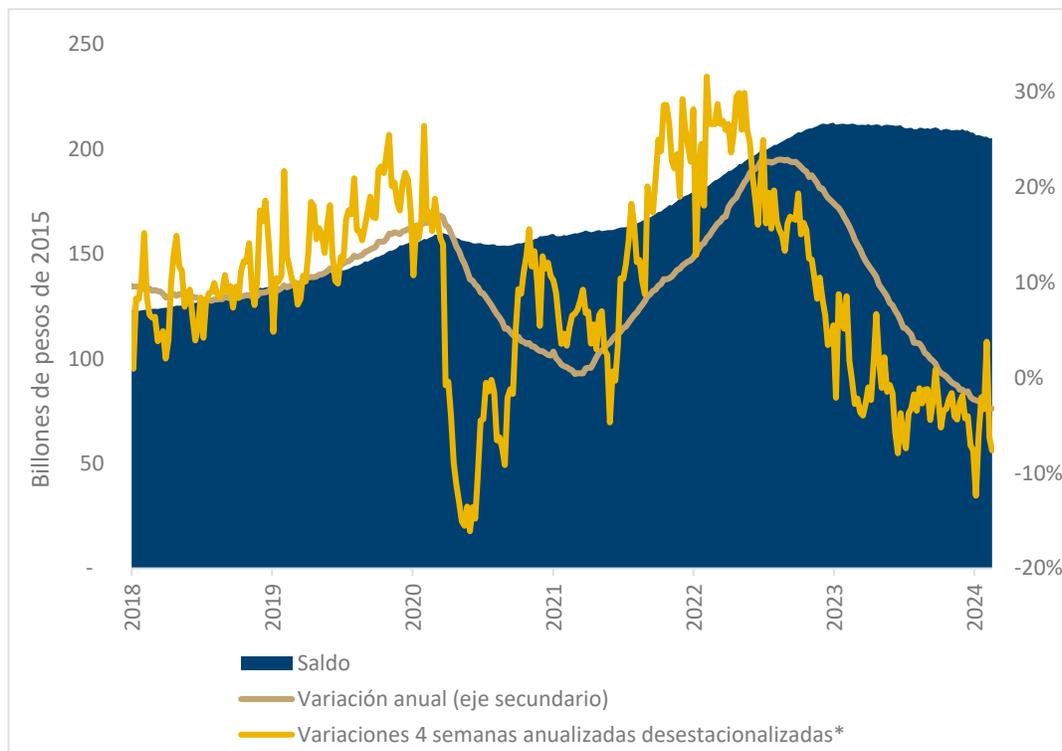
Sin duda, parte de este cuantioso estímulo fue necesario para asegurar que muchos hogares pudieran sobrevivir durante el periodo de pandemia. Sin embargo, también hizo posible que muchos otros acumularan ahorros importantes durante los meses de confinamiento. Esto, sumado a algunos cambios en las preferencias y comportamientos de las personas una vez volvieron a una relativa normalidad, resultó en un fuerte impulso a la demanda de bienes y servicios de diferente tipo. Esto fue especialmente notable en Colombia donde el consumo privado se convirtió en el principal propulsor del crecimiento de la demanda interna. Como se observa en los siguientes gráficos el ahorro de los hogares pasó de máximos a mínimos históricos en poco tiempo (Gráfico 25.4). Esto ocurrió de la mano de un incremento acelerado de la cartera de consumo (Gráfico 25.5), y llevó a niveles de consumo privado que excedieron ampliamente aquellos que se hubieran observado de haberse mantenido la tendencia de crecimiento prepandemia (Gráfico 25.6). También contribuyó la recuperación del empleo en un contexto de un mercado laboral apretado (Gráfico 25.7) y salarios nominales crecientes (Gráfico 25.8).

Gráfico 25.4. Ahorro bruto de los hogares



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25.5. Cartera de consumo ajustada

