

Sobre los DETERMINANTES de la INFLACIÓN¹

DIEGO WINKELRIED *

El análisis y proyección de la inflación supone entender los factores que la explican.

* Jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP.
diego.winkelried@bcrp.gob.pe

¹ Agradezco los comentarios de Paul Castillo, Alan Ledesma y Marco Vega. Las opiniones y conclusiones vertidas en este artículo son de mi entera responsabilidad y no representan necesariamente las del BCRP o de las personas mencionadas.

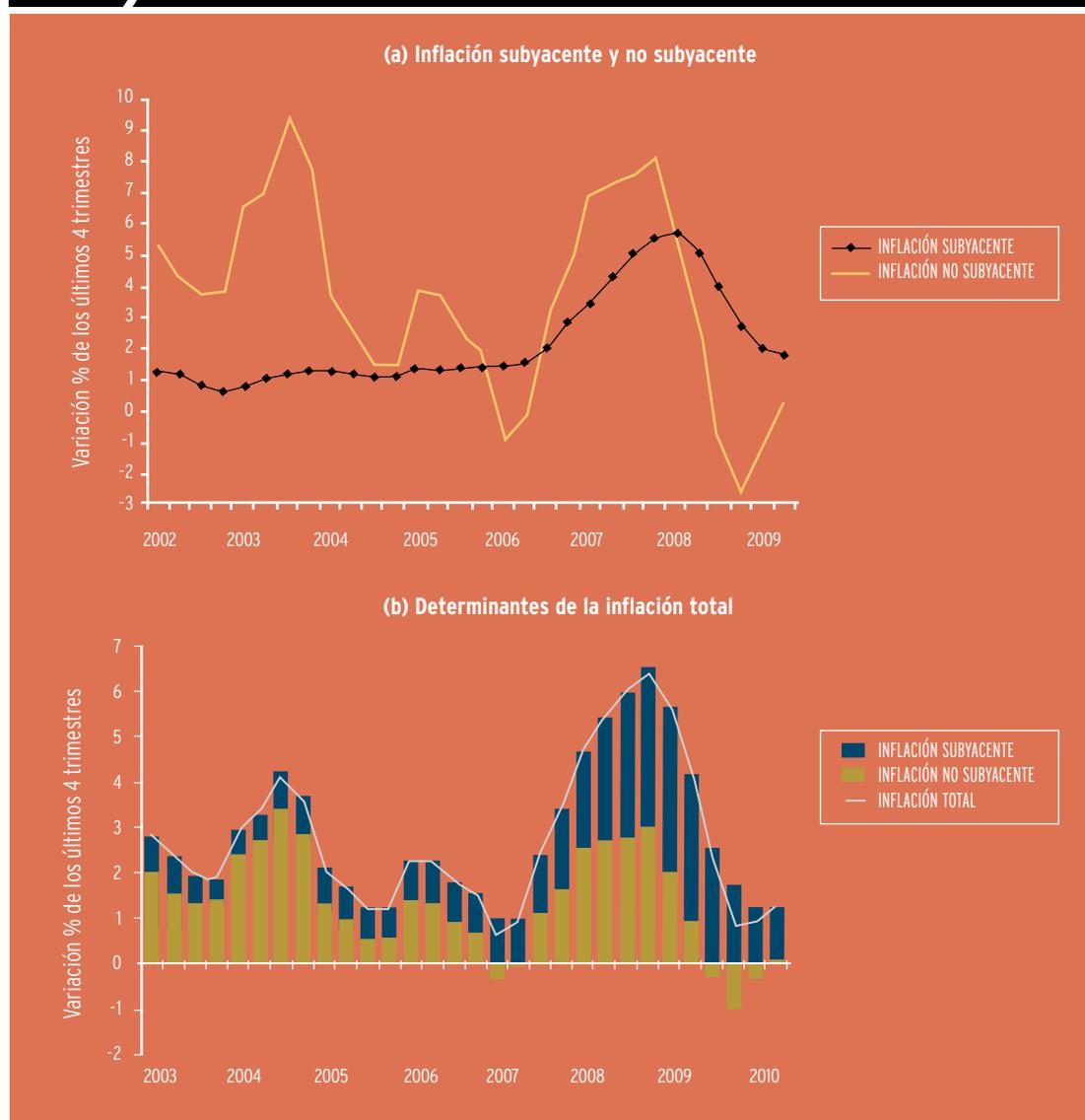
El Banco Central en cumplimiento de su principal mandato (asegurar la estabilidad de precios del país) requiere conocer los posibles mecanismos a través de los cuales la política monetaria influye en la dinámica de la inflación. Este artículo presenta un repaso de la evolución reciente de la inflación y reflexiona sobre los determinantes de ésta a partir de la discusión de dos eventos inflacionarios registrados desde la adopción del esquema de metas de inflación.

