

## 4. ¿TARDÓ EL BANCO EN INICIAR SUS CICLOS MONETARIOS?

---

Mauricio Villamizar-Villegas

Bibiana Taboada Arango

Manuela Bernal

Se ha discutido mucho sobre el momento en el que el Banco de la República decidió iniciar su ciclo de ajustes a la tasa de política monetaria (TPM) durante los ciclos económicos pospandemia. ¿Estuvo acaso atrasado, adelantado o a tiempo al aumentar o disminuir la tasa de política durante estos momentos de importantes cambios en la economía? Un veredicto incompleto solo usaría las fechas de los movimientos en la tasa de política, las compararía con las fechas correspondientes en otros países y sobre eso daría su decisión. Sin embargo, para evaluar si las decisiones de iniciar los procesos de contracción y expansión monetaria fueron oportunas poco importa si estas se realizaron antes o después *en el tiempo* relativo a otros países. Lo correcto para hacer este tipo de apreciaciones (que es en lo que se enfoca este análisis) es evaluar y comparar los distintos indicadores económicos, tanto observados como esperados, en el momento del inicio de los ciclos monetarios.

En la primera parte de este capítulo nos centramos en el inicio del ciclo de contracción monetaria de 2021-2022 que se dio a raíz del gran episodio inflacionario de la pospandemia. En la segunda parte, comparamos el ciclo bajista de tasas de 2023-2024. Para el análisis consideramos los siguientes países: Chile, Brasil, Perú, México, Estados Unidos y Colombia. De forma ilustrativa, en los Gráficos 4.2-4.13 mostramos la dirección que representaría una mayor demora por parte de los países considerados. El concepto de demora cambia dependiendo de si se comienza un ciclo de subidas o bajadas de la tasa de política monetaria. Un país se demora en comenzar las subidas de su tasa de política cuando la economía está demasiado recalentada, con esto nos referimos a altos niveles de inflación y crecimiento, junto a posturas monetarias muy expansivas. De forma similar, un país se demora en comenzar las bajadas de su tasa de política cuando la economía está deteriorada junto a posturas monetarias contractivas.

## 1. INICIO DEL CICLO DE SUBIDAS (2021-2022)

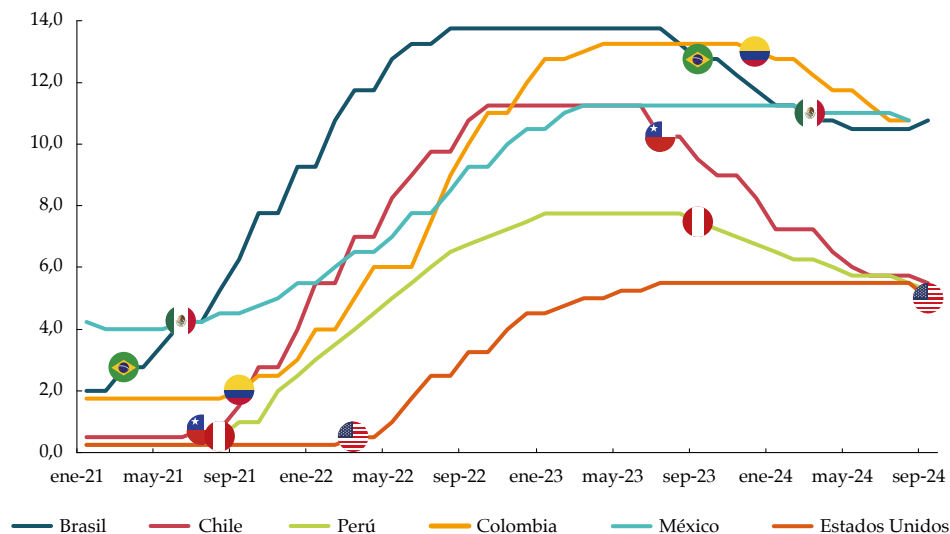
En una primera inspección de las fechas en las que los bancos centrales de los países analizados comenzaron el proceso de normalización monetaria, Estados Unidos se destaca por ser el último de la lista. En este país se decidió aumentar el rango objetivo de la tasa de la Reserva Federal desde su mínimo de 0,25% (límite superior) apenas en marzo de 2022; esto es, un año después de Brasil, el primer país en iniciar el ciclo alcista de su tasa de política.