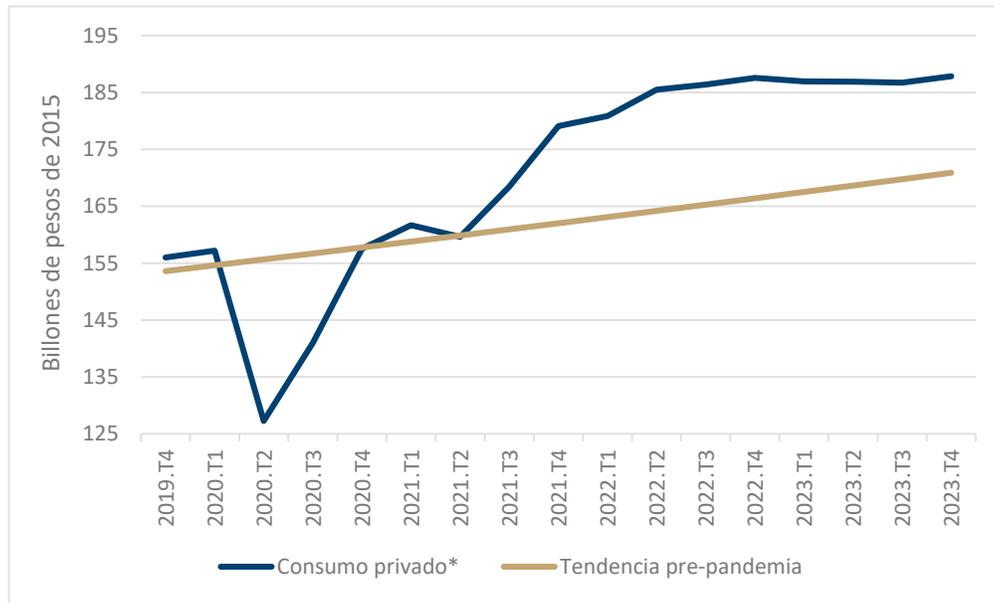


Nota: Serie ajustada por titularización de cartera.

* La variación anualizada 4 semanas se calcula sobre la serie desestacionalizada del saldo.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (formato 281); cálculos Banco de la República.

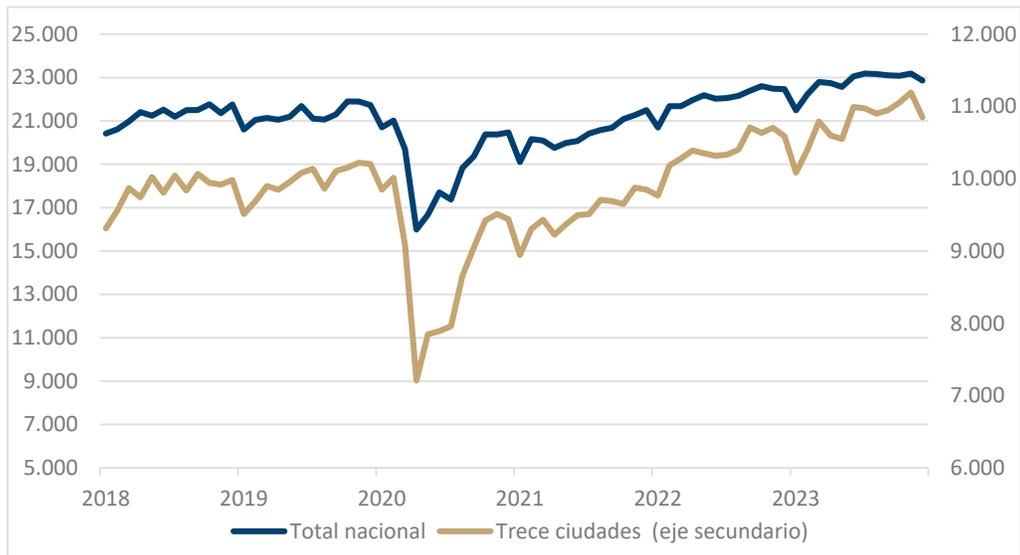
Gráfico 25.6. Niveles de consumo privado vs tendencia pre-pandemia



* Serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario.

