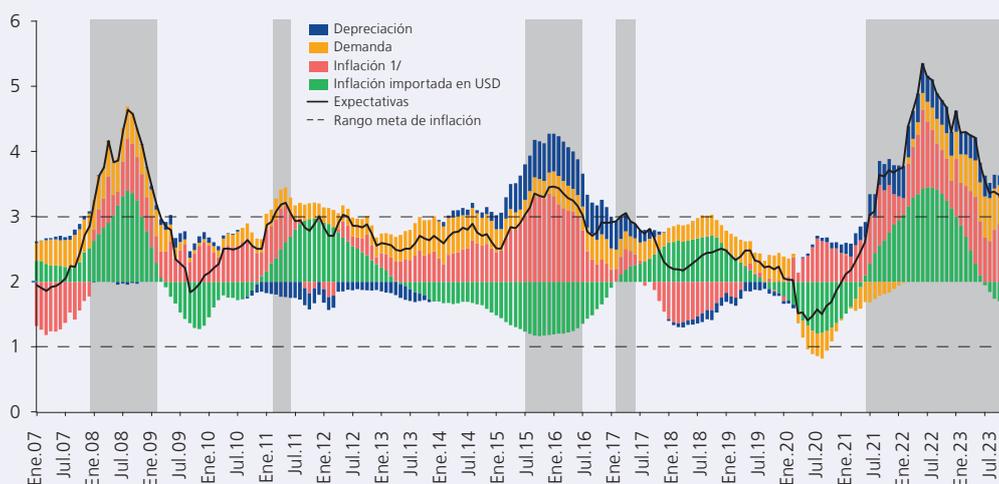


Recuadro 7 DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

En diciembre de 2023 las expectativas de inflación se situaron dentro del rango meta de inflación después de permanecer fuera de él durante 29 meses. Este evento representa el episodio inflacionario más prolongado experimentado por la economía peruana desde que el BCRP adoptó el esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI)²⁷. Este episodio se relaciona con diversos choques de oferta persistentes que se materializaron desde finales de 2021²⁸. Como consecuencia del notable impacto de estos choques sobre las expectativas de inflación, en este Recuadro se estudia la participación de diversos choques macroeconómicos en la formación de expectativas.

Desde que se adoptó el MEI en 2002 se han registrado cinco episodios inflacionarios. Para evaluar la determinación de las expectativas inflacionarias en dichos episodios, se descompone la dinámica de las expectativas entre sus determinantes: demanda, inflación, inflación importada en dólares y depreciación nominal²⁹. Para ello se estima un modelo de Vectores Autorregresivos Bayesiano Estructural con el que se calcula la contribución histórica de cada uno de estos determinantes.

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN, 2007-2023
(En var. % interanual y contribución porcentual)



1/ Choques a la inflación son todos los componentes que afectan a la inflación independientes de la demanda, la inflación importada en USD y la depreciación nominal. Un componente importante adicional a estos son las condiciones de la oferta agregada doméstica.
Nota: las zonas sombreadas en gris hacen referencia a los episodios inflacionarios (periodos en los que las expectativas de inflación superan el límite superior del rango meta de inflación).

La identificación de los choques estructurales del modelo se nutre de dos supuestos: Primero, se considera a la dinámica de la inflación importada en dólares como independiente de las demás variables³⁰. Segundo,

- 27 Se definen como episodios inflacionarios a los periodos en los que las expectativas de inflación superan el límite superior del rango meta de inflación. En un Recuadro de la Memoria Anual 2023 se hace un recuento de dichos episodios.
- 28 A finales de 2021 se observó una desincronización entre la recuperación de la oferta y la demanda al flexibilizarse las medidas de contención de la pandemia, producto de la debilitación de las cadenas de suministros. Posteriormente, el conflicto entre Rusia y Ucrania incrementó la cotización internacional de la energía y de los granos. Luego, en 2023, la economía peruana experimentó mayores costos asociados al Fenómeno El Niño Costero y a la conflictividad social.
- 29 La demanda se mide con la brecha del producto utilizada en el Modelo de Proyección Trimestral. Asimismo, la inflación incluye por separado a la inflación SAE y AE.
- 30 Esto implica que las variables domésticas no tienen impacto sobre la evolución de esta variable. Lo que, a su vez, hace referencia a que dicha variable es principalmente determinada por la variación de las cotizaciones internacionales de *commodities*.





se asume una causalidad recursiva en la que la variable más endógena son las expectativas de inflación. Así, el resto de las variables incluidas en el modelo tienen un impacto contemporáneo sobre las expectativas.