Enfocándose en la región, Colombia aparece como el último país en subir su tasa de política y, aunque lo hizo en 2021 en vez de esperar hasta el 2022 como Estados Unidos, la primera impresión que se tiene es que la decisión se tomó tarde. Como se mencionó, Brasil comenzó en marzo, mientras que México, Chile, Perú y Colombia lo siguieron en junio, julio, agosto y septiembre, respectivamente. Esto se puede observar en el Gráfico 4.1, donde los círculos señalan el inicio de los ciclos alcistas y bajistas. Sin embargo, la fecha por sí sola no es soporte suficiente para concluir que Colombia se atrasó. A continuación, se analizan una serie de indicadores que cada banco central conocía y bajo los cuales tomaron la decisión de aumentar por primera vez la tasa de política desde su mínimo de pandemia.

**Gráfico 4.1**

**Fechas que marcaron el inicio de los ciclos monetarios para diferentes países**

(porcentaje)



Fuente: banco central de cada país.

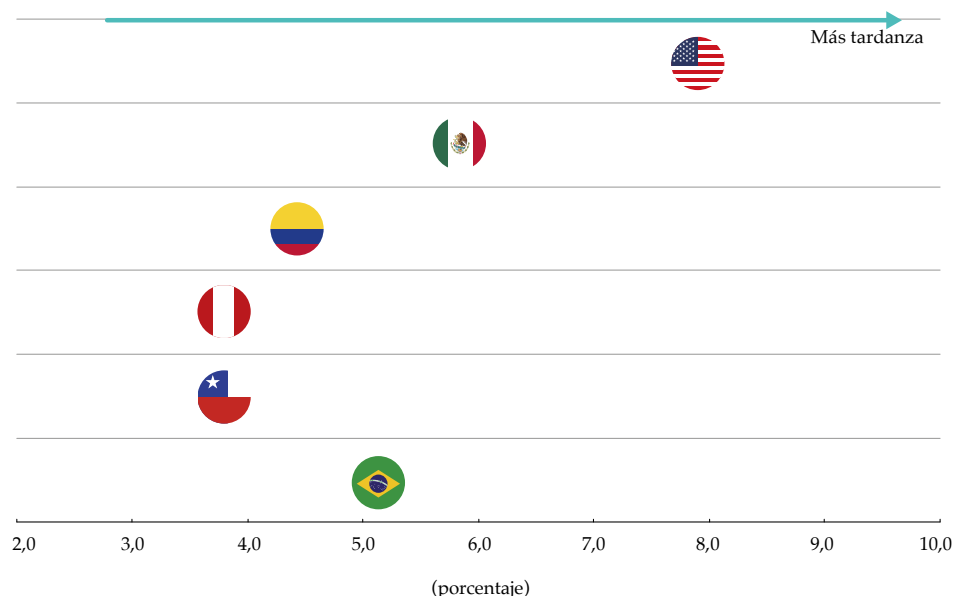
## 1.1 La inflación

Uno de los principales indicadores al que los bancos centrales hacen seguimiento para decidir sobre su tasa de política es, naturalmente, la inflación. El Gráfico 4.2 muestra el dato de inflación que cada banco central conocía al momento de subir su tasa (es decir, el correspondiente al mes anterior). Colombia, de tercero en la lista, no empieza en una mala posición.

Para todos los países de la región, la inflación conocida al momento del alza de su tasa llevaba varios meses alejándose de su meta: Chile tiene una meta del 3% ( $\pm 1\%$ ), por lo que su inflación (3,8%) se ubicaba dentro del rango; Perú tiene una meta del 2% ( $\pm 1\%$ ), por lo que su inflación (3,8%) se alejaba 0,8 puntos porcentuales (pp) del límite superior; Colombia tiene una meta del 3% ( $\pm 1\%$ ), por lo que su inflación (4,4%) se alejaba 0,4 pp del límite superior; la meta de Brasil era 3,75%, por lo que su inflación (5,2%) se alejaba 1,45 pp; y la inflación en México (5,9%) se alejaba 2,9 pp de su meta del 3%.