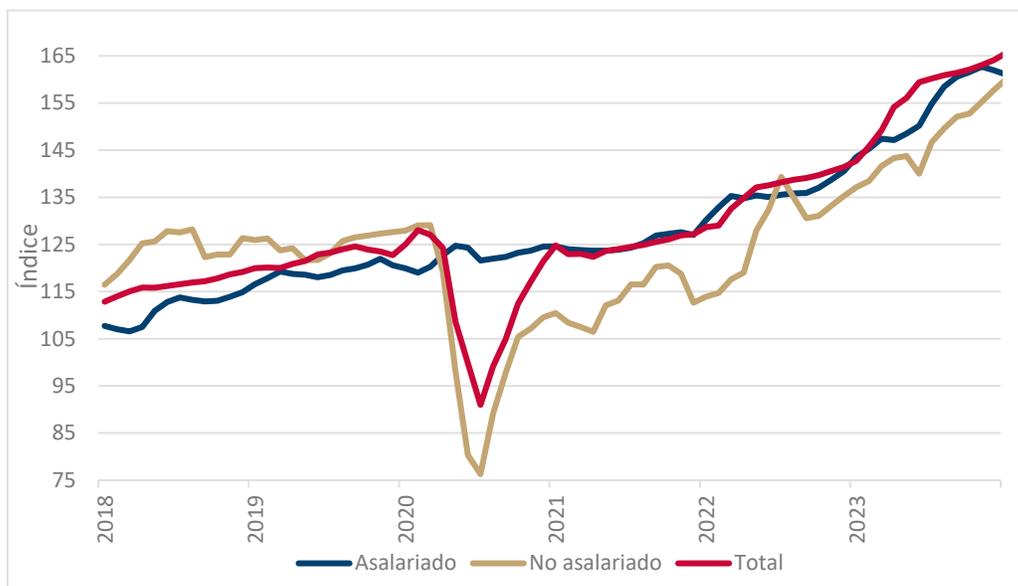
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25.7. Población ocupada por dominios geográficos



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico 25.8. Salarios nominales



Nota: datos en trimestre móvil. Datos desestacionalizados.

Índice base 100 = mar.-16

Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Bajo estas circunstancias, la inflación creció rápidamente ante la confluencia de dichos factores de oferta, demanda y política pública. Sin embargo, algunos economistas han sugerido que la razón principal por la cual el choque de oferta inicial se propagó a toda la economía fue el comportamiento de las firmas. Según este razonamiento, las firmas aumentaron los precios de manera generalizada y en mayor proporción a sus costos, aprovechando la coyuntura inflacionaria y su poder de mercado para incrementar sus márgenes de ganancia (Weber y Wasner, 2023). De acuerdo con las estimaciones de algunos autores, como resultado de esta situación, una descomposición contable del deflactor del PIB (una medida del crecimiento de los precios en la economía), entre utilidades de las empresas e ingresos de los trabajadores, evidencia que las primeras tuvieron una mayor contribución al incremento observado de los precios¹.

Este enfoque ha tenido diversas críticas, comenzando por la necesidad de reconocer que una descomposición contable no implica una relación de causalidad. Es decir, el hecho de que el deflactor del PIB se pueda descomponer en algunos componentes a partir de una identidad macroeconómica, no quiere decir que el cambio en uno de sus componentes sea el que origina la variación en el total. Por el contrario, puede haber muchas razones que impacten a la vez y en la misma dirección las utilidades de las empresas y los precios de la economía². Bajo esta narrativa

¹ Para Estados Unidos: Weber y Wasner (2023); para zona del euro: BIS (2023), Arce, Hahn y Koester. (2023) y Comisión Europea (2023); para países de la OCDE: OECD (2023); y para Colombia: Salazar Duque *et al.* (2024) y ANIF (2024a).

² Por ejemplo, críticos de esta metodología argumentan que al utilizar información de cuentas nacionales para esta estimación los choques de costos en los insumos (y otros factores) pueden llevar a incrementos en la participación

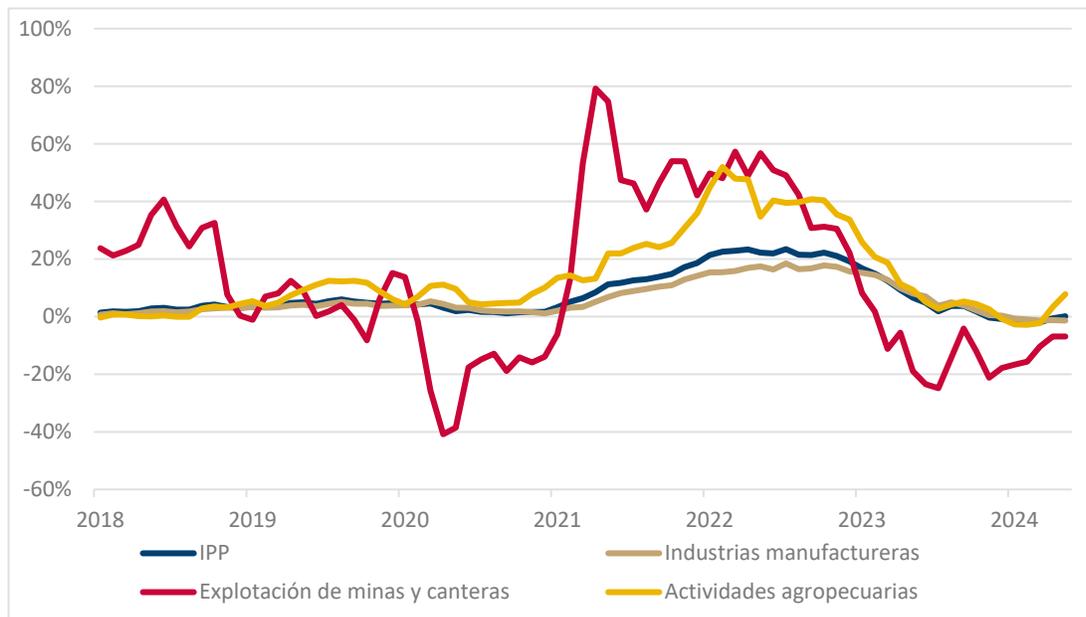
de la inflación de vendedores, también es difícil de entender que las empresas con poder de mercado solo aumentaran los precios en ciertos momentos. Como veremos más adelante, los incrementos en precios se dan justamente en momentos del ciclo económico en donde hay excesos de demanda por lo que parecería incorrecto atribuir el incremento en precios y en el margen de ganancias al poder de mercado.