La meta del BCRP es la inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana, es decir el agregado de los precios de una canasta representativa. Una práctica usual para el análisis y proyección de la inflación es entenderla como la suma de dos procesos. Primero, la inflación no subyacente que recoge variaciones de corto plazo que escapan de la zona de influencia de la política monetaria por dos motivos. Porque la inflación no subyacente se vincula con condiciones

de oferta y no con presiones de demanda en donde la política monetaria tendría un rol estabilizador; y porque estas fluctuaciones usualmente presentan corta duración. Así, toda vez que los efectos de las acciones de política monetaria tardan en manifestarse (un fenómeno conocido como el rezago de la política monetaria), los movimientos de la inflación no subyacente serían independientes de la posición de política monetaria. La inflación no subyacente incluye, por ejemplo, cambios en el precio de algunos alimentos o las fluctuaciones en el precio de los combustibles.

Segundo, la inflación subyacente alude a un componente más persistente y predecible en el IPC agregado, asociado estrechamente con el incremento generalizado de precios. Ésta marca la tendencia de la inflación y por tanto es un indicador útil para orientar las acciones de política monetaria a mediano plazo.

GRÁFICO 1 ■ Inflación subyacente, inflación no subyacente e inflación total

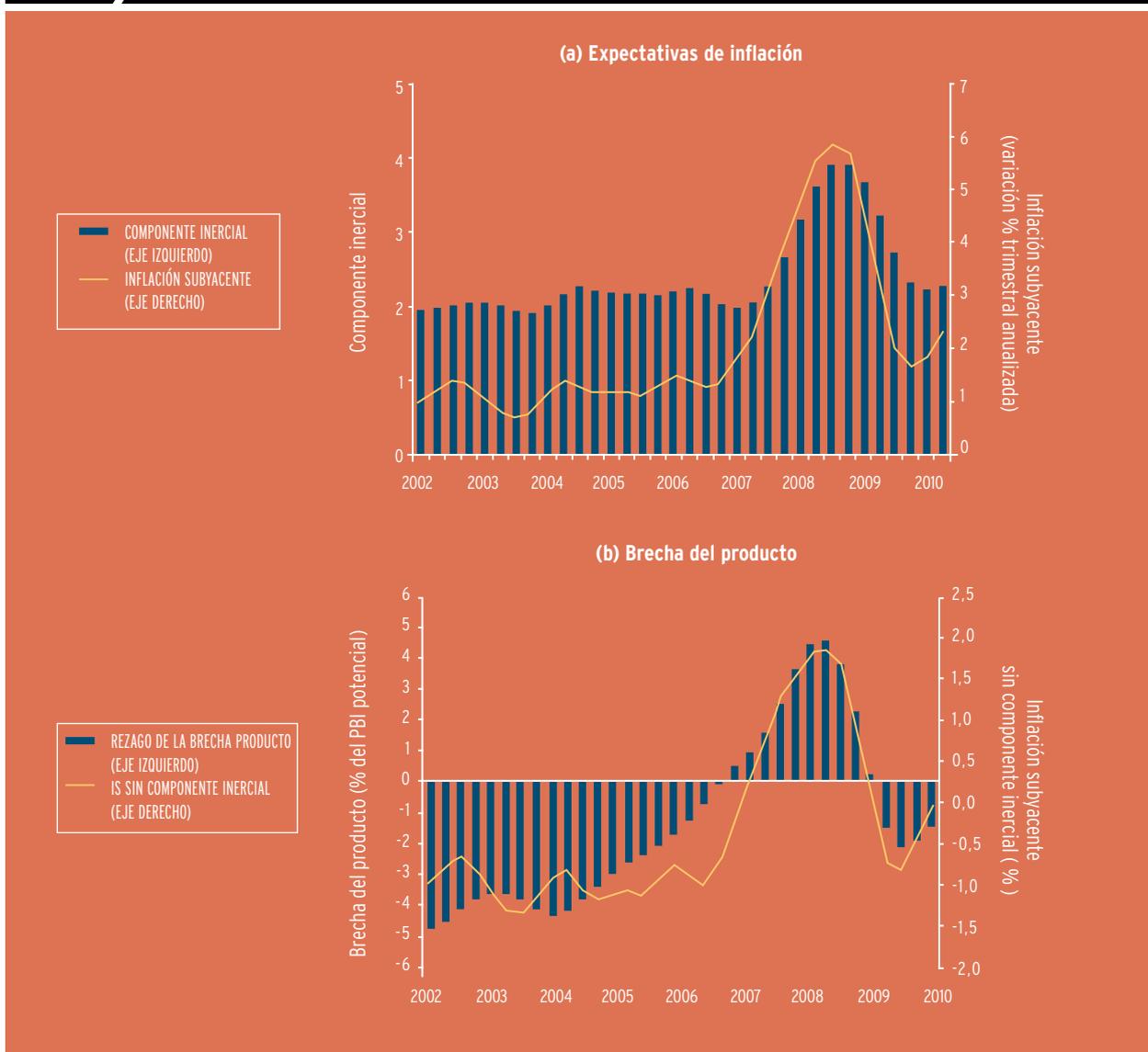


