



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

---

## Helicóptero fiscal de origen estadounidense en los cielos de Centroamérica y República Dominicana\*

Luis Ortiz Cevallos<sup>†</sup>

[lortiz@secmca.org](mailto:lortiz@secmca.org)

### Introducción

El episodio inflacionario posterior a la crisis por la pandemia que ha afectado a los países de Centroamérica y República Dominicana (CARD) ha sido atribuido a factores exógenos o importados. Sin embargo, al profundizar sobre su causa se suele señalar diferentes factores tales como, el precio de los commodities, la disrupciones en la cadena de suministros, el shock de oferta debido al conflicto entre Rusia y Ucrania, entre otros. No obstante, de todos estos factores el único relevante, por ser la raíz de este episodio inflacionario, es la política fiscal expansiva emprendida por los Estados Unidos de América (EUA).

---

\*Se agradece a Juan Izaguirre, Jorge Madrigal y Odalis Marte, de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, por el apoyo en compartir los datos sobre las exportaciones e importaciones de bienes según destino y los comentarios a una versión preliminar. Las ideas y opiniones en la presente nota no corresponden a las del Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) o sus miembros. Los errores u omisiones son responsabilidad exclusiva de su autor.

<sup>†</sup>Economista en la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano.



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

---

En esta nota expongo la hipótesis del por qué la política fiscal expansiva de los EUA es la causa de la inflación observada post-pandemia, aclarando el canal de transmisión a través del cual se da el incremento del nivel de precios y como ese canal traspasa la frontera de los EUA afectando el nivel de precios de los países de la región de CARD, exponiendo en esos países las limitaciones de sus propias políticas monetarias en cuanto al control de la inflación.

Para brindar esa explicación, acudo a la parábola del helicóptero lanzando dinero expuesta en Friedman (1969), con la cual señala que la inflación se produce al haber mayor cantidad de dinero para la adquisición de una misma cantidad de bienes. Sin embargo, como se indica en Cochrane (2005), esa parábola podría modificarse sustituyendo dinero por bonos del Tesoro, en la medida en que ambos activos tienen la misma fuente de valor.

Con base a lo anterior, muestro los fuertes estímulos fiscales emprendido en los EUA durante el período de la crisis por Covid-19 y como éstos son significativamente mayores a los brindados por los países de la región CARD, evidenciado así como el proceso inflacionario tiene una raíz fiscal originándose en los EUA. Luego presento los cambios en tendencia que, gracias a los estímulos fiscales ejecutados en los EUA, experimentan la proporción de las remesas y las exportaciones e importaciones de bienes con respecto al Producto Interno Bruto (PIB) en cada uno de los países de la región, corroborando de esta manera que estos países se encuentran altamente integrados con los EUA y entre sí, hecho el cual limita la capacidad de la política monetaria de estos países ante un shock de política de los EUA.

Finalmente, en esta nota ofrezco una interpretación alternativa al proceso de desinflación particularmente observado en Costa Rica. Y es que en contra de la opinión convencional de atribuir esta desinflación al fuerte incremento de tasas de parte de la autoridad monetaria, yo explico que este proceso tiene como base su política fiscal.



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

---

## El origen del episodio inflacionario post-pandemia en los EUA

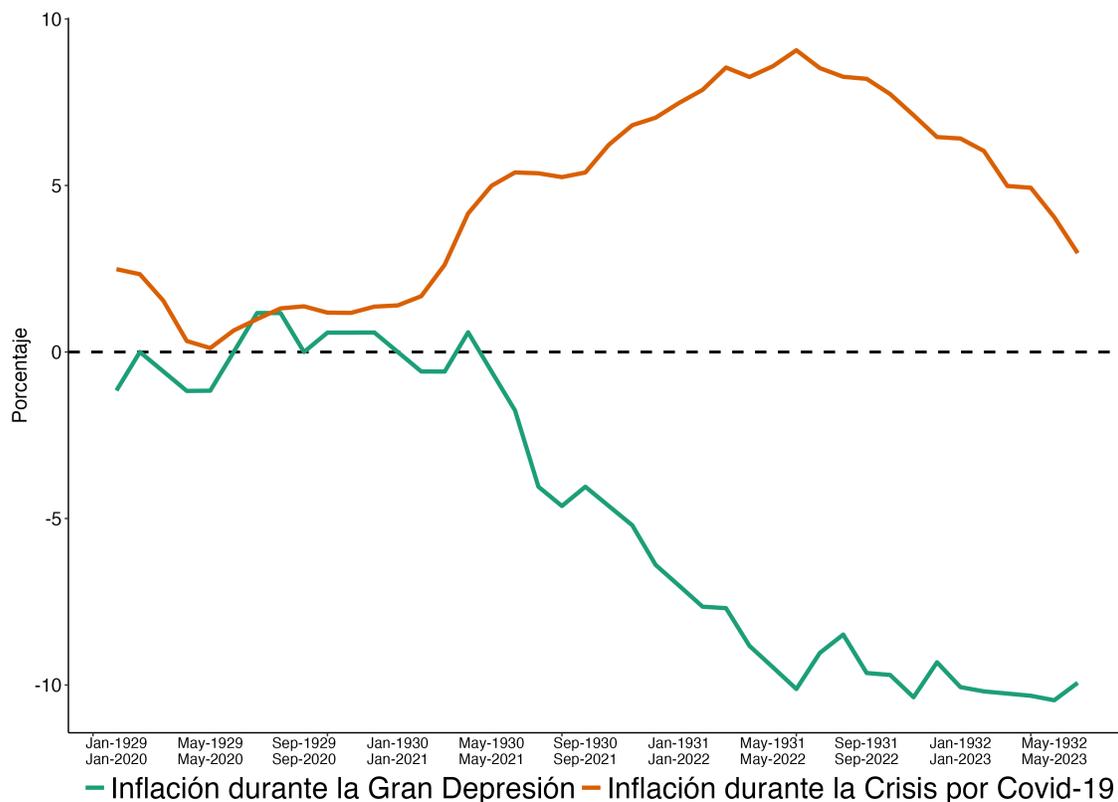
Un importante hecho que distingue a la Gran Depresión (1929-1933) con respecto a la pasada crisis detonada por la pandemia de Covid-19 (2020-2022), ha sido que en los EUA en esta última no desencadena un período deflacionario.