Más allá de replicar las estimaciones de la descomposición del PIB mencionada o de entrar en tecnicismos sobre su pertinencia para Colombia, presentamos algunos gráficos y análisis que permiten tener una idea sobre la evolución de los márgenes de ganancias de las empresas en el país durante el periodo analizado. De manera simple, estos corresponden a la diferencia entre los costos de producción y los precios de venta, lo que se puede aproximar a través de la diferencia entre el índice de precios al productor (IPP) y el índice de precios al consumidor (IPC). Si bien esta aproximación tiene limitaciones en la medida en que las canastas no son del todo comparables (el IPC incluye los bienes y servicios que consumen los hogares y el IPP incluye los bienes que consumen las firmas), es indicativa de la manera en que evolucionaron costos y precios durante el periodo analizado.

Como se observa en el Gráfico 25.9, el IPP se incrementó considerablemente después de la pandemia y en el agregado llegó a niveles superiores al 20 % en 2022. Los sectores de minería y agrícola tuvieron incrementos aún mayores con crecimientos del 60 % y 50 % en dicho año. El Gráfico 25.10, por su parte, compara la evolución del IPP con el IPC en niveles, y evidencia que el crecimiento de este último fue inferior al crecimiento del primero. Tanto así que, incluso después de una corrección en 2023, el IPP sigue siendo 6 % mayor que el IPC en 2024, a pesar de que antes de la pandemia los dos índices estaban en niveles prácticamente iguales. Según estos datos, las empresas no habrían trasladado completamente el incremento en costos que enfrentaron a los consumidores. Aunque es una aproximación inicial e imprecisa, parecería que los márgenes de ganancia de las empresas se habrían contraído, no aumentado, durante este periodo.

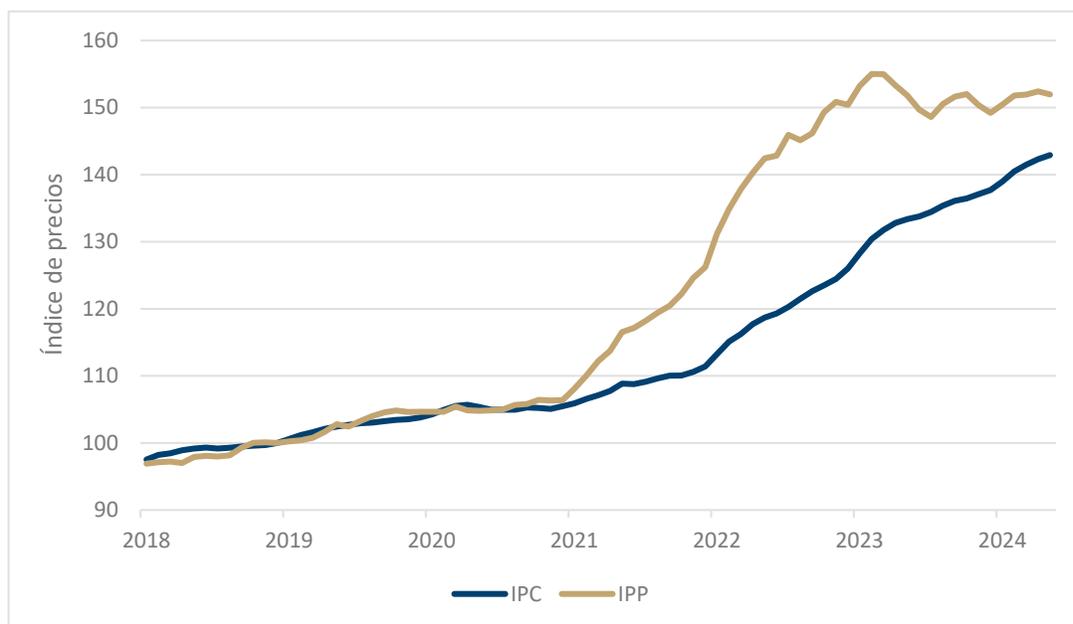
de las utilidades en el PIB sin que esto necesariamente implique un incremento en los márgenes de ganancia (ANIF, 2024b; Haskel, 2023).

