

Recuadro 6**LA RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA ANTE CHOQUES DE OFERTA**

La política monetaria tiene distintos mecanismos de acción ante los distintos choques en la economía (Christiano, Eichenbaum y Evans, 1999; Galí, 2015; Rudebusch y Svensson, 1999). Por ejemplo, ante los choques a la demanda agregada, el Banco Central modifica su posición de política monetaria mediante movimientos en la tasa de interés de referencia, los cuales afectan a la estructura de tasas de la economía. Luego, la tasa de interés real incide en la demanda agregada y en la brecha del producto, la cual afecta las medidas de inflación y al proceso de formación de expectativas. Por otro lado, en el caso de choques de oferta, la política monetaria debe tomar en cuenta su naturaleza para su reacción. Por un lado, la política monetaria no debería responder a choques transitorios de oferta debido a que el rezago con el que actúa la política monetaria puede ser tal, que la respuesta se traslade a la economía luego que el mismo choque se haya disipado. Mientras que, en el caso de choques de oferta persistentes, es recomendable la respuesta preventiva de la política, ya que estos pueden afectar la formación de expectativas de inflación situándolas fuera del rango meta.

En este recuadro se describe los mecanismos de transmisión de un potencial escenario de desanclaje de expectativas de inflación. Dicho desanclaje podría ocurrir ante un choque de oferta asociado a mayores precios internacionales de alimentos y energía, si el banco central no realizase los ajustes necesarios a su posición de política monetaria para asegurar que las expectativas de inflación regresen al rango meta en un horizonte de tiempo razonable.

Ante esta situación, si la política monetaria no respondiese de manera oportuna retirando paulatinamente el estímulo monetario, los agentes podrían internalizar la pasividad de la autoridad monetaria, ajustando su proceso de formación de sus expectativas de inflación. Así, estas últimas podrían incrementarse de manera persistente, generando con ello presiones inflacionarias adicionales.

En este contexto, se puede racionalizar el proceso de formación de expectativas de inflación como uno de aprendizaje. En la medida de que los agentes económicos observasen que el banco central no responde a incrementos persistentes en la inflación con una política monetaria más restrictiva, ellos modificarían sus expectativas respecto a la evolución futura de la inflación. De esta manera, aumentaría el nivel de inflación esperada y con ello se generaría mayor persistencia del impacto de los choques de oferta en la inflación.

Hay factores que podrían amplificar este impacto de los choques de oferta en la inflación, como por ejemplo la reacción del tipo de cambio y el grado de traspaso de mayores costos de producción a los precios finales. Incrementos del tipo de cambio, asociados a condiciones financieras tanto locales como internacionales, podrían amplificar el impacto en la inflación. Asimismo, cuando los incrementos en precios de importaciones son de mayor magnitud, las empresas pueden absorber menos dichos incrementos de precios a través de márgenes, y el traspaso a precios del consumidor es mayor.

En el caso de producirse un desanclaje de expectativas, el costo de reducir la inflación en el futuro será mayor respecto a la situación en la que la autoridad monetaria actúa oportunamente. Si ocurriese un desanclaje de expectativas, el banco central deberá tener una política monetaria más restrictiva en el futuro para poder recuperar la credibilidad respecto al control de inflación. De esta manera, los incrementos en la tasa de referencia necesarios para el control de la inflación serían mayores, y como consecuencia el potencial impacto sobre la actividad económica sería también mayor.

En las últimas dos décadas ha habido cuatro episodios previos en los que las expectativas de inflación se desviaron transitoriamente del rango meta. En todos estos episodios la política monetaria actuó de manera oportuna, por lo que las expectativas de inflación retornaron al rango meta luego de unos





meses. Por ejemplo, en el episodio de la Crisis Financiera de 2008, las expectativas de inflación se situaron fuera del rango meta a partir de enero del mismo año debido a los altos precios internacionales. En dicho contexto, el BCRP aumentó la TPM sostenidamente, desde un nivel de 5 por ciento a fines de 2007 a un máximo de 6,50 por ciento entre setiembre de 2008 y enero de 2009. Las expectativas retornaron al rango meta luego de 14 meses, mientras que la inflación total y la inflación sin alimentos ni energía (SAE) retornaron en 21 y 12 meses, respectivamente.