El haber soslayado un período deflacionario durante la crisis por la pandemia de Covid-19 de acuerdo con Clavijo y Vera (2023) es debido al aprendizaje de los hacedores de políticas quienes, a diferencia de lo ocurrido durante la Gran Depresión, emprendieron de manera simultánea y oportuna estímulos fiscales y la provisión de la liquidez necesaria para evitar la caída de los precios, previniendo de esta forma una significativa y persistente contracción económica.

De esta manera y tal como lo muestro en la Figura 1, durante la crisis por Covid-19 en los EUA el nivel general de precios en mayo 2020 es prácticamente el mismo que el de un año atrás. En los meses siguientes la inflación aparece, el nivel general de precios comienza a crecer a un ritmo sucesivamente mayor, hasta alcanzar en junio 2022 un ritmo de crecimiento anual del 9.0%. En contraste durante la Gran Depresión, el período deflacionario inicia en mayo 1930 prolongándose hasta octubre 1933.

La deflación o inflación junto con la severidad y persistencia en la ralentización o aceleración de la economía, es consecuencia de las políticas fiscales y monetarias adoptadas ante un evento crítico. En los EUA durante la Gran Depresión estas políticas se caracterizaron por la inacción (ver Ahamed (2009)), en cambio durante la crisis por la pandemia, estas políticas sobrereaccionaron, produciendo un período inflacionario.

Figura 1: Inflación en los Estados Unidos de América durante la Gran Depresión y la Crisis por Covid-19.