La medida oficial del IPC Subyacente elaborada por el BCRP excluye los rubros más volátiles del IPC con el propósito de capturar el componente tendencial en la inflación, y se basa en una canasta que representa el 63 por ciento del IPC. Por su parte, la inflación no subyacente recoge el 37 por ciento restante. El gráfico 1(a) muestra la evolución de las inflaciones no subyacente y subyacente desde 2003, expresadas como las variaciones porcentuales de los IPC en los últimos cuatro trimestres². La primera es claramente más volátil, y a pesar de su baja contribución al IPC total sus efectos sobre la inflación agregada son de importancia en el corto plazo.

El gráfico 1(b) muestra la evolución de la inflación total y las contribuciones de las inflaciones no subyacente y subyacente (la suma de los valores en barras es igual a los valores de la línea continua). Durante el

período que se inicia en 2003 se registran dos episodios de rebrotes inflacionarios que ilustran elocuentemente las diferencias entre la dinámica inflacionaria proveniente del componente no subyacente versus aquella asociada con el componente subyacente. El primer episodio ocurre hacia mediados de 2004, donde la inflación total llega a niveles ligeramente superiores al cuatro por ciento. Esa es inflación generada por choques de corto plazo (por inflación no subyacente). Toda vez que la inflación subyacente se mantuvo estable, la inflación total revierte con rapidez hacia el rango meta (entre 1 y 3 por ciento). El segundo episodio se registra entre fines de 2007 y comienzos de 2009, donde la inflación alcanza valores por encima del 6 por ciento. Si bien en esta ocasión la inflación no subyacente también contribuye al incremento de la inflación total, es el efecto del incremento de la inflación