Es primordial tener en cuenta dos cosas. Primero, que en el momento de la toma de estas decisiones no se sabía el alcance tan fuerte y generalizado que iba a tener el alza en los precios. Incluso,

**Gráfico 4.2**  
Inflación observada al empezar a subir la tasa de política



Nota: el dato de inflación corresponde al mes anterior de la subida de la tasa de política.

Fuente: bancos centrales para Latinoamérica y Bureau of Labor Statistics para Estados Unidos.

muchos economistas como Paul Krugman, Joseph Stiglitz y Alan S. Blinder, así como el gobernador y Comité de Presupuesto de la Reserva Federal, llegaron a pensar que el fenómeno iba a ser leve y pasajero (estos y otros economistas fueron parte del llamado “equipo de inflación temporal”<sup>1</sup>). Segundo, los bancos centrales estaban en su momento sopesando permitir una inflación un poco por encima de la meta dado el aún incipiente avance de la reactivación económica. No es necesario recordar que el mundo acababa de superar una de sus peores crisis (y para muchos países, la peor) de su historia.

Por su parte, en Colombia los primeros cuatro meses del 2021 tuvieron una inflación menor al 2% (debajo del límite inferior del rango de tolerancia) y solo en el mes de agosto se sobrepasó el límite superior del 4%. Con esta información (conocida en septiembre) la Junta del Banco inició su ciclo alcista. El caso de Estados Unidos, por otro lado, es muy distinto al de los países antes mencionados: si bien también había cierta disposición para que la inflación se alejara de su meta del 2%, la diferencia era notablemente elevada, casi 6 pp por encima<sup>2</sup>.

## 1.2 Expectativas de inflación

Como se mencionó en el capítulo 2, la política monetaria actúa con rezagos de entre 9-12 meses sobre el producto y de entre 12-18 meses sobre la inflación. Por ello es que las autoridades monetarias deben monitorear lo que espera el mercado para dichos plazos.

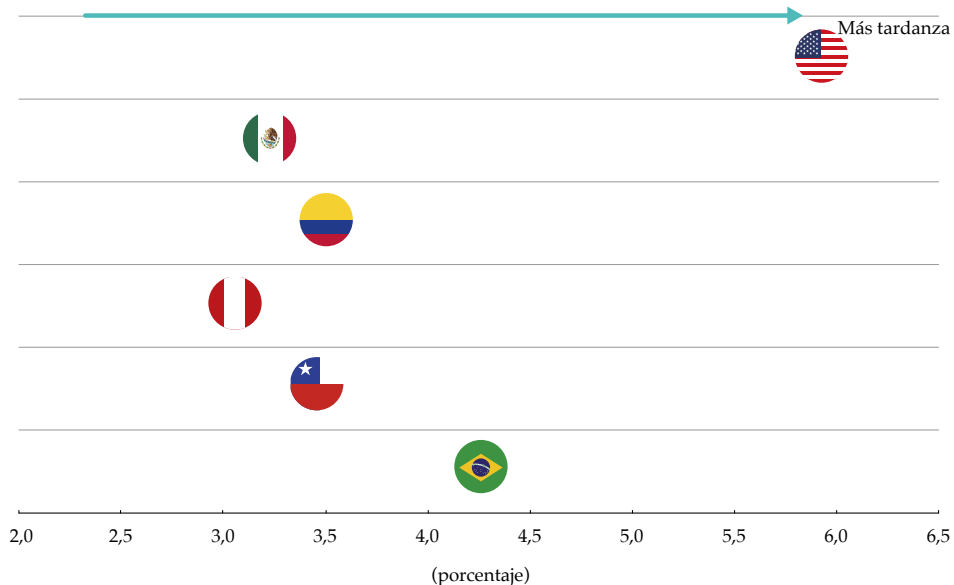
Al momento de la subida de tasas de política, las expectativas de inflación a 12 meses de los países de la región (Gráfico 4.3), si bien estaban por encima de los objetivos, no se mostraban muy alarmantes dado el contexto esperado de rebote de la actividad y un posterior aterrizaje suave. De nuevo, la excepción a esta relativa calma fue Estados Unidos, cuyas expectativas de inflación a 12 meses desde febrero de 2022 no mostraban indicios de convergencia a una inflación baja y estable.

