

## Recuadro 5

## LA EXPERIENCIA HISTÓRICA INTERNACIONAL Y PERUANA FRENTE A CHOQUES INFLACIONARIOS

Desde 2021 se ha visto un incremento en la inflación en el Perú y en la mayoría de las economías del mundo. El aumento de los precios fue inicialmente gatillado por interrupciones en la cadena de suministros globales (producto de las cuarentenas), el fuerte estímulo fiscal iniciado en la pandemia y el rápido desplazamiento del consumo en la postpandemia de servicios hacia bienes. Posteriormente, la guerra en Ucrania sumó choques de costos con el encarecimiento de los *commodities* de energía y alimentos, lo que impulsó nuevamente la inflación y prolongó su duración. Estos choques fueron más persistentes que lo esperado, así, en 2022, las tasas de inflación en países de la OECD superaron el nueve por ciento (el nivel más alto desde 1988); en economías emergentes se alcanzaron los dos dígitos (con tasas no registradas desde 1998); y, en el caso peruano, se registró un máximo de 8,8 por ciento en junio de 2022 (la tasa más alta desde 1997).<sup>29</sup>

En este contexto de choques de costos y desvíos importantes de las tasas de inflación respecto de sus metas, los bancos centrales propiciaron incrementos continuos y elevados de sus tasas de interés de política monetaria. Estas respuestas de política representan posturas contractivas que contribuyen a la reducción de la inflación al contraer la demanda agregada y anclar las expectativas de inflación alrededor de sus respectivas metas de inflación, en particular las de largo plazo. Debido a que la política monetaria opera con retrasos sobre la inflación, este endurecimiento de política se mantiene hasta que la mayoría de los componentes de la inflación muestren una clara tendencia a la baja. De esta forma, se reducen los riesgos de extender el actual episodio de inflación elevada y se evitan los costos económicos asociados.

Ante estas acciones de política monetaria, surgen las siguientes preguntas: ¿cuánto tiempo demora resolver un episodio inflacionario?, ¿qué políticas usualmente están asociadas con la resolución de una elevada inflación?, para que una desinflación sea exitosa. De acuerdo con estas interrogantes, este recuadro explora respuestas en base a la evidencia histórica internacional y del Perú frente a choques de inflación.

**Experiencia Internacional**

Recientemente, Ari y otros (2023)<sup>30</sup> y Cecchetti y otros (2023)<sup>31</sup> que examinan episodios históricos de choques inflacionarios en economías avanzadas y emergentes, reportan las repuestas de política macroeconómica ante periodos de elevada inflación y documentan la resolución de estos episodios.

Ari y otros (2023) estudian 111 episodios históricos de choques inflacionarios identificados en 56 países entre 1973 y 2014. En estos periodos se analizan empíricamente las relaciones entre

29 Indicadores de la OECD (2023) señalan que la inflación de 2022 en los países de la OECD fue de 9,5 por ciento. WEO – IMF (octubre 2023) reporta una inflación de 10,1 por ciento para 2022 en las economías emergentes y en desarrollo.

30 Ari A., Mulas-Granados, C., Mylonas, V., Ratnovski, L. y Zhao W., 2023. *One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts*. IMF Working Paper. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/13/One-Hundred-Inflation-Shocks-Seven-Stylized-Facts-539159>

31 Cecchetti, S, M Feroli, P Hooper, F Mishkin and K Schoenholtz (2023). *Managing Disinflations*. CEPR Discussion Paper No. 18068. CEPR Press, Paris & London. <https://cepr.org/publications/dp18068>.



desinflaciones, fundamentos y políticas macroeconómicas.<sup>32</sup> Así, los autores identifican los siguientes siete hechos estilizados históricos:

1. Los choques inflacionarios son prolongados, con una duración promedio de desinflación exitosa de tres años, y que, en el 60 por ciento de los episodios, la inflación se resolvió en un plazo de cinco años.
2. Las desinflaciones que no fueron exitosas, en su mayoría resultaron de políticas desinflacionarias que terminaron demasiado pronto.
3. Los países que logran reducir exitosamente las elevadas tasas de inflación implementan respuestas de política monetaria relativamente más contractiva que coinciden con respuestas fiscales restrictivas.
4. Estas respuestas de política además de estar alineadas fueron prolongadas.
5. Con estas respuestas de política consistentes, estos países, consiguieron mayor estabilidad del tipo de cambio nominal.
6. Al mismo tiempo, en estas economías se registraron las menores tasas de crecimiento del salario nominal.
7. Aunque en estas economías exitosas en controlar la inflación se experimentó menor dinamismo económico en el corto plazo, en el mediano plazo no hubo pérdidas de crecimiento ni de empleo.

En un estudio similar, Cecchetti y otros (2023) analizan 17 eventos de desinflación identificados desde 1950 en economías grandes.<sup>33</sup> Los autores encuentran que no existe precedente histórico desde 1950 en el que una desinflación generada por un banco central no implique un menor dinamismo de la actividad económica. Así, se tiene que una inflación elevada nunca ha cedido sin que se haya generado algún grado de reducción en la demanda agregada.<sup>34</sup> Por otro lado, Blinder (2023)<sup>35</sup> estudia 11 episodios de política monetaria restrictiva en Estados Unidos, entre 1965 y 2022. El autor encuentra que en seis ocasiones la Reserva Federal de Estados Unidos logró desinflaciones exitosas con incrementos de la tasa de política necesarios para reducir el crecimiento económico, pero sin tener que generar una recesión. En el resto de los eventos, se tuvo que desarrollar una recesión económica para reducir la tasa de inflación.<sup>36</sup>

Estos recuentos históricos recientes, son consistentes con estudios previos sobre el ratio de sacrificio. El ratio de sacrificio mide la caída de un indicador de presiones de demanda, como por ejemplo la brecha

32 Un periodo de choques inflacionarios para un país cualquiera se identifica como el periodo en que el cambio en la inflación supera 2 por ciento en un año, después de un periodo de inflación estable. Se excluyen episodios en economías de bajos ingresos, no diversificadas o economías que no tienen régimen de mercado; o si el episodio coincide con un evento de conflicto armado o el evento del COVID-19. También se eliminan episodios que son precedidos por un periodo de inflación elevada y volátil; o a aquellos eventos que corresponden a deflaciones o reversiones de inflaciones elevadas; o episodios que se traslapan con eventos inflacionarios previos.

33 Se identifican estos eventos en 4 economías grandes: Estados Unidos, Canadá, Alemania y Reino Unido. Un evento de desinflación significativo, siguiendo a Ball (1994), es aquel periodo de transición ininterrumpido de caída de la tendencia de la inflación desde un pico hasta un valle. La tendencia de la inflación se mide como una media móvil centrado de 9 trimestres en la inflación trimestral.

34 En particular, Cecchetti y otros (2023) utilizan como indicador del dinamismo de demanda agregada la brecha del desempleo respecto a su nivel tendencial.

35 A. S. Blinder, 2023. *Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022*. Journal of Economic Perspectives, 37(1), pp.101-120. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.37.1.101>

36 Blinder (2023) define una desinflación sin generar una recesión como un "aterrizaje suave", en tanto que una desinflación que requiere una recesión es un "aterrizaje duro". Un "aterrizaje suave" son periodos de desinflación que implicaron una reducción del crecimiento del PBI de menos de 1 por ciento o que el NBER (el instituto que determina los ciclos económicos en Estados Unidos) no declare una recesión 1 año después del inicio del ciclo de incrementos de la tasa de interés de la Fed.