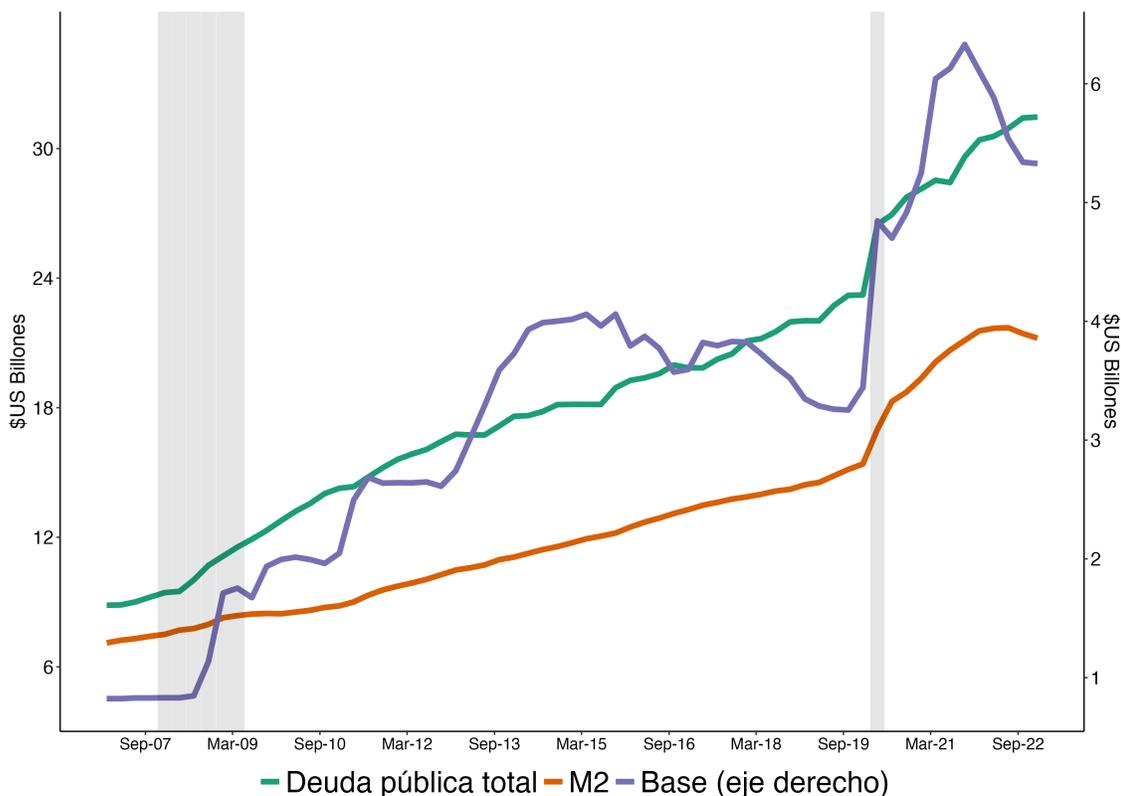


Fuente: Elaboración propia con base en U.S. Bureau of Labor Statistics (2023a)

En efecto, como lo explica Cochrane (2023), a partir del segundo trimestre 2020 hasta mediados 2021, el Tesoro y la Reserva Federal de los EUA (FED) actuaron de manera conjunta al crear, aproximadamente, US\$3 billones en dinero, los cuales se transfieren de manera directa a los hogares. A su vez, el Tesoro de los EUA se endeuda en US\$2 billones adicionales, transfiriendo así más recursos a los hogares.

Resultado de estas medidas, como lo ilustro en la Figura 2, al finalizar 2022 la deuda pública de los EUA se incrementa cerca de un 35% desde su valor observado previo al inicio de la pandemia por Covid-19. Así también, durante el mismo íterin, el agregado monetario M2 se incrementa en más de un 40%.

Figura 2: Evolución en los Estados Unidos de América de su deuda pública, su agregado monetario M2 y de su base monetaria (reservas y dinero legal en circulación).



Fuente: Elaboración propia con base en U.S. Department of the Treasury. Fiscal Service (2023), Board of Governors of the Federal Reserve System (US) (2023a) y Board of Governors of the Federal Reserve System (US) (2023b)

La transmisión de estos estímulos monetarios y, sobretudo, fiscales hacia el nivel de precios ocurre a través del efecto riqueza. Este efecto consiste en que los hogares, tanto aquellos tenedores de bonos como los receptores de transferencias, al no esperar un aumento en los impuestos futuros, saben que ese activo, ya sea bono o dinero, ha perdido valor empujando al alza el nivel de precios y salarios por estar denominados a esa unidad de cuenta.

Este efecto riqueza emerge debido al contexto institucional en el que la expansión de la deuda sucede, siendo ello importante para la formación de las expectativas sobre su



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

---

reembolso. La emisión de nueva deuda adquirida directamente por la FED y no a través de un mercado organizado, en el que acuden compradores representados por corredores de bolsa y se determina el precio en subastas competitivas, transmite una señal de que esta deuda no cuenta con un plan que ofrezca claridad y certidumbre sobre las medidas necesarias para su pago futuro.

De acuerdo a Cochrane (2005), lo anterior es en sí una reforma monetaria, análoga a la situación de una empresa que al saber que sus utilidades futuras no experimentarían cambios decida aumentar el número de acciones, reduciendo con ello el valor nominal de cada acción en circulación<sup>1</sup>.

Esta reforma monetaria implica que los bonos (un título emitido por el gobierno que representa el derecho a percibir un flujo de dinero futuro) y el dinero son activos equivalentes, dado que el respaldo de ambos son los recursos que el gobierno puede obtener en el presente y, especialmente, en el futuro. Por lo tanto, la figura del helicóptero lanzando dinero como demiurgo de la inflación debe sustituirse por una más realista, la de un helicóptero tirando bonos del Tesoro. Y es que la FED ha creado dinero a partir de la compra de bonos del Tesoro de los EUA, razón por la cual el helicóptero tiene una motivación fiscal.