GRÁFICO 2 ■ Determinantes de la inflación subyacente



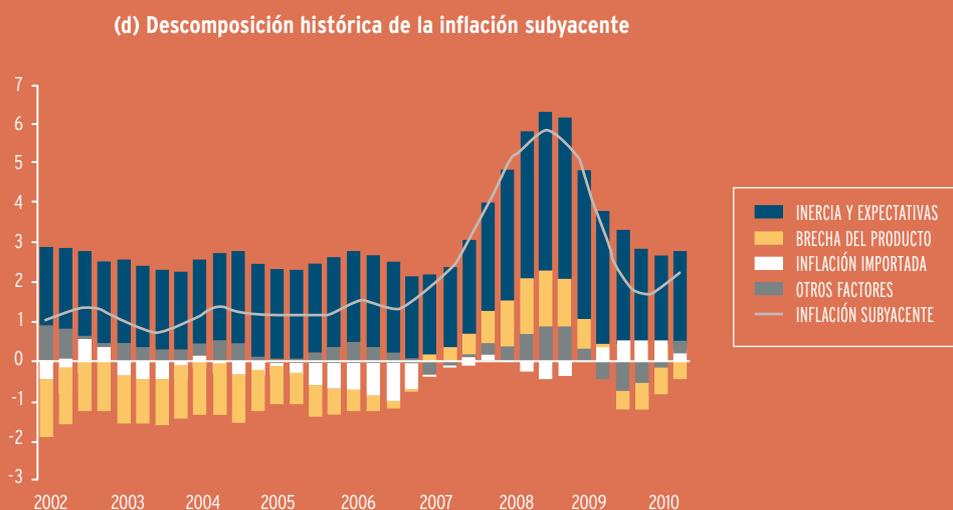
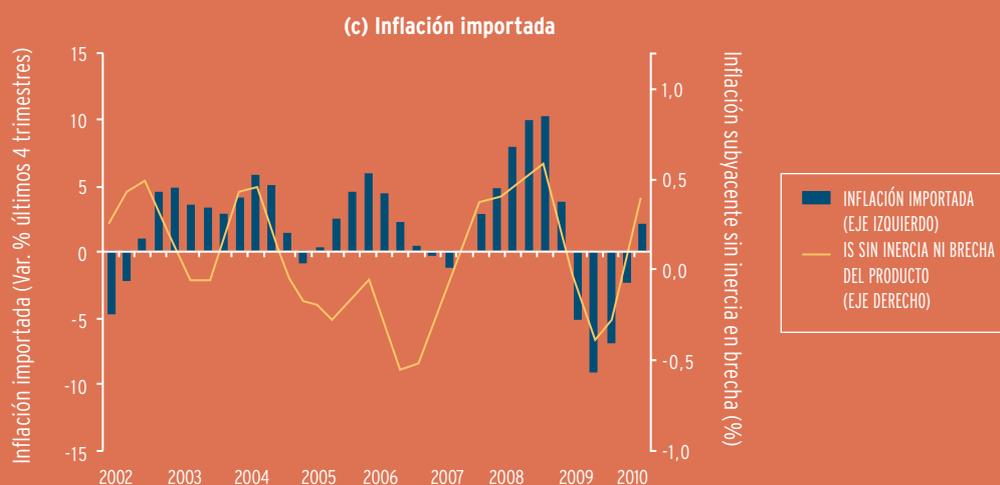
² Las series mostradas en los gráficos 1 y 2 son promedios móviles de los datos originales, que rescatan los patrones más saltantes de los datos a la vez que facilitan su visualización.

subyacente el que prima. A diferencia de lo observado a mediados de 2004, el que la inflación subyacente haya sido afectada significó un desvío de la inflación total respecto al rango meta bastante más persistente (de algo más de un año). Esta evolución sugiere que mientras eventos como el ocurrido en 2004 no comprometerían la estabilidad de precios en el mediano plazo, eventos como el de 2008 podrían tener efectos adversos sobre el control de la inflación.

De esta manera, es de interés indagar sobre cuáles serían los determinantes de la inflación subyacente y qué mecanismos podría explotar la política monetaria en aras de la estabilidad de precios. La literatura identifica esencialmente cuatro: un componente inercial (incluye expectativas de inflación), excesos de demanda (medidos por la brecha del producto), inflación importada que recoge el traspaso de precios

internacionales a precios domésticos y otros factores (choques de costos).

El componente inercial es un promedio entre la inflación pasada y las expectativas de inflación. La inflación pasada influye en la inflación corriente ya que los productores podrían incrementar sus precios con mayor facilidad en un contexto donde otros agentes lo hacen. Por su parte, las expectativas provienen de la percepción que los agentes tienen sobre la evolución presente y futura de la economía en general y de la política monetaria en particular; así, si los agentes económicos esperan incrementos de la inflación, entonces basarán sus decisiones considerando esta percepción. Los consumidores incrementarían sus niveles de demanda de esperar escenarios de inflación elevada en el futuro, para así beneficiarse de precios más bajos, mientras que



los productores tenderán a sobre ajustar sus precios al alza, pues anticiparían la posibilidad de no poder hacerlo posteriormente. Así, las expectativas de inflación pueden autocumplirse y generar presiones inflacionarias presentes. De hecho, el nivel de la inflación cuando la economía se encuentra en equilibrio es determinado esencialmente por expectativas. Ello le otorga un rol fundamental al Banco Central: anclar las expectativas para que se alineen con la meta de inflación, mediante el manejo transparente de la política monetaria y el establecimiento de objetivos creíbles.