Gráfico 25.9. IPP de oferta interna



Fuente: DANE.

Gráfico 25.10. IPP vs IPC



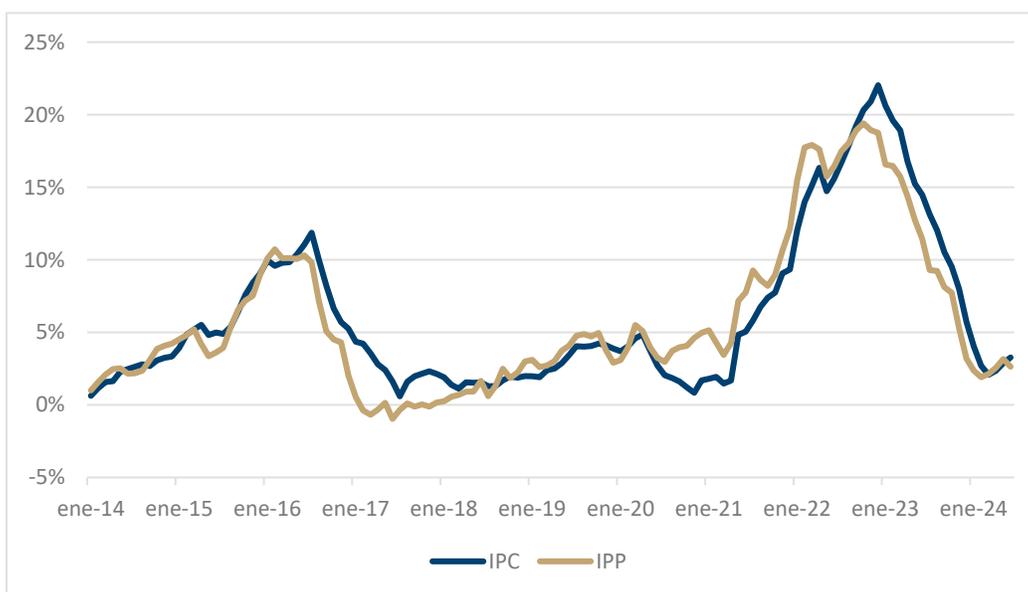
* Año base 2018 para ambos índices.

Fuente: DANE.

Para controlar de alguna manera por la diferencia ya mencionada en la composición de las canastas del IPP y el IPC, los gráficos siguientes muestran las variaciones anuales en los precios de algunas subcanastas homogeneizadas. Es decir, se construyen canastas con los rubros comunes a los dos índices y se compara su evolución en los últimos años. El Gráfico 25.11 se refiere a la

canasta más amplia de bienes que hacen parte de los dos índices, excluyendo combustibles. Queda clara, en primer lugar, la alta correlación que tienen la inflación del productor y del consumidor. Si bien las líneas se separan en algunos periodos, tienden a converger nuevamente y su tendencia es muy similar a lo largo del tiempo. Se evidencia que al inicio de la pandemia la inflación al productor se mantuvo relativamente constante, mientras que la inflación al consumidor cayó. Posteriormente ambos índices crecieron de manera muy marcada pero, hasta agosto de 2022, la inflación al productor fue mayor que la inflación al consumidor. A partir de esa fecha ocurrió lo contrario: la inflación al consumidor se incrementó más que la del productor, hasta llegar a su pico del 22 % en diciembre de 2022, y después cayó, aunque más lentamente que la del productor. En 2024, los índices ya estaban creciendo en magnitudes similares. Esta evolución podría indicar que, durante una primera etapa de la pandemia, las empresas no trasladaron el incremento en costos a los consumidores a costa de sus márgenes de ganancias, pero que lo contrario ocurrió en una segunda etapa de la pospandemia cuando las empresas trasladaron los costos completamente para recuperar los márgenes perdidos.

