

Recuadro 6

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LA INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA

El contexto internacional está actualmente caracterizado por una considerable incertidumbre en torno a la política comercial global, lo que introduce riesgos para la evolución futura de la inflación. Con el propósito de cuantificar la influencia relativa del canal comercial en la inflación, este recuadro analiza las contribuciones históricas de los choques de oferta externos (representados por la inflación importada en dólares, los fletes y la depreciación), los choques de oferta internos y los choques de demanda. Este análisis se realiza sobre el componente tendencial de la inflación sin alimentos y energía (SAE).

Desde que se adoptó el esquema de metas explícitas de inflación (MEI) en el año 2002, se han registrado tres episodios inflacionarios prolongados, los que se documentan en recuadros previos del Reporte de Inflación.³⁴ En este recuadro se evalúan los determinantes de la inflación SAE durante dichos episodios. Para ello se estima un modelo de Vectores Autorregresivos Bayesianos Estructurales, con los que se calcula la contribución histórica de cada uno de los determinantes a lo largo de la muestra analizada. El modelo se enfoca en la descomposición de la inflación SAE entre sus determinantes: la inflación importada en dólares y fletes, la depreciación nominal, otros choques de oferta, y choques de demanda.³⁵ Cabe señalar que todas las variables fueron expresadas en variaciones interanuales.

La identificación de los choques estructurales del modelo se nutre de dos supuestos: Primero, se considera las dinámicas de la variación interanual de la inflación importada en dólares y fletes como independientes de las demás variables.³⁶ Segundo, se asume una causalidad recursiva en el siguiente orden: la inflación importada en dólares y fletes, inflación AE, brecha producto, inflación SAE, tasa de política, la depreciación nominal y las expectativas de inflación como la variable más endógena.

Es importante comprender la dinámica de la inflación SAE por su comportamiento más tendencial y por su mayor sensibilidad ante cambios de la demanda, características que la hacen relevantes para la formulación de la política monetaria. Es importante tener en cuenta que la contribución de la demanda siempre se verá atenuada por el efecto anticíclico de la política monetaria. Por lo tanto, aunque la inflación SAE muestre una mayor sensibilidad a la demanda, las contribuciones estimadas de la demanda serán en general reducidas.

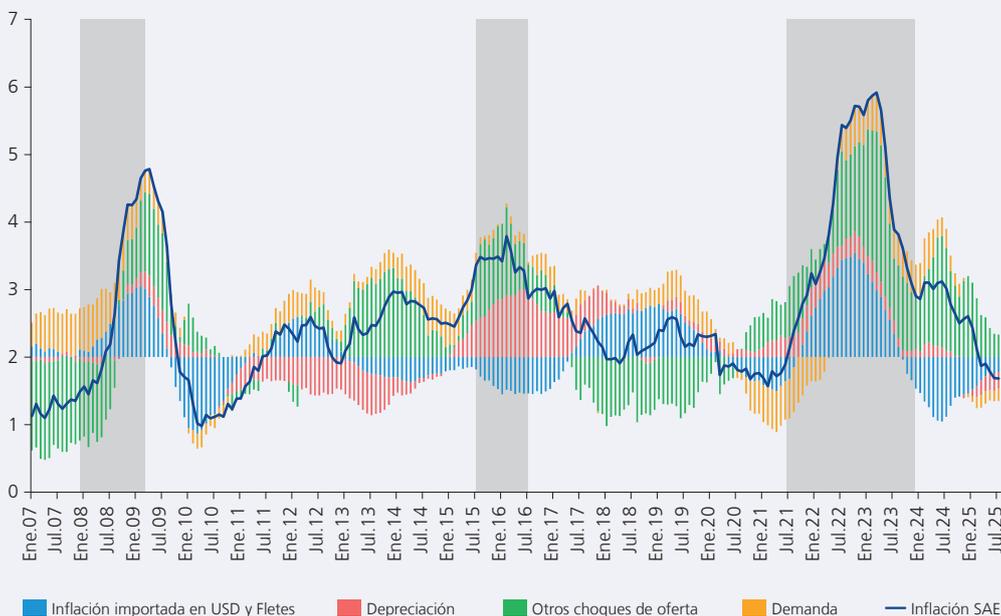
En el primer episodio inflacionario, los choques a la inflación importada en dólares fueron el principal factor de los desvíos respecto al centro del rango meta. La depreciación nominal, por su parte, tuvo una relevancia notable durante el segundo episodio inflacionario. En contraste, en el episodio más reciente, los principales impulsores fueron otros choques de oferta, particularmente el Fenómeno del Niño y la conflictividad sociopolítica. A estos le siguieron la inflación importada en dólares y los fletes, lo cual es consistente con las disrupciones en la cadena de suministro global observadas durante la pandemia y el período subsiguiente.