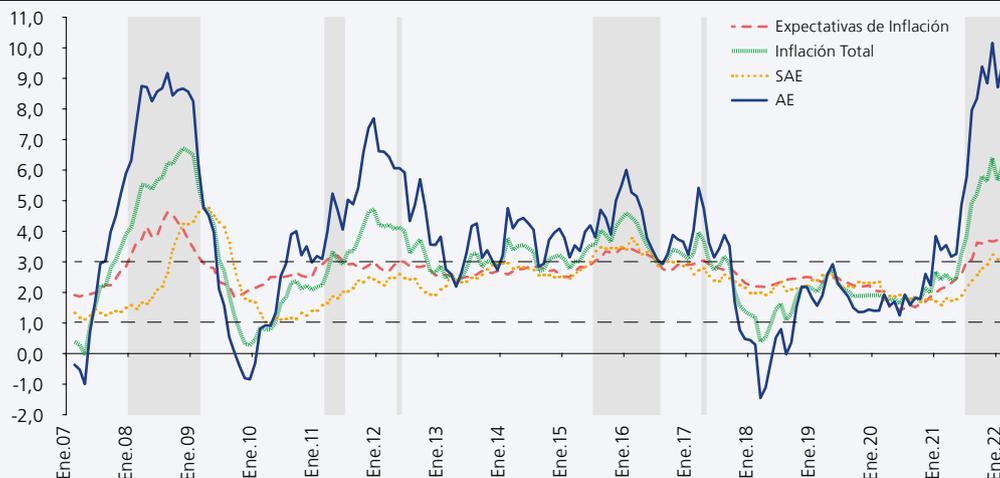
Otro periodo de interés fue el ocurrido entre julio de 2015 y julio de 2016. En este episodio, las expectativas de inflación estuvieron 13 meses fuera del rango meta. Este aumento se dio por el incremento del tipo de cambio desde 2013 tras la caída de precios de *commodities* y el inicio del retiro del estímulo monetario americano, *taper tantrum*. Ante ello, el Banco Central respondió con el retiro de su estímulo monetario con aumentos graduales de la TPM desde 3,25 por ciento a 4,25 por ciento en el periodo de análisis (entre agosto 2015 y febrero 2016). Por ello, la inflación total regresó al rango meta en 16 meses mientras que la inflación SAE lo hizo en 12 meses.

Asimismo, entre marzo de 2011 y junio de 2012 se tuvo un periodo en que las expectativas de inflación enfrentaron alta volatilidad. Este periodo se caracterizó por distintos choques de oferta, el fin de la crisis financiera y presiones de apreciación ante los mayores precios de *commodities*. Es así que la inflación llegó a un nivel máximo de 4,7 por ciento. En este escenario, el BCRP aumentó cinco veces consecutivas la TPM desde 3,0 por ciento en diciembre de 2010 a 4,25 por ciento en mayo de 2011.

Por otra parte, entre marzo y abril de 2017 se dio un episodio en que las medidas de inflación y expectativas se salieron del rango meta, a raíz del Fenómeno del Niño Costero, que afectó la cadena de suministros y las actividades del sector primario. Este choque se dio por el lado de la oferta y tuvo un carácter transitorio, por lo cual el BCRP no modificó la posición de política monetaria a pesar de registrar niveles de inflación de 4 por ciento.

EPISODIOS DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN FUERA DEL RANGO META

Episodios	Fechas	Duración	Max. Expectativas Inflación	Max. Inflación Total	Max. Inflación SAE	Max. Inflación AE	Max. Tipo de cambio	Max. Depreciación 12 meses
Episodio 1	Ene08-Feb09	14 meses	4,6	6,7	4,6	9,2	3,2	11,4
Episodio 2	Mar11-Jun12	16 meses	3,2	4,7	2,6	7,7	2,8	-0,9
Episodio 3	Jul15-Jul16	13 meses	3,5	4,6	3,8	6,0	3,5	15,1
Episodio 4	Mar17-Abr17	2 meses	3,1	4,0	2,8	5,4	3,3	-1,6
Episodio 5	Jul21-Feb22	8 meses	3,8	6,4	3,3	10,2	4,1	15,7



Fuente: BCRP.

En la misma línea, se observa que el Banco Central reaccionó consistente y rápidamente a dichos escenarios inflacionarios. Es así como el siguiente gráfico presenta la dinámica de subidas de la TPM durante los meses en que se elevó la tasa de política monetaria ante la presencia de los choques inflacionarios. Para ello, se considera como periodo de endurecimiento al periodo en los cuales se incrementa la TPM continuamente, hasta su última subida. En episodios como la crisis financiera de 2008, se contrajo la posición de política monetaria con subidas de 200 pbs en menos de dos años, mientras que en el actual escenario de alta inflación local y externa se ha registrado aumentos de 375 pbs en 9 meses.

EPISODIOS DE ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA



A manera de conclusión, este recuadro analiza la importancia para el Banco Central de reaccionar de manera oportuna ante eventos repentinos de alta inflación al comparar los costos que conllevaría mantener el estímulo monetario en un escenario contrafactual. La historia reciente justifica las medidas del BCRP de retirar su estímulo monetario ante el aumento repentino de las distintas medidas de inflación y la salida de las expectativas del rango meta, en línea con los objetivos de estabilidad de la política monetaria.

Referencias

Blinder, A. (2022). On Landings hard and soft: the FED, 1965-2020. *Princeton University Bendheim Center for Finance*.

Christiano, L. J., Eichenbaum, M., & Evans, C. L. (1999). Monetary policy shocks: What have we learned and to what end? *Handbook of macroeconomics, 1*, 65-148.

Galí, J. (2015). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications*. Princeton University Press.

Rudebusch, G., & Svensson, L. E. (1999). Policy rules for inflation targeting. In *Monetary policy rules* (pp. 203-262). University of Chicago Press.