Gráfico 25.11. Canastas homogeneizadas IPC e IPP



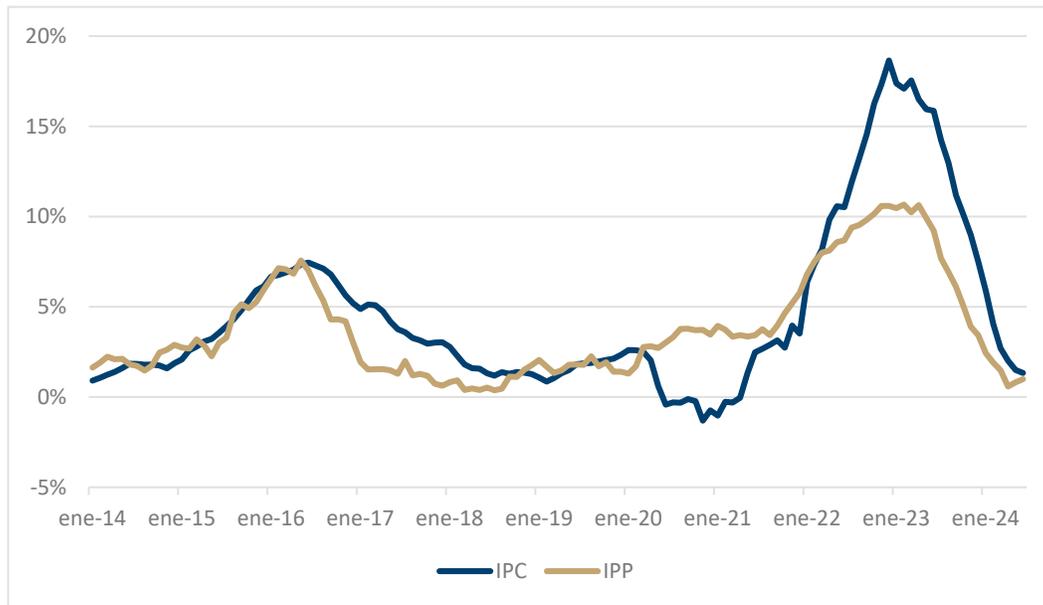
Nota: Los gráficos corresponden a la comparación de canastas iguales, es decir, tienen la misma cantidad de rubros y las dos cestas son calculadas con las ponderaciones del IPC.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Ahora bien, una revisión de subcanastas específicas siguiendo esta metodología, muestra divergencias un poco más amplias. En el caso de bienes, como se observa en el Gráfico 25.12, se destaca que el incremento en el IPC superó considerablemente el incremento en el IPP desde marzo de 2022. En contraste, en el caso de alimentos, como se ilustra en el Gráfico 25.13, el incremento del IPP fue mayor que el del IPC entre octubre de 2020 y febrero de 2023, fecha a partir de la cual crecieron a ritmos similares. En los primeros meses de 2024 se observa una nueva divergencia posiblemente por efectos rezagados del fenómeno de El Niño, como ya se mostró en el capítulo 18. De cierta manera, estos datos parecerían indicar que, en el caso de los bienes, las firmas inicialmente perdieron margen de ganancia, pero pudieron (más que)

recuperarlo después. En cambio, en alimentos los productores parecerían no haber podido recuperar el margen que perdieron durante 2021 y 2022.