---

1 Véase la columna de opinión de Alan S. Blinder “Team Transitory Had a Point About Inflation” publicada el 19 de julio de 2023 en el *Wall Street Journal*.

2 Precisamos que, para la Reserva Federal, la inflación relevante para cumplir la meta es la del *personal consumption expenditure* (PCE, por su sigla en inglés) y no la del índice de precios al consumidor (IPC), aunque ambas resultan muy similares.

**Gráfico 4.3**  
**Expectativas de inflación a 12 meses al empezar a subir la TPM**



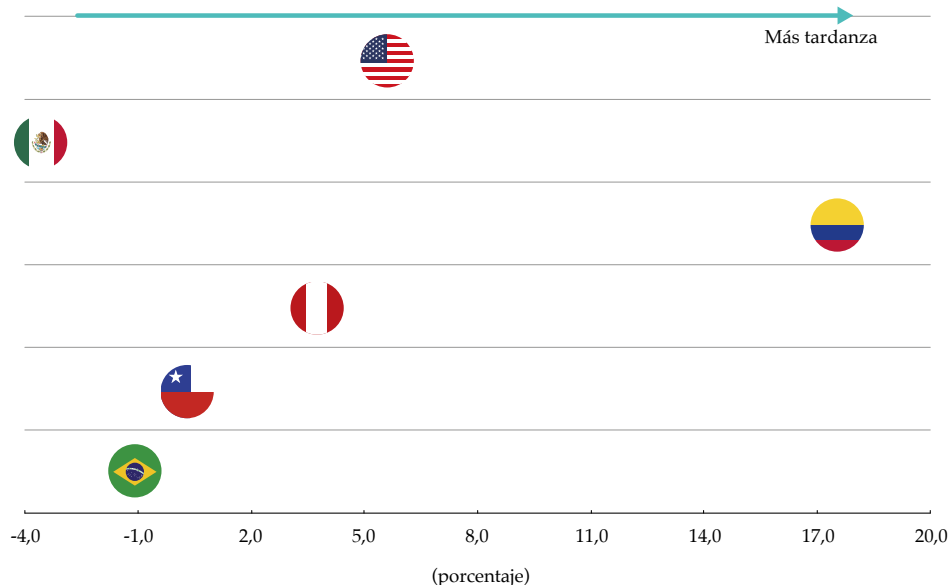
Nota: el dato de expectativas de Chile, Brasil y Colombia corresponde al mismo mes en el que se subió la TPM, mientras que el dato de Perú, México y Estados Unidos corresponde al mes anterior. Esto se debe a los tiempos en los que se publica cada encuesta.

Fuente: encuestas a analistas económicos realizadas por los bancos centrales de Latinoamérica y a consumidores por la Reserva Federal.

### 1.3 Crecimiento económico

La historia cambia totalmente al analizar el crecimiento del producto interno bruto (PIB) (Gráfico 4.4, variación anual del PIB trimestral). Los datos conocidos en el momento de la decisión corresponden ya sea al trimestre anterior o al de dos trimestres anteriores (dependiendo de los tiempos de publicación). Dentro de la región hubo países que se adelantaron considerablemente como México y Brasil cuyos datos eran de  $-3,6\%$  y  $-1,1\%$ , respectivamente (bastante desalentadores), así como países que reaccionaron ante datos de recuperación como Chile y Perú con crecimientos de  $0,3\%$  y  $3,8\%$ , respectivamente, y Colombia, donde se conoció un dato de crecimiento del  $17,6\%$ . Sin embargo, este crecimiento de Colombia (segundo trimestre de 2021) fue artificialmente alto puesto que se comparaba con el peor trimestre de la pandemia (segundo trimestre de 2020) donde hubo una contracción del  $17\%$  (a esto se le conoce como efecto base). Además, el crecimiento anual de Colombia en el primer trimestre de 2021 fue de

**Gráfico 4.4**  
**Crecimiento anual del PIB del trimestre al empezar a subir la TPM**



Nota: el dato de crecimiento de Colombia, Brasil, Estados Unidos y México corresponde al trimestre anterior al que se subió la TPM, mientras que el dato de Perú y Chile es el de dos trimestres atrás. Esto se debe a los tiempos en los que se publica la variable en cada país.