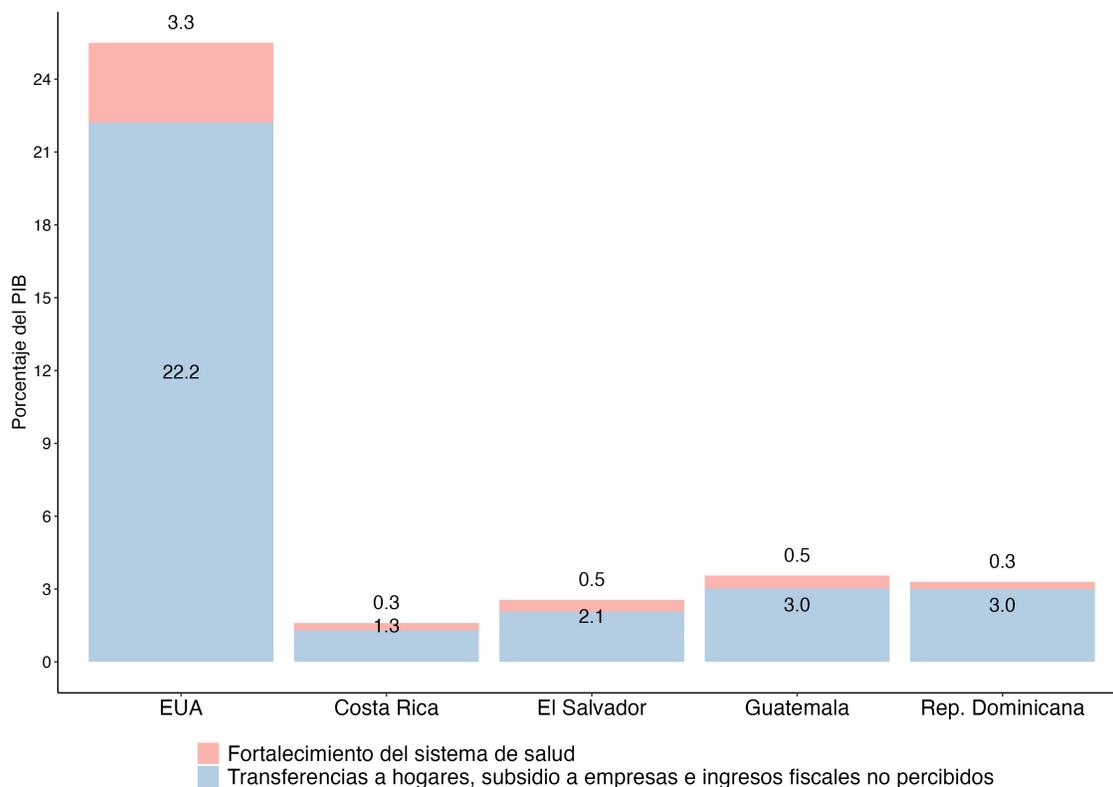
## **La transmisión de la inflación desde los EUA a CARD**

La magnitud de los estímulos fiscales implementados en los EUA durante la crisis por la pandemia, son significativamente elevados al compararse con los mismos ejecutados en cada uno de los países de CARD. Estas medidas extraordinarias comprenden una serie de gastos que abarcan el fortalecimiento de los sistemas sanitarios, la dotación de recursos a hogares y empresas ya sea como transferencias directas o subsidios e ingresos fiscales no percibidos (ver Fondo Monetario Internacional (2020)).

---

<sup>1</sup>Operación conocida por el término en inglés: “stock split”

Figura 3: Medidas fiscales extraordinarias durante la crisis por la pandemia (inicio 2020 - finales 2021).



Fuente: Elaboración propia con base en Fondo Monetario Internacional (2021)

En la Figura 3 indico el nivel de estas medidas extraordinarias para cada uno de los países de CARD con información disponible, junto a ellos también muestro el nivel correspondiente a los EUA. Estos niveles los expreso en proporción al PIB de cada país, con el objeto de hacer un comparativo de sus magnitudes. Los estímulos fiscales destinados a subsidios hacia las empresas, ingresos fiscales no percibidos y, principalmente, a transferencias corrientes hacia los hogares, desde el comienzo 2020 hasta finales 2021, el período en el que dura la crisis por la pandemia, representan en los EUA el 22.0% de su PIB, magnitud que es 22 veces más de lo que representa en Costa Rica, 11 veces más con respecto a El Salvador y 7 veces más con relación a Guatemala y República Dominicana.