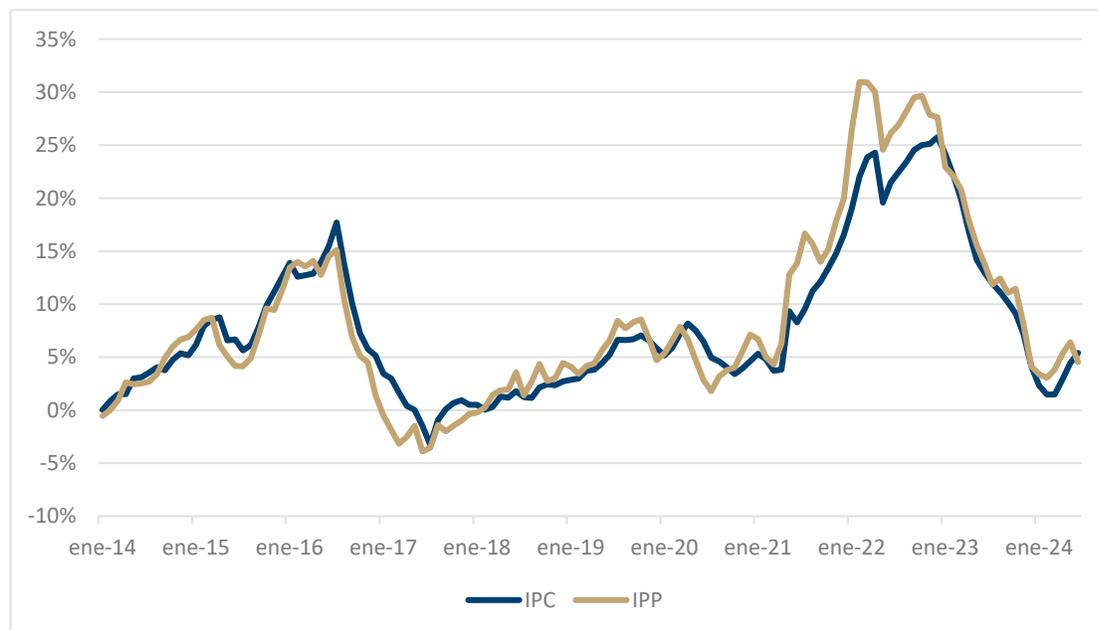
Gráfico 25.12. Canastas homogeneizadas de bienes



Nota: los gráficos corresponden a la comparación de canastas iguales, es decir, tienen la misma cantidad de rubros y las dos cestas son calculadas con las ponderaciones del IPC.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25.13. Canastas homogeneizadas de alimentos

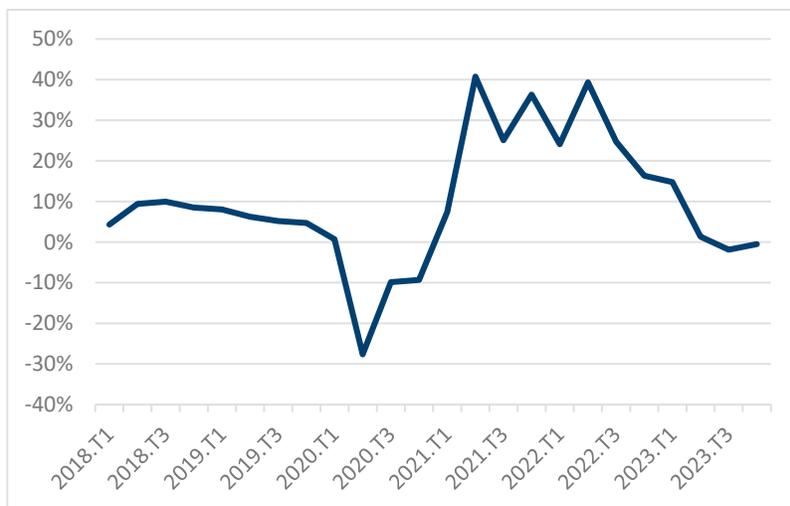


Nota: los gráficos corresponden a la comparación de canastas iguales, es decir, tienen la misma cantidad de rubros y las dos cestas son calculadas con las ponderaciones del IPC.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Otra variable que vale la pena mirar para entender el comportamiento de las utilidades de las empresas es el excedente bruto de explotación que se puede asimilar con las utilidades de las firmas formalmente constituidas (ANIF, 2024a). Como se observa en el Gráfico 25.14, este indicador inicialmente cayó en el 2020 para después recuperarse durante el 2021 y 2022 y finalmente ubicarse de nuevo en terreno negativo en 2023. En términos generales, esta evolución es consistente con la comparación de los cambios en el IPP y el IPC de la canasta homogeneizada más amplia que muestra mayor crecimiento de precios al productor en un primer momento, seguido de mayor crecimiento de los precios al consumidor y finaliza con crecimientos similares de ambos índices.

Gráfico 25.14. Excedente bruto de explotación



Fuente: DANE.