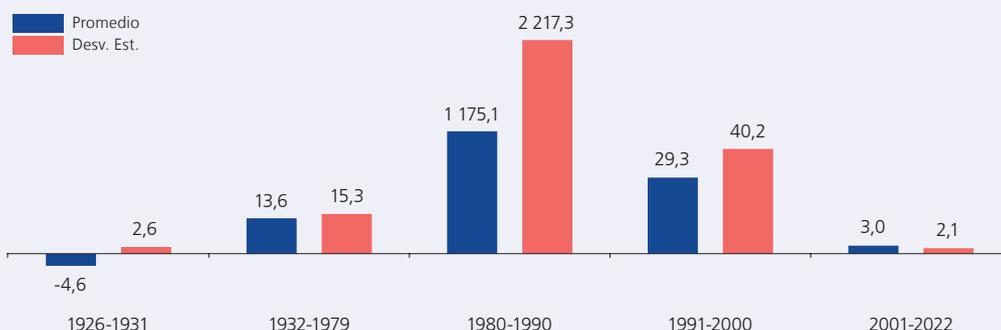
del producto, asociado a una reducción de 1 por ciento en la inflación.<sup>37</sup> Ball (1994) encuentra que las desinflaciones son costosas y envuelven una ratio de sacrificio.<sup>38</sup> Además, muestra que estos costos son decrecientes en la velocidad de desinflación. Países que recurren a una política monetaria más gradual tienden a experimentar mayores costos. Por su parte, Tetlow (2022) reporta un recuento de estimaciones del ratio de sacrificio para Estados Unidos. El autor encuentra que en estudios previos y en su propia estimación se identifica el siguiente hecho consistente: reducir la inflación siempre requiere de una reducción del crecimiento.

Es importante notar que estos costos de desinflación en términos de una necesaria reducción del dinamismo de la demanda agregada, respecto a su nivel potencial, son de carácter transitorio, y no envuelven costos de largo plazo. En general, el producto potencial mide el crecimiento sostenible del PBI en un contexto sin presiones inflacionarias o deflacionarias, y el cual depende de factores estructurales de la economía tales como la acumulación de factores productivos y la evolución de la productividad.

### Experiencia Peruana: 100 años de inflación

En los últimos 100 años, el Perú ha experimentado múltiples choques de inflación, bajo diferentes regímenes monetarios.<sup>39</sup> De estos, el último régimen es el más estable y corresponde al de Metas Explícitas de Inflación que se adoptó desde 2002. En la publicación, Historia del Banco Central y la Política Monetaria en el Perú<sup>40</sup>, se documenta que la relación entre la evolución de la inflación, contexto macroeconómico y las decisiones del ente monetario inician casi desde su fundación.<sup>41</sup> Antes de 1993, destacan los eventos de hiperinflación y elevada inflación que coinciden con periodos de dominancia fiscal en los que los déficits fiscales se financiaban con emisión monetaria.

**INFLACIÓN EN EL PERÚ ENTRE 1926 Y 2022**  
(Promedio y volatilidad, en porcentaje)



Nota: Inflación fin de periodo. El nivel de la inflación se mide por el promedio temporal en cada periodo, en tanto que la estabilidad de precios está medida por la desviación estándar de la inflación en el mismo periodo. Las columnas de 1980-1990 contienen un corte de escala para mejorar la visualización del gráfico.  
Fuente: Estadísticas de 100 años del BCRP, BCRPData.

- 37 La brecha producto es la diferencia entre el PBI observado respecto a su nivel potencial. Otro indicador de presiones de demanda es la brecha o ciclo del desempleo, medido como la diferencia entre el nivel de desempleo respecto a su nivel tendencial.
- 38 Ball, L. (1994). *What determines the sacrifice ratio?* In *Monetary policy* (pp. 155-193). The University of Chicago Press.
- 39 Las estadísticas de inflación de los últimos 100 años están disponible bajo *Estadísticas de 100 años del BCRP* en BCRPData.
- 40 *Historia del Banco Central y la Política Monetaria en el Perú*, Tomo I y II, 2023. Editado por M. Vega y L. F. Zegarra.
- 41 El 9 de marzo de 1922 se promulgó la Ley de creación del Banco de Reserva del Perú (BRP). Las funciones principales que se le asignó fueron la realización de operaciones monetarias y cambiarias, la administración de las reservas en el exterior y la emisión de billetes. En 1932 se suspende la convertibilidad del patrón oro para contener la deflación ocasionada por la reducción de la masa monetaria a la luz del déficit de balanza de pagos de la época.