Los resultados de la descomposición histórica se pueden observar en el gráfico anterior. En general, vemos que los choques a la inflación explican la mayor parte de la variabilidad en sus expectativas. Esto se puede interpretar como una mayor contribución de choques de oferta domésticos, por ejemplo, el Fenómeno El Niño que produce cambios persistentes en los precios de alimentos seleccionados. De manera similar, se observa que la inflación importada en dólares es también un determinante importante de las desviaciones de las expectativas de inflación. Estos choques se pueden interpretar como los efectos de eventos inflacionarios externos que impactan en la economía peruana.

CONTRIBUCIÓN A LOS DESVÍOS DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN EPISODIOS INFLACIONARIOS

(Contribución porcentual)

Episodios	Duración (meses)	Inflación importada en USD	Inflación 1/ ¹	Demanda	Depreciación nominal	Desvío de expectativas respecto de 2 por ciento
Ene-08-Feb-09	14	0,94	0,50	0,47	0,00	1,92
Mar-11-May-11	3	0,49	0,59	0,30	-0,22	1,16
Ago-15-Jun-16	11	-0,80	1,20	0,34	0,58	1,32
Mar-17-Abr-17	2	0,15	0,29	0,27	0,31	1,03
Jul-21-Nov-23	29	0,72	0,74	0,26	0,36	2,09
Dentro del rango meta	192	0,11	0,16	0,18	0,02	0,47

1/ Choques a la inflación son todos los componentes que afectan a la inflación independientes de la demanda, la inflación importada en USD y la depreciación nominal. Un componente importante adicional a estos son las condiciones de la oferta agregada doméstica.

Los dos episodios inflacionarios más prolongados corresponden al último y al previo al de la crisis financiera. En ambos episodios, la contribución de la inflación importada en dólares y de la inflación doméstica fueron los más relevantes. Esto es consistente con la importante volatilidad de origen externo experimentada en ambos episodios, que se interpretan como choques de oferta externos persistentes.

En el último episodio inflacionario, la contribución de los choques a la inflación es marginalmente mayor que la inflación importada al explicar las desviaciones de las expectativas de inflación. Esto es consistente con los choques de oferta domésticos asociados al Fenómeno El Niño y a las interrupciones en la cadena de suministros debido a las protestas que ocurrieron durante este periodo. Estos choques han sido mayores en efecto que los choques de oferta domésticos presentes durante 2008.

Asimismo, la persistencia de los choques en este último episodio inflacionario ha sido mayor que durante la crisis financiera. El país siempre ha estado sujeto al Fenómeno El Niño e inestabilidad interna que puede llegar a interrumpir la cadena de suministros con el consiguiente impacto en los precios finales. Sin embargo, en el caso más reciente, la intensidad de ambos tipos de choques ha sido mayor y se ha extendido por una mayor cantidad de tiempo. Esta contribución ha sido más relevante incluso si se considera que las presiones positivas de demanda sobre la inflación eran mucho mayores durante 2008, mientras que la brecha del producto ha tenido un impacto negativo en el episodio reciente. Finalmente, los choques de demanda y la depreciación nominal del sol contribuyeron positivamente a mayores expectativas de los agentes económicos en ambos episodios.

Mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta es central para cumplir con el mandato constitucional del BCRP de mantener la estabilidad monetaria. De acuerdo con ello, es imperativo entender el mecanismo de formación de expectativas y cómo dichas expectativas se vinculan con los diversos choques que afectan regularmente a la economía. Así, se pueden proponer respuestas de política monetaria apropiadas y oportunas de acuerdo con las características del choque experimentado.