El análisis anterior evidencia los posibles cambios en las utilidades de las empresas en los últimos años. Si bien ha habido periodos de crecimiento de los márgenes de ganancia, estos han sido precedidos y sucedidos por periodos de decrecimiento. En este sentido, vale preguntarse si dichos cambios obedecen a variaciones en el poder de mercado de las firmas que las llevan a ajustar sus márgenes continuamente o si, más bien, reflejan los mismos ciclos económicos que llevan a periodos de expansión y contracción de la economía. Aunque el análisis aquí presentado es solo descriptivo y no permite llegar a conclusiones causales al respecto (pues además esto requeriría referirse a temas de competencia en la economía colombiana que exceden el alcance de este capítulo³), se puede afirmar que el movimiento observado en los márgenes de ganancia parece estar altamente relacionado con las fluctuaciones que ha experimentado la economía en los últimos años y su consecuente impacto en precios. Ante cambios cíclicos en la demanda y una oferta relativamente rígida, es normal que los precios y las utilidades cambien; de hecho, son estos mismos cambios los que en buena medida incentivan la entrada y salida de firmas y mantienen el mercado en competencia.

³ Por ejemplo, se requeriría un análisis sectorial para determinar si en ciertas áreas de la economía la salida de firmas a raíz de la pandemia incrementó el poder de mercado para algunos actores.

En todo caso, no sobra aclarar que siempre será bienvenida una mayor competencia, lo que lleva a menores precios para los consumidores a lo largo del tiempo. Velar por que los mercados funcionen adecuadamente en condiciones de libre competencia, así como asegurar que no haya firmas o grupos de firmas que abusen de sus posiciones dominantes, son labores importantes de otros órganos del poder público. La autoridad monetaria, por su parte, debe seguir actuando ante presiones inflacionarias de diferente naturaleza para asegurar el cumplimiento de sus objetivos de estabilidad de precios y crecimiento sostenible. Aun cuando la inflación se origine en choques de oferta (pero que se pueden fácilmente propagar a toda la economía, como lo vimos en el capítulo 1) o inclusive si estuviera asociada con una posición dominante de las firmas en el mercado (aunque no parece ser el caso, como lo acabamos de explicar), la reacción de la política monetaria debe ser contundente para asegurar que las expectativas de inflación se mantienen ancladas a su meta. No debe caber duda de que, ante un escenario de incremento en precios, incluso si obedeciera a una inflación de vendedores, los bancos centrales deben ajustar su instancia de política monetaria para evitar que fricciones sectoriales se propaguen al resto de la economía.

Una vez más, y como lo hemos argumentado a lo largo de este libro, el compromiso de los bancos centrales con sus objetivos de estabilidad de precios y crecimiento sostenible, así como su actuar consistente con este propósito, resultan clave para que los agentes mantengan sus expectativas de inflación ancladas, aun ante choques de diferente naturaleza. Esto contribuye a la efectividad de la política monetaria, reduce la posibilidad de que emerjan o persistan efectos de segunda ronda y atenúa los costos de ajuste de los ciclos económicos. Cuando la autoridad monetaria goza de credibilidad y los agentes perciben con certeza que esta actuará de acuerdo con su mandato, entonces la política monetaria funciona prácticamente como una profecía autocumplida en la que la amenaza de acción por parte del banco central es suficiente para que los agentes ajusten su comportamiento en línea con los objetivos del mismo.

Referencias

ANIF (2024a). “Inflación y utilidades empresariales”, *Informe semanal*, núm. 1591, enero.

ANIF (2024b). “IPP: Persiste la desaceleración”, *Comentario económico*, marzo.

Arce, Ó.; Hahn, E.; Koester, G. (2023). “How tit-for-tat inflation can make everyone poorer”, *The ECB Blog*, marzo.

Bank for International Settlements [BIS]. (2023). *Annual Economic Report*, junio.

Comisión Europea. (2023). *European Economic Forecast, spring 2023*. Luxemburgo: Publications Office of the European Union.

Haskel, J. (2023). “What’s driving inflation: wages, profits, or energy prices? -Speech at the Peterson Institute for International Economics”, Peterson Institute for International Economics, mayo.

Salazar Duque, J. G.; Osorio Quintero, C. F.; Santaella Carrillo, J. C.; Rivera Cañón, V.; Rivera Vaca, S.; Castañeda, F. A.; Herrera Sarmiento, J. F.; Sánchez Martínez, S. A. (2024). “Sellers’ inflation en Colombia”, *Notas macroeconómicas*, núm. 002, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Organisation for Economic Cooperation and Development [OECD] (2023). *OECD Economic Outlook*, París: OECD Publishing.

Weber, I. M.; Wasner, E. (2023). “Sellers’ Inflation, Profits and Conflict: Why can Large Firms Hike Prices in an Emergency?”, *Economics Department Working Paper Series*, University of Massachusetts Amherst.