Entre 1922 y 1932 Perú experimentaba episodios deflacionarios, los que se logran revertir a inicios de los años 30. En particular, fue importante la decisión del BCRP de mantener bajo su control la convertibilidad del dinero fiduciario en 1932.<sup>42</sup> Entre 1932 hasta 1979, año en que la constitución otorga autonomía al BCRP dentro del marco de la ley, destaca el incremento de la inflación en los años 40, en el contexto de la II Guerra Mundial, y un nuevo y mayor incremento de la inflación en los años 70, tras un periodo de turbulencia internacional por choques de petróleo y el derrumbe del sistema cambiarios de paridades fijas de Bretton Woods. En este periodo, la política del BCRP se enfocaba en defender la paridad cambiaria oficial y proveer financiamiento inorgánico al Gobierno.<sup>43</sup>

El periodo inflacionario internacional de finales de 1980 y el desorden monetario de los años 70, fueron precedentes del periodo hiperinflacionario peruano entre 1988 y 1990. Tras el programa de Gran Estabilización peruana, que inició en agosto de 1990, comenzó el periodo de desinflación más largo de la historia peruana.<sup>44</sup> Este programa revirtió exitosamente la hiperinflación y marcó el trayecto decreciente de la inflación a una senda de inflación sostenida y estable.

Desde 2001, un año antes de la adopción de las Metas Explicitas de inflación, inició el periodo de mayor estabilidad de precios en la historia económica del Perú de los últimos 100 años.<sup>45</sup> En este periodo, la economía peruana también ha enfrentado choques de inflación, pero que han sido controlados por acciones preventivas de política monetaria del BCRP.

Durante el régimen de Metas Explicitas de Inflación, se cuentan cinco episodios de choques de inflación en el que las expectativas de inflación se desviaron transitoriamente del rango meta.<sup>46</sup> 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. Estos periodos de incrementos en la inflación y posterior desinflación fueron cortos, con una duración total de entre 2 y 14 meses.

El episodio actual de choques de inflación, que inició en julio de 2021, ha sido el más largo en la historia reciente de las últimas dos décadas: a noviembre de 2023 las expectativas están fuera del rango meta por 29 meses. Comparado con los escenarios previos, el actual ha superado al periodo de choque inflacionario y desinflación previo más largo registrado, entre enero de 2008 y febrero de 2009.

42 El 28 de abril de 1931 se transformó el BRP en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). En esta fecha se establece que la función principal del BCRP sería el mantenimiento de la estabilidad de la moneda.

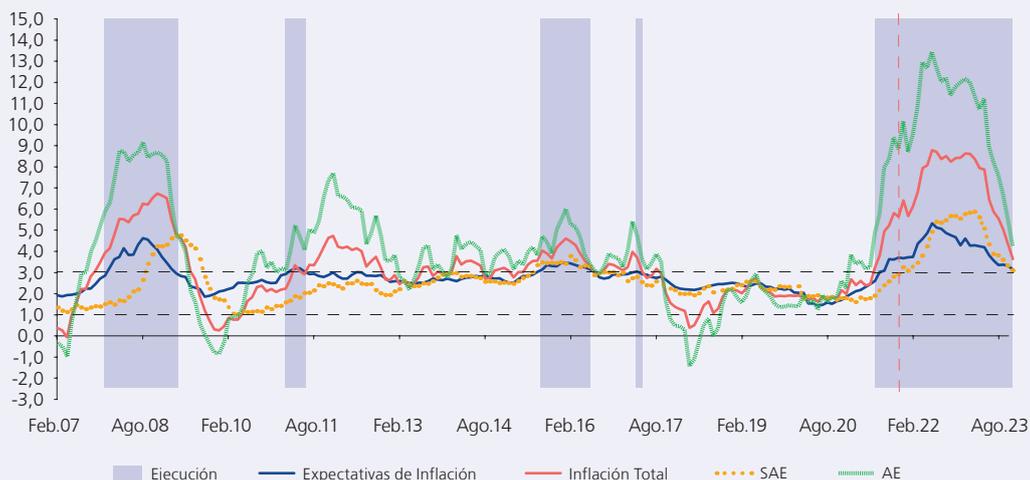
43 Cabe precisar que entre 1949 y 1954 se estableció un régimen de tipo de cambio dual, aunque eventualmente fue solo de jure, más no de facto.