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

---

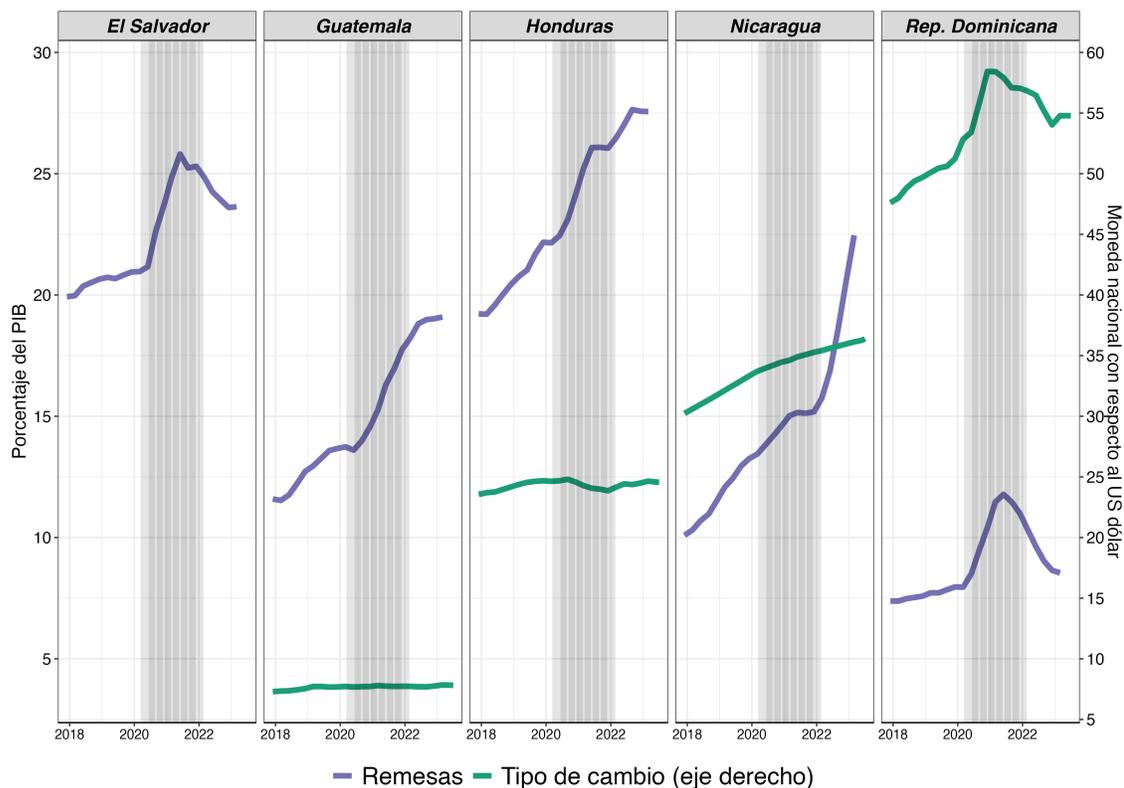
La significativa diferencia entre la magnitud de las medidas fiscales ejecutadas en los EUA con respecto a Costa Rica, El Salvador, Guatemala y República Dominicana, obedece a los limitados espacios fiscales que aplican para estos países, razón por lo cual es de esperar observar diferencias similares para los casos de Honduras y Nicaragua. Además, esa disparidad explica que en los países de CARD no se haya producido un efecto riqueza como en los EUA, efecto del que subyace el período inflacionario post-pandemia. Esto es, en término figurativo, no existe justificación para pensar en un helicóptero fiscal originado por los países de CARD.

Por lo anterior, el efecto riqueza originado en los EUA afecta el nivel de precios de los países de CARD por medio de dos canales. El primer canal, surge a partir de las transferencias corrientes que reciben los hogares en los EUA y por el alza de los salarios en ese país, hechos que se traducen en un incremento en el flujo de las remesas recibidas en todo los países de la región, con la excepción de Costa Rica.

Las remesas recibidas en estos países provienen en más de un 90% desde los EUA, razón por la cual, como muestro en la Figura 4, la importancia de éstas medida en proporción al PIB durante el período de expansión fiscal en EUA se incrementan y, salvo en Nicaragua, en el resto de los países su tendencia se vuelve en esa etapa aún más pronunciada.

El canal de las remesas afecta el nivel de precios ya que estas economías cuentan con mayor cantidad de dólares para la adquisición de una misma cantidad de bienes y, a la vez, debido al comportamiento de sus tipos de cambio, los cuales se han mantenido relativamente estables o por encima al nivel mostrado previo a la pandemia, existe también mayor cantidad de moneda nacional para la adquisición de una misma cantidad de bienes, incrementando así el nivel de precios independientemente de su unidad de cuenta.

Figura 4: Flujo de remesas y tipo de cambio por país.