El gráfico 2(a) muestra la evolución de la inflación subyacente, esta vez como variaciones trimestrales anualizadas del IPC subyacente, junto con su componente inercial. Ambas variables presentan movimientos estrechos y la inflación subyacente se mantiene estable cuando las expectativas se ubican en niveles dentro del rango meta. En particular, las expectativas de inflación no responden a los choques que incrementan la inflación no subyacente en 2004. Asimismo, entre 2007 y 2008 ambas se incrementan notoriamente, incluso más allá del límite superior del rango meta, para luego regresar al rango en 2009. Esta dinámica se explica por el fuerte incremento del precio de varios productos alimenticios en mercados internacionales. Si bien los alimentos que registraron mayor alza no tienen un efecto directo sobre la inflación subyacente (ya que se registran dentro de los rubros del IPC no subyacente), se generaron presiones inflacionarias porque la magnitud de los choques de precios internacionales y la percepción inicial de que estos incrementos tendrían efectos permanentes, alimentó las expectativas inflacionarias.

Un segundo determinante de la inflación subyacente viene dado por presiones de demanda agregada, medidas través de la brecha entre el PBI observado y el PBI potencial.³ El nivel de producción observado podría superar sistemáticamente la capacidad productiva de la economía (potencial) sólo por el resultado de impulsos de demanda que resultan inflacionarios. Para alcanzar dichos niveles, los productores utilizarían recursos en demasía, incrementando los costos de producción y trasladando parte del alza a los precios finales. Así, en tanto la política monetaria influya sobre la dinámica de la actividad económica, el Banco Central podría regular evoluciones no deseadas de la inflación subyacente.

El gráfico 2(b) muestra la asociación entre la brecha del producto y la inflación subyacente (descontando los efectos del componente inercial)⁴. La brecha del producto se mantuvo estable en niveles negativos entre 2002 y 2007, un hecho consistente con una inflación subyacente también estable y cercana al

límite inferior del rango meta. Ello confirma la conclusión de que el brote inflacionario del año 2004 no estuvo asociado a factores de demanda. No obstante, entre 2007 y 2008 la economía experimenta una fase de crecimiento donde la brecha se incrementa rápidamente, presionando la inflación subyacente al alza. En 2009 la economía reduce el ritmo de crecimiento contrayendo así la brecha del producto, lo que vino acompañado de menores presiones inflacionarias.

En tercer lugar, un determinante que se define fuera de la economía doméstica es la inflación de precios de bienes importados. Ésta afectaría a la inflación subyacente en dos formas: a través de los precios de bienes de consumo importados (efecto directo) o mediante los precios de insumos importados (efecto indirecto a través del incremento de los costos de producción). En general, la asociación con la inflación subyacente es marcada en fases expansivas del ciclo económico y débil cuando la economía crece a tasas moderadas. Este fenómeno se aprecia en el gráfico 2(c), que muestra la evolución de la inflación importada y la inflación subyacente (descontada del componente inercial y las presiones de demanda), y ha sido documentado en Winkelried (2003). En particular, la inflación importada ayuda a explicar la inflación subyacente durante el período expansivo que se inicia en 2008, mientras que muestra una relación menos clara cuando la brecha del producto es negativa.

El gráfico 2(d) presenta la contribución que cada uno de estos determinantes ha tenido sobre la inflación subyacente. Se aprecia el rol fundamental tanto de las expectativas como de la brecha del producto, al explicar estos factores casi la totalidad de los movimientos de la inflación subyacente observada. Es a través de estos canales donde la política monetaria operaría para garantizar la estabilidad de precios. ■

REFERENCIAS

- **Departamento de Modelos Macroeconómicos** (2009), "Modelo de proyección trimestral del BCRP", Documento de Trabajo 2009-006, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Llosa, G. y S. Miller** (2004), "Using additional information in estimating the output gap in Peru: a multivariate unobserved component approach", *Money Affairs*, vol. XVII (1), Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- **Vega M., S. Bigio, D. Florián, G. Llosa, S. Miller, N. Ramírez, D. Rodríguez, J. y D. Winkelried** (2009), "Un modelo semiestructural de proyección para la economía peruana", *Revista Estudios Económicos* 17, Banco Central de Reserva del Perú.
- **Winkelried D.** (2003), "¿Es asimétrico el pass-through en Perú?: Un análisis agregado", *Revista Estudios Económicos* 10, Banco Central de Reserva del Perú.

³ Esta brecha se estima a partir del Modelo de Proyección Trimestral (ver Departamento de Modelos Macroeconómicos, 2009, y Vega y otros, 2009), tras extraer el componente (no observado) del PBI que muestra una mayor correlación con la inflación subyacente. Ver, además, Llosa y Miller (2004).

⁴ En estricto, se muestra la relación entre la inflación subyacente y la brecha del producto en el trimestre previo. Empíricamente se verifica que las presiones de demanda tardan algunos meses en manifestarse en mayor inflación.