44 Este programa de estabilización incluyó el fortalecimiento significativo de la autonomía del Banco Central, en la vigente Constitución de 1993, que establece que esta se da en el marco de su Ley Orgánica y le asigna como única finalidad la preservación de la estabilidad monetaria.

45 Si bien el esquema de Metas Explicitas de inflación inició formalmente en enero de 2002, ya desde 2001 el BCRP venía realizando acciones de transición. Así, en marzo de 2001 se realizó una conferencia de metas de inflación en el Perú, organizada de manera conjunta entre el BCRP y el FMI, donde se presentó un análisis del caso peruano, y se dieron, los primeros pasos para anunciar el esquema de metas explícitas de inflación, que se adoptaría a partir del año siguiente.

46 El Recuadro *La Respuesta de Política Monetaria Ante Choques de Oferta* del Reporte de Inflación de marzo 2022, describe los 4 eventos pasados de choques de inflación. Ver: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2022/marzo/ri-marzo-2022-recuadro-6.pdf>

**CHOQUES DE INFLACIÓN DESDE 2002: EPISODIOS DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN FUERA DEL RANGO META**



Episodios	Fechas	Duración 1/	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 (21 meses)	4,6	6,7	4,6	9,2	3,2	11,4
Episodio 2	Mar11-Jun11	4 meses (16 meses)	3,2	4,7	2,6	7,7	2,8	-0,9
Episodio 3	Jul15-Jul16	13 meses (16 meses)	3,5	4,6	3,8	6,0	3,5	15,1
Episodio 4	Mar17-Abr17	2 meses (9 meses)	3,1	4,0	2,8	5,4	3,3	-1,6
Episodio 5	Jul21 - ...	29 meses (30 meses) 2/	5,4	8,8	5,9	13,5	4,1	15,5

1/ Entre paréntesis se presenta el tiempo en cual la inflación total se mantiene fuera del rango meta.  
 2/ En el Episodio 5, el cálculo de la duración considera información ejecutada hasta noviembre 2023.

En este escenario, el Directorio del Banco Central de Reserva del Perú también ha actuado de forma oportuna e inició desde agosto 2021 un periodo de normalización de la posición de política monetaria, con una tasa de interés de política monetaria que se incrementó desde 0,25 por ciento hasta alcanzar un máximo de 7,75 por ciento en enero de 2023. Como resultado, desde el segundo trimestre de 2023, todos los indicadores tendenciales de inflación presentan variaciones interanuales cada vez menores respecto a los meses previos, aunque todavía se mantienen por encima del rango meta. Las expectativas de inflación 12 meses adelante también vienen revirtiendo consistentemente y se espera que estas alcancen el rango meta de la inflación a inicios del próximo año. Estas reducciones continuas e ininterrumpidas en estos indicadores dan señales cada vez más claras de una tendencia consistente a la baja en la inflación sin alimentos y energía y la inflación total. Consistente con esta reversión de inflación, desde setiembre de 2023 el BCRP empezó a adoptar una postura de política monetaria cada vez menos restrictiva.

**Conclusión**

La experiencia internacional y peruana muestran que la lucha ante choques inflacionarios puede ser prolongada. En todos los procesos de desinflación exitosos la consistencia de mantener políticas macroeconómicas restrictivas es clave, en particular la de política monetaria. Aunque los choques inflacionarios conllevan costos, las desinflaciones exitosas no se asocian con mayores deterioros en producción, empleo o salarios en el largo plazo, indicando el valor de la credibilidad y estabilidad macroeconómica.