34 Ver Recuadro 7 “La descomposición histórica de las Expectativas de Inflación” en Reporte de Inflación de Junio 2024. Nótese que este recuadro se enfoca sólo en aquellos episodios inflacionarios que duran más de 3 meses, y por ello se denominan “episodios inflacionarios prolongados”.

35 La medición de la inflación importada en dólares se basa en el índice de precios de importaciones, el cual deriva de los registros aduaneros de precios FOB (*Free On Board*), excluyendo, por consiguiente, los costos de transporte y seguro. No obstante, se incorpora una métrica de fletes, construida a partir de un índice que refleja los costos por tonelada importada reportados a la SUNAT por los importadores; se excluyen los registros sin este costo para evitar sesgos a la baja y el índice se pondera según los socios comerciales. La demanda se cuantifica mediante la brecha de producto del Modelo de Proyección Trimestral y el impacto de la tasa de política monetaria. Finalmente, los otros choques de oferta abarcan la dinámica inflacionaria de los componentes SAE y AE, así como las expectativas de inflación, que no son explicables por las demás variables del modelo.

36 Esto implica que las variables domésticas no tienen impacto sobre la evolución de estas variables. Lo que hace referencia a que los fletes dependen principalmente del flujo comercial global y la inflación importada en dólares es principalmente determinada por la variación de las cotizaciones internacionales de *commodities*.

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DE LA INFLACIÓN SAE



CONTRIBUCIÓN PROMEDIO A LOS DESVÍOS DE LA INFLACIÓN SAE EN EPISODIOS INFLACIONARIOS

Episodios	Duración (meses)	Inflación importada en USD y Fletes	Depreciación nominal	Otros choques de oferta	Demanda	Desvío respecto de 2 por ciento
1. Ene.08 - Feb.09	14	0,59	0,01	-0,28	0,52	0,84
2. Ago.15 - Jun.16	11	-0,46	0,83	0,99	0,09	1,45
3. Jul.21 - Nov.23	29	0,72	0,40	1,08	0,02	2,23
Período reciente						
Jun.24 - Jul.25	14	-0,51	-0,08	0,92	0,00	0,34

Nota: Las áreas sombreadas corresponden a los episodios inflacionarios, definidos como aquellos periodos en los que las expectativas de inflación superan el límite superior del rango meta de inflación por al menos 3 meses. La inflación importada en USD y Fletes es un índice conjunto del precio de importaciones FOB en dólares y el costo por fletes. Se construye ponderando por la participación en el valor total del año 2007.

Dado que la inflación SAE es una métrica con persistencia considerable y reducida varianza, los choques que la afectan requieren una duración prolongada para trasladarse a ella. Por esta razón, la reversión de los precios importados y fletes observada tras el último episodio inflacionario se ha reflejado en la inflación SAE con rezagos importantes.

Las descomposiciones históricas revelan que las condiciones externas no solo afectan directamente la canasta de bienes más sensible al comercio exterior, sino que también se propagan a las distintas medidas de inflación, incluyendo a la inflación subyacente. Dada la sensibilidad dinámica de la inflación frente al contexto internacional, la incertidumbre que define el periodo actual exige un seguimiento continuo de los acontecimientos. Esto le permitirá al BCRP responder de manera adecuada y oportuna al cambiante escenario global, asegurando el cumplimiento de su mandato y, por ende, mejorando el bienestar social.