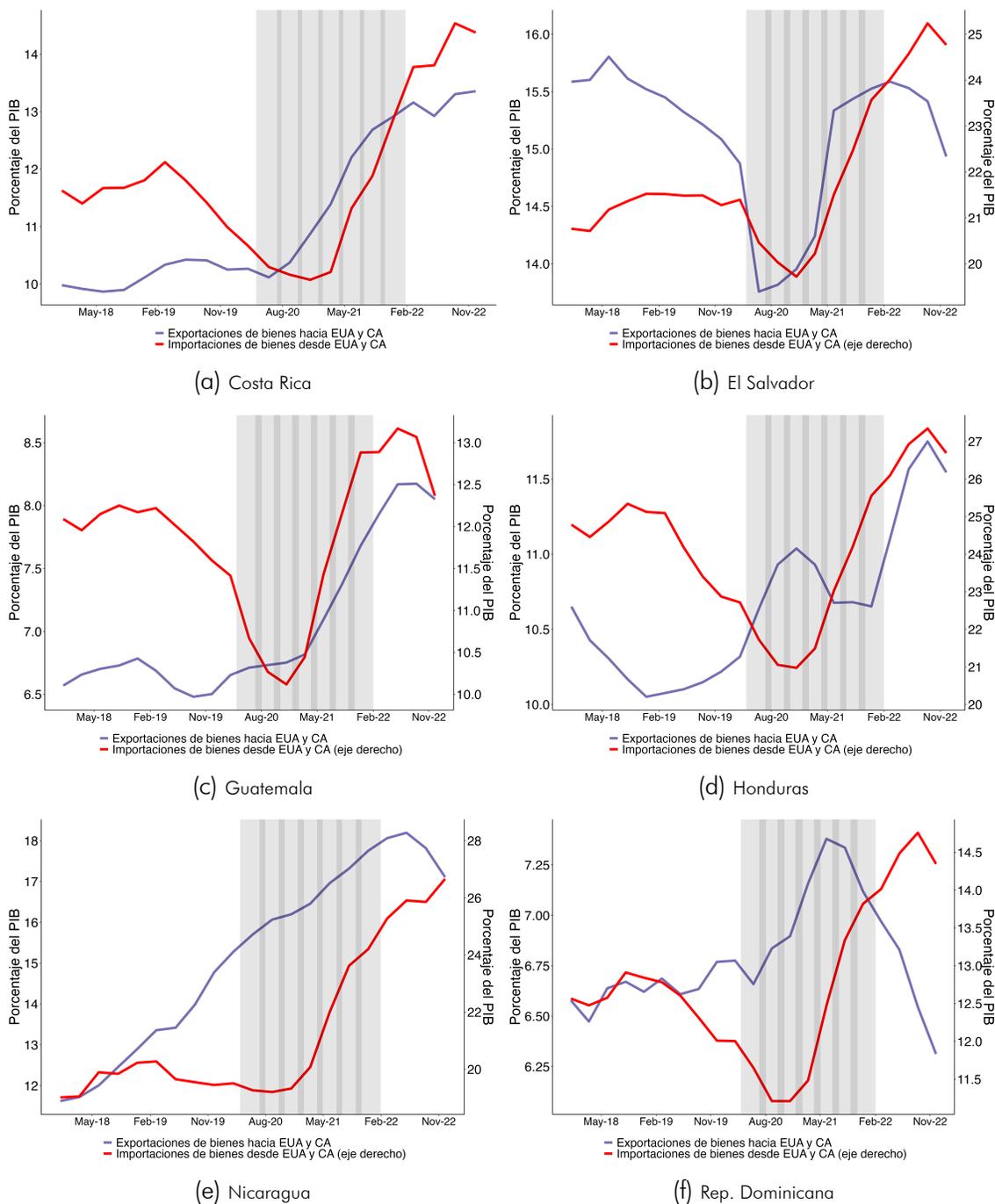


Nota: En cada panel el área sombreada corresponde al período de expansión fiscal en los EUA.

Fuente: *Elaboración propia con base en Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2023)*

El segundo canal actúa a través del comercio de bienes y servicios. Los países de la región son economías abiertas que tienen entre sus principales socios comerciales a EUA y, en los casos de los países de Centroamérica (CA), a sus pares en el istmo. Es por ello que la pérdida de valor del dólar incrementa los precios en EUA incluyendo los precios de los bienes que la región le exporta e importa, afectando a la vez los precios de los bienes que se comercia en el interior de CA, en la medida en que estos bienes son tranzados teniendo el dólar como unidad de cuenta.

Figura 5: Exportaciones según destino e importaciones según origen por país.



Nota: En cada panel el área sombreada corresponde al período de expansión fiscal en los EUA.

Fuente: Elaboración propia con base en Secretaría de Integración Económica Centroamericana (2023) y Oficina Nacional de Estadísticas de República Dominicana (2023)



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

---

En la Figura 5, presento para todos los países de la región el comportamiento de las importaciones de bienes procedentes de los EUA y del resto de los países de CA, en la que se observa para todos un mismo patrón. Al comienzo de la pandemia la importancia de estas importaciones en relación al PIB cae, recuperándose luego de manera rápida y con mayor ímpetu, ubicándose al final del período de la política fiscal expansiva de los EUA por encima del nivel exhibido antes de la crisis por la pandemia.

Con respecto a las exportaciones de bienes hacia los EUA y hacia el resto de CA, en la mayoría de los países la proporción de éstas con respecto al PIB muestran un cambio en la tendencia, el incremento en el ritmo de expansión de estas exportaciones ocurre desde que inicia los estímulos fiscales en los EUA. En los casos de El Salvador y Nicaragua, por su parte, sus exportaciones muestran una dinámica diferente, en el primer país la proporción de éstas en relación a su PIB cae pero se recupera de manera rápida, hasta alcanzar el nivel previo a la pandemia; en el segundo país, la importancia de éstas con respecto a su PIB mantiene una tendencia ascendente registrada desde antes de la crisis por la pandemia.

## Consideraciones de política para CARD

El alto grado de integración económica de los EUA con los países de CARD efectuada, principalmente, a través de los canales de las remesas y del comercio, la cual se amplifica por los estrechos vínculos económicos al interior de CA; hacen que esta región esté expuesta de manera significativa a los shocks de política monetaria y fiscal originados desde los EUA.

Esa significativa exposición en conjunto con ciertas limitaciones que enfrentan los países de la región para la ejecución de una política monetaria efectiva, como lo son, el miedo a flotar, la alta dolarización, la baja profundización de sus mercados financieros, entre otros; podrían provocar que en estos países la autoridad monetaria opere de forma cauta,



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

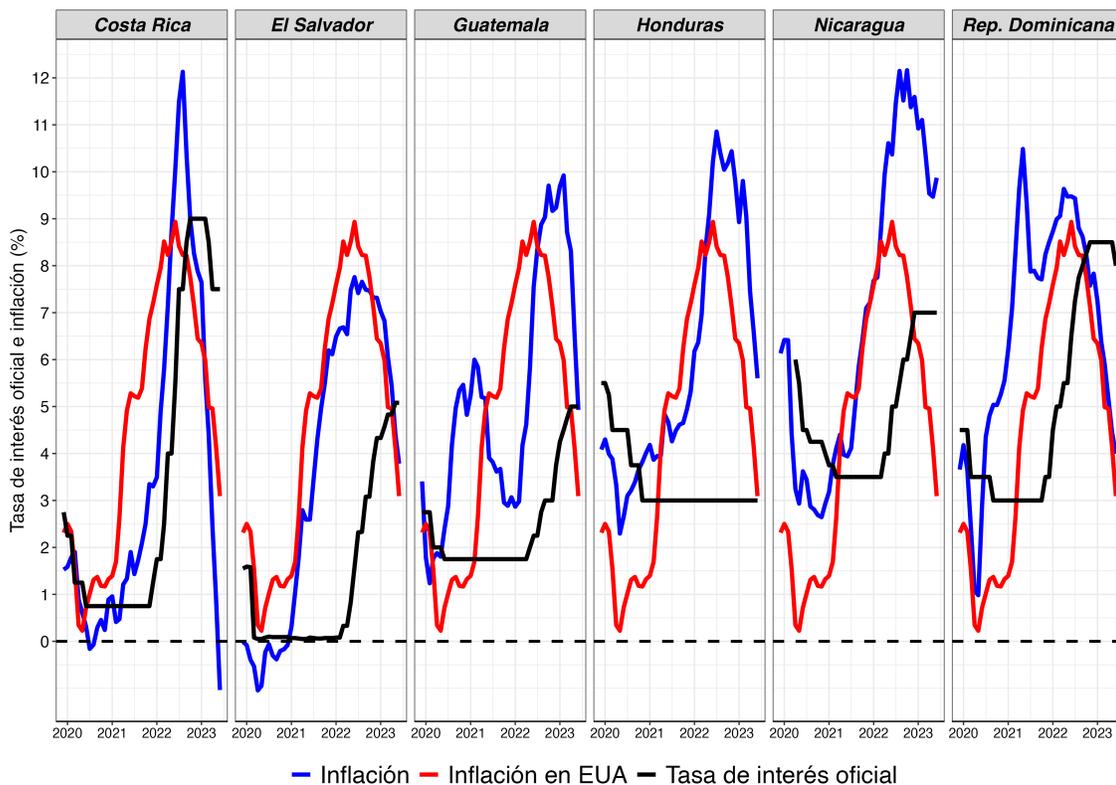
---

prefiriendo en algunos casos la inacción, en espera de que sean los hacedores de política en los EUA quienes reviertan estos shocks.

De hecho como lo muestro en la Figura 6, durante el período inflacionario post-pandemia, algunos de los países de la región actuaron de manera relativamente cauta mientras otros mostraron una postura monetaria más restrictiva, incrementando notablemente sus tasas de interés oficial; pese a ello, la dinámica de la inflación en cada uno de estos países ha sido similar. En efecto, a partir del último trimestre 2022, todos los países de la región experimentan una desinflación la cual, con la excepción del caso de Costa Rica, estaría en sincronía con el comportamiento de la inflación en EUA, resultado el cual pareciera ser independiente de las posturas de política monetaria e, inclusive, de los regímenes monetarios, dado que en la región se encuentran países con régimen de meta de inflación, monetarias, cambiarias y dolarizadas.

Por otro lado, contrarrestar un proceso inflacionario, independientemente de su causa, es también responsabilidad de la política fiscal. De hecho, la fuerte desinflación observada en Costa Rica, en contra de la opinión convencional, podría explicarse como el resultado, principalmente, de su política fiscal. Y es que Costa Rica cuenta con un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional con el que se espera un fuerte ajuste fiscal, su presupuesto 2023 contempla un objetivo de déficit del gobierno central de 3.4% del PIB y un superávit primario del 1.7%. Además se espera que se realicen reformas a nivel microeconómico, como la privatización de activos del sector público, una nueva ley del empleo público y la focalización y eficiencia de sus programas sociales (ver Fondo Monetario Internacional (2023)). Lo anterior, es equivalente a la situación de una empresa que al saber que sus utilidades futuras experimentarían un incremento, decida mantener el número de sus acciones, aumentando con ello el valor nominal de cada acción en circulación, particularmente en este caso, ha aumentado el valor del colón, necesitando menos para comprar los mismos bienes y servicios y otras divisas.

Figura 6: Inflación, tasa de interés de referencia de política e inflación en Estados Unidos de América.



Nota: En el panel de El Salvador la tasa de interés de referencia corresponde a la federal fund rate.

Fuente: Elaboración propia con base en Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2023) U.S. Bureau of Labor Statistics (2023b) y Board of Governors of the Federal Reserve System (US) (2023c)

## Conclusiones

La inflación es el aumento de todos los precios y ocurre al declinar el valor de la moneda o de la deuda que promete un pago futuro con esa moneda, siendo por tanto un fenómeno que tiene una raíz fiscal. Explicar la inflación post-pandemia a partir de shocks en la oferta de algunos productos, ya sea por problemas en las cadenas de suministros o por



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

el incremento en el precio del petróleo, es realizar un mal diagnóstico el cual podría dar lugar a interpretarse como un fenómeno transitorio, concluyendo en recomendaciones de malas políticas como la de control de precios.

Como se indica en Cochrane (2023), existe evidencia histórica de que el control de precios ha sido inútil. En los EUA, por ejemplo, la administración Roosevelt trató de curar la deflación ocurrida durante la Gran Depresión, creando monopolios para aumentar los precios. Kennedy, Johnson, Nixon y Ford, por su parte, presionaron a las empresas para que bajaran los precios y a los sindicatos a bajar los salarios. Nada de lo anterior funciona y repetir estas políticas en los países de la región CARD tendrán el mismo resultado.

La inflación post-pandemia es el producto de un helicóptero arrojando bonos del Tesoro de los EUA, ante lo cual las políticas monetarias de los países de CARD tendrían poca capacidad para contrarrestarla, no así la política fiscal. En efecto, los países de esta región podrían bajar la inflación poniendo en marcha sus propios helicópteros con el cual absorbieran sus gastos fiscales, como se está realizando en Costa Rica, siendo este evento otro hito histórico a favor de la teoría fiscal del nivel de precio.

## Referencias

- Ahamed, L. (2009), *Lord of Finance: The Bankers Who Broke the World*, Penguin Press.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (US) (2023a), «M2 [M2SL], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis», [en línea] <<https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL>> [fecha de consulta: 5 de agosto de 2023].
- (2023c), «Federal Funds Effective Rate [DFF], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis», [en línea] <<https://fred.stlouisfed.org/series/DFF>> [fecha de consulta: 5 de agosto de 2023].
- (2023b), «Monetary Base; Total [BOGMBASE], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis», [en línea] <<https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>> [fecha



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

---

de consulta: 5 de agosto de 2023].

Clavijo, S. & Vera, N. (2023), *Banca Central, Política Monetaria y Mercados Fintech*, Tirant Humanidades.

Cochrane, J. (2023), *The Fiscal Theory of the Price Level*, Princeton University Press.

--- (2005), «[Money as stock](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, No. 3.

Fondo Monetario Internacional (2023), «Comunicado de prensa, No. 23/130.», [en línea] <<https://www.imf.org/es/News/Articles/2023/04/28/pr23130-costa-rica-imf-reaches-staff-level-agreement-with-costa-rica-on-eff>> [fecha de consulta: 14 de agosto de 2023].

--- (2021), «Fiscal Affairs Department, Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic», [en línea] <<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>> [fecha de consulta: 5 de agosto de 2023].

--- (2020), *Perspectivas Económicas de las América: «La persistencia de la pandemia nubla la recuperación»*, Oct 2020, Fondo Monetario Internacional, octubre.

Friedman, M. (1969), *The optimum quantity of money and other essays*, MacMillan.

Oficina Nacional de Estadísticas de República Dominicana (2023), «Exportaciones e Importaciones nacionales zonas francas otros y totales por secciones capítulos partidas y subpartidas según país de destino», [en línea] <<https://www.one.gob.do/datos-y-estadisticas/>> [fecha de consulta: 10 de febrero de 2023].

Secretaría de Integración Económica Centroamericana (2023), «Sistema de Estadísticas de Comercio de Centroamérica», [en línea] <<http://www.sec.sieca.int/>> [fecha de consulta: 10 de febrero de 2023].

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (2023), «SECMCADATOS», [en línea] <<https://www.secmca.org/secmcadatos/>> [fecha de consulta: 10 de agosto de 2023].

U.S. Bureau of Labor Statistics (2023a), «Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average [CPIAUCNS]», retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St.



# Notas Económicas Regionales

Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano

No. 144, agosto 2023

---

Louis», [en línea] <<https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCNS>> [fecha de consulta: 5 de agosto de 2023].

--- (2023b), «Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items in U.S. City Average [CPIAUCSL], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis», [en línea] <<https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>> [fecha de consulta: 5 de agosto de 2023].

U.S. Department of the Treasury. Fiscal Service (2023), «Federal Debt: Total Public Debt [GFDEBTN], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis», [en línea] <<https://fred.stlouisfed.org/series/GFDEBTN>> [fecha de consulta: 5 de agosto de 2023].