Fuente: institutos de estadística de cada país.

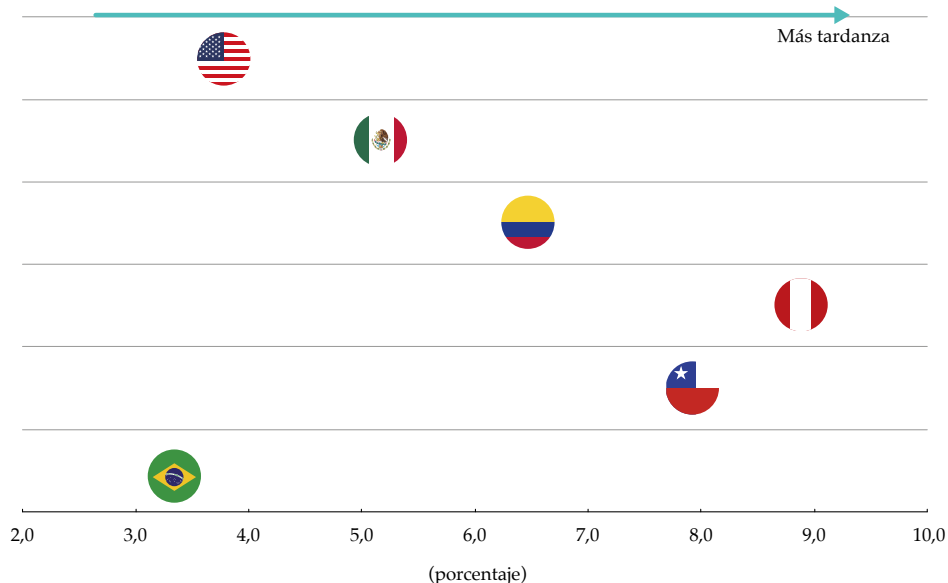
apenas 1,1%, caracterizado por una situación particularmente compleja de orden público y con fuertes implicaciones negativas sobre la actividad de algunos sectores económicos y regiones del país. Por su parte, Estados Unidos decidió esperar hasta 2022 para comenzar las alzas del rango de tasa de política y, en su momento, observó un crecimiento del 5,6%.

#### 1.4 Expectativas de crecimiento

Las expectativas de crecimiento del PIB (en este caso anual) son monitoreadas constantemente por las autoridades monetarias para informar sus decisiones de política. El Gráfico 4.5 muestra las expectativas de crecimiento anual que recolecta cada banco central y que conocía al momento de la decisión sobre su tasa de política.

Dentro de la región, Colombia estuvo en el medio: mientras que Brasil y México subieron su tasa de política cuando sus expectativas de crecimiento para 2021 se encontraban en el 3,25% y 5,25%, respectivamente, Colombia lo hizo cuando se encontraban en el 6,5%, y Perú y Chile lo

**Gráfico 4.5**  
**Expectativas de crecimiento del PIB anual al empezar a subir la TPM**



Nota: el dato de Chile y Brasil corresponde al mismo mes en el que se subió la tasa. El dato de Perú, Estados Unidos y México corresponde al mes anterior y el de Colombia al de dos meses atrás. Esto se debe a los tiempos en los que se publica cada encuesta.

Fuente: encuestas de analistas realizadas por los bancos centrales de cada país latinoamericano y por la Reserva Federal.

hicieron cuando estaban en el 9,0% y 8,0%, respectivamente. Notamos que, aunque desde meses atrás ya se esperaban crecimientos considerablemente más altos que los niveles históricos de cada país, estos se debían en gran medida a la reactivación de la demanda represada por la pandemia y al efecto base contable al comparar la producción de 2021 con la caída de 2020. Por ello, los bancos centrales no vieron los datos de alto crecimiento como señales inequívocas de que había que acelerar el inicio de la contracción monetaria.

Una última observación sobre las expectativas de crecimiento de Estados Unidos: no sería correcto afirmar que la Reserva Federal se adelantó a subir su rango de tasa de política monetaria comparándose con Latinoamérica, ya que sus crecimientos históricos y potenciales son distintos al tratarse de una economía desarrollada. La tendencia de crecimiento de Estados Unidos ha estado alrededor del 2%, por lo que un dato esperado del 3,7% (que sería más normal observar en países latinoamericanos) era inusualmente alto y requería de medidas para evitar que siguiera su comportamiento insostenible.

## 1.5 Postura monetaria

Otra forma de evaluar qué tan oportunas son las decisiones de ajuste a la tasa de política es mediante la postura monetaria (contractiva, expansiva o neutral) de los bancos centrales. Esta medida aunque algo técnica, puesto que combina la tasa de política monetaria, las expectativas de inflación (al deflactar la tasa de política monetaria) y el riesgo país<sup>3</sup>, es importante de analizar. Para facilitar su comprensión, dedicamos el Recuadro 3 para explicar su definición general, su historia y formas de medición.

Al ver los Gráficos 4.6 y 4.7 (correspondientes a la tasa real de política y a la postura de política monetaria, justo antes de que se subieran las tasas de política) se evidencia que el Banco de la República no llegó a ser tan expansivo como el Banco Central de Brasil, el Banco Central de Chile, el Banco Central de Reserva del Perú y la Reserva Federal cuando cada uno de estos comenzó su ciclo alcista. Incluso, dentro de la muestra de países analizados, puede decirse que Colombia se les adelantó en la decisión a todos menos a México, un caso interesante ya que su tasa de política mínima fue del 4,0% (considerablemente más alta que las tasas del resto de la región) y, por ello, no llegó a una postura tan expansiva durante la pandemia.

## 2. INICIO DEL CICLO DE BAJADAS (2023-2024)

De los seis países analizados, cuatro iniciaron la reducción de su tasa de política en 2023: Chile en julio, Brasil en agosto, Perú en septiembre y Colombia en diciembre. Por su parte, México redujo su tasa por primera vez en marzo de 2024 y Estados Unidos lo hizo hasta septiembre de 2024. Sin embargo, como lo argumentamos en la primera parte del capítulo, hace falta evaluar los mismos indicadores revisados en el ciclo alcista para concluir si el Banco tardó en tomar esta decisión.

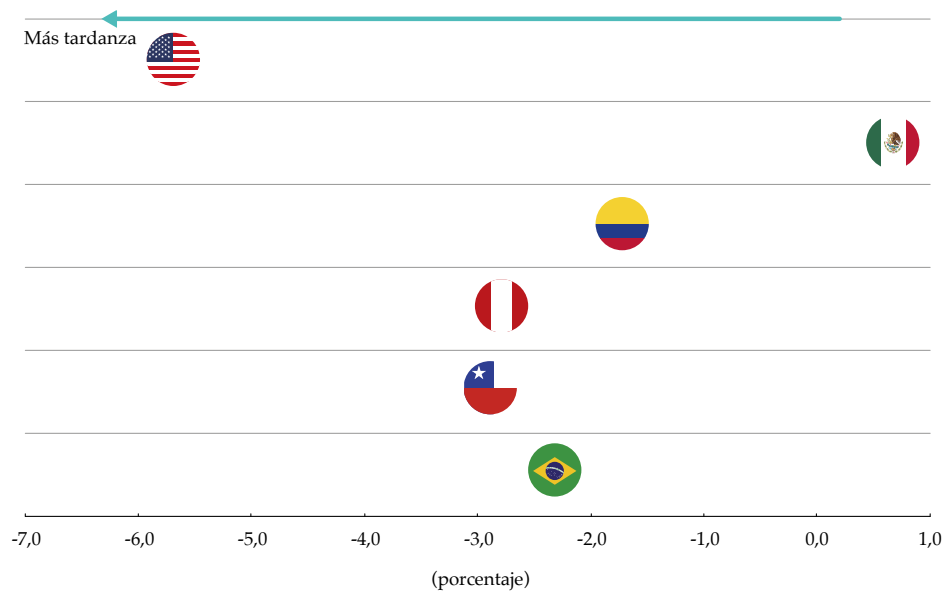
### 2.1 Inflación y expectativas de inflación

Tanto el dato de inflación observada como el de expectativas de inflación a 12 meses dan el mensaje de que la decisión del Banco de la República estuvo considerablemente adelantada a sus pares. Dicho de otra forma:

---

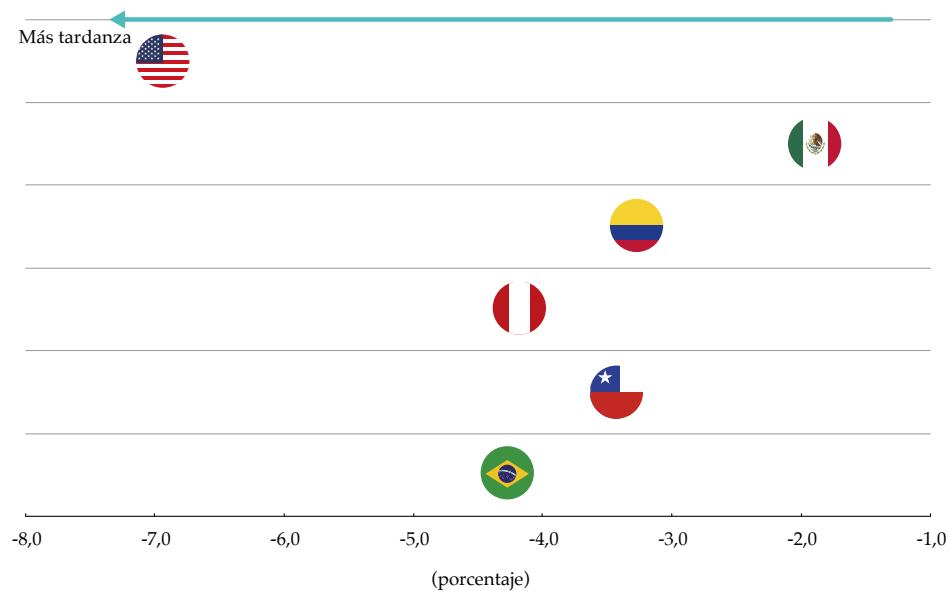
3 No hay una única medida para la postura de política monetaria, pero entre las más utilizadas está la diferencia entre la tasa real de política (deflactada con las expectativas de inflación a 12 meses) y la tasa real neutral de la economía (consistente con la meta de inflación y el producto potencial en el largo plazo) y que toma en cuenta el riesgo país de Colombia y Estados Unidos.

**Gráfico 4.6**  
**Tasa real de política (ex ante) al empezar a subir la TPM**



Fuente: bancos centrales y encuestas de expectativas de cada país.

**Gráfico 4.7**  
**Diferencia entre la tasa real de política y la tasa neutral al empezar a subir la TPM**



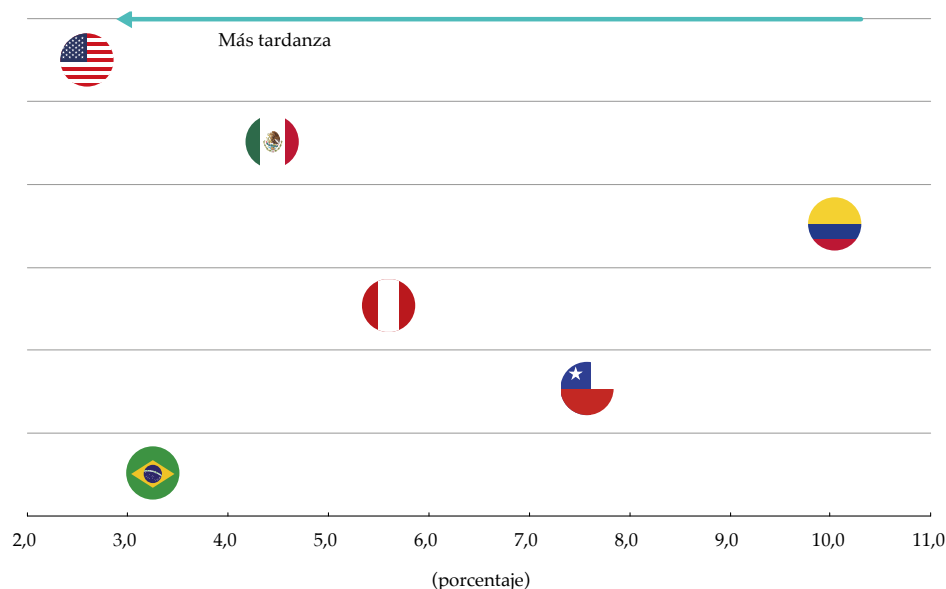
Fuente: bancos centrales y encuestas de expectativas de cada país.

la mayoría de los países esperaron hasta que la inflación estuviera en valores bajos, al menos inferior al 8% (Gráficos 4.8 y 4.9). Es evidente, también, que Colombia fue el único país que tenía la inflación en dos dígitos al momento de reducir su tasa de política.

Al contrastar estos datos surge la siguiente pregunta: si todos los choques de origen externo afectaron de forma similar a los países de la región, ¿por qué la inflación de Colombia (y sus expectativas) se separaron tanto de las del resto del grupo? La respuesta tiene varias aristas y, a continuación, enumeramos las principales:

1. Los choques internos fueron mayores a los de cualquier otro país. Desde 2021, Colombia perdió el grado de inversión por las calificadoras Fitch y Standard & Poor's. Adicional a esto, hubo protestas sociales, inestabilidad política, bloqueos de carreteras, un fenómeno de La Niña y un aumento considerable del riesgo país.
2. La fuerte depreciación del peso (más sobre este tema en el capítulo 5), además de tener efectos directos sobre los bienes transables, también tuvo efectos indirectos y amplificó la persistencia de los choques iniciales de oferta.

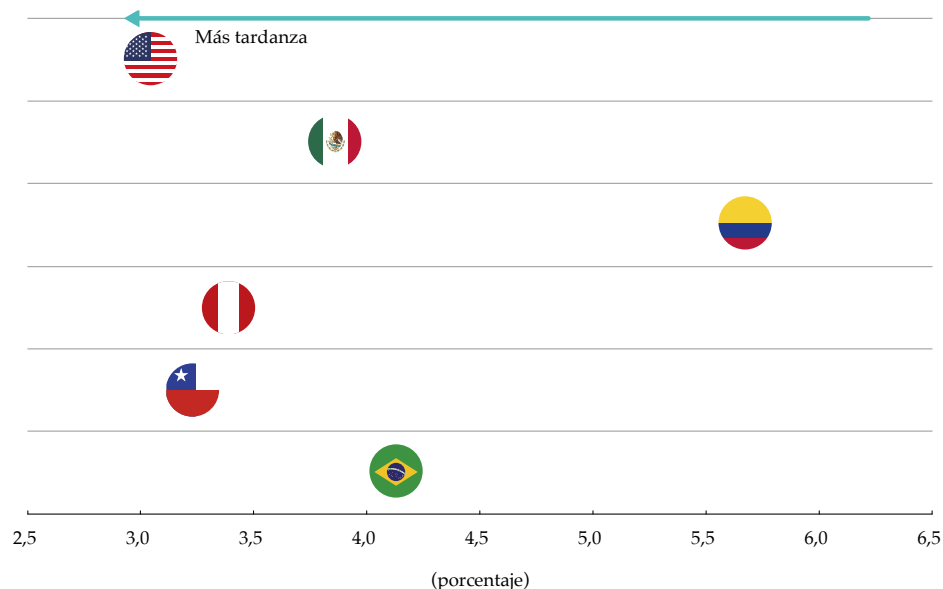
**Gráfico 4.8**  
Inflación observada al empezar a bajar la TPM



Nota: el dato de inflación corresponde al mes anterior de la bajada de la TPM para todos los países menos Brasil, cuyo dato es el de dos meses atrás.

Fuente: bancos centrales para los datos de Latinoamérica y Bureau of Labor Statistics para los de Estados Unidos.

**Gráfico 4.9**  
**Expectativas de inflación a 12 meses al empezar a bajar la TPM**



Nota: el dato de expectativas de Chile, Brasil y Colombia corresponde al mismo mes en el que se bajó la TPM, mientras que el dato de Perú, México y Estados Unidos corresponde al mes anterior. Esto se debe a los tiempos en los que se publica cada encuesta.

Fuente: encuestas a analistas económicos realizadas por los bancos centrales de Latinoamