



---

**RECUADRO 5**  
**CHOQUES DE OFERTA Y POLÍTICA MONETARIA**

En teoría, bajo un esquema de metas de inflación, el Banco Central debería responder con acciones de política monetaria oportunas a choques que afecten las expectativas de inflación. El ejemplo típico es un “choque de demanda”, donde excesos de demanda alterarían las expectativas al revelar presiones inflacionarias en el futuro. Sin embargo, al saber los agentes económicos que el Banco Central tomará medidas correctivas, las expectativas se mantendrían ancladas y los efectos del choque sobre la inflación serían transitorios.

Por lo mismo, en libros de texto se concluye que el Banco Central no debería responder a “choques de oferta” –como aumentos de precios creados por condiciones climáticas adversas o el incremento del precio internacional de *commodities*– ya que se considera que éstos, aunque pueden ser de gran magnitud, tienen una duración limitada y revertirán rápidamente. En la práctica, sin embargo, podría ocurrir que el choque de oferta sea tan persistente que contamine las expectativas de inflación. Éste parece ser el caso observado, por ejemplo, con el incremento del precio de alimentos en mercados internacionales hasta el año 2008.

A continuación se presentan los resultados de un análisis que distingue entre choques de ofertas “normales” o de corta duración y choques de ofertas “persistentes”. El análisis consiste en estimar un modelo de vectores autorregresivos similar al propuesto en Winkelried (2012)<sup>15</sup>, para el periodo de 1994 a 2012. El modelo incluye una variable fuertemente afectada por choques de oferta (la

---

15 Winkelried, D. (2012), “Traspaso del tipo de cambio y metas de inflación en el Perú”, Banco Central de Reserva del Perú, Revista Estudios Económicos, 23, pp. 9 – 24.

---

inflación no subyacente que recoge factores externos e internos), una variable que refleja choques de demanda (la brecha del producto), la depreciación nominal, y tres medidas de inflación que capturan el comportamiento de la “cadena distributiva de bienes”; a saber, inflación al por mayor importada, inflación al por mayor doméstica e inflación de los precios del consumidor.

La particularidad de esta estimación es que permite efectos asimétricos de acuerdo a dos estados: si la inflación no subyacente presenta un comportamiento “usual” o si viene acelerándose (es decir, es sujeta a una secuencia de choques positivos). El efecto traspaso es una elasticidad que mide la respuesta de la inflación ante un choque que genere un incremento de uno por ciento en la inflación no subyacente, y depende del estado en donde se encuentra la economía.

El Cuadro siguiente muestra las estimaciones del efecto traspaso para varios horizontes. En el caso de la inflación del IPC total se tiene que en tiempos normales el traspaso en el impacto es de alrededor de 38 por ciento y en tres años después del choque asciende a 46 por ciento. Éste es un resultado que se da por construcción, ya que la inflación no subyacente es un componente de la inflación del IPC total, con una ponderación cercana al 30 por ciento. En estados de “aceleración” el traspaso es mayor y tres años después del choque es aproximadamente 60 por ciento. Ello sugiere que en el estado de aceleración se activa un canal de transmisión del choque adicional. Este canal correspondería a las expectativas de inflación.

En el Cuadro se reporta también la respuesta de la inflación subyacente. En tiempos normales el traspaso es bastante reducido y asciende a 14 por ciento luego de tres años de ocurrido el choque. Es bueno mencionar que esta cifra no es estadísticamente significativa. Éste es también un resultado esperado, ya que la inflación subyacente se relaciona más con expectativas y presiones de demanda que con choques de oferta. No obstante, si el choque de oferta se da en un estado de aceleración, el traspaso a la inflación subyacente se incrementa a un significativo 36 por ciento, lo que estaría confirmando la sospecha de que las expectativas de inflación se habrían contaminado.

Podría argumentarse que la inflación subyacente contiene ciertos rubros, como alimentos fuera del hogar, que si bien no son particularmente volátiles podrían verse afectados por choques de oferta a través de un canal de costos. Para descontar estos efectos, en el tercer panel del cuadro se muestran las estimaciones utilizando la inflación sin alimentos ni energía, y se aprecia nuevamente que el traspaso no es importante en tiempos normales, pero sí lo es cuando la economía experimente choques de oferta persistentes.

**EFFECTO TRASPASO DE UN CHOQUE DE LA INFLACIÓN NO SUBYACENTE,  
SEGÚN NATURALEZA DEL CHOQUE**  
(Porcentajes)

Periodo (meses)	Inflación del IPC total		Inflación del IPC subyacente		Inflación del IPC sin alimentos ni energía	
	Normal	Persistente	Normal	Persistente	Normal	Persistente
1	39	42	-2	4	2	15
6	43	49	5	16	6	32
12	44	53	8	24	9	42
24	46	58	12	33	13	51
36	47	60	14	36	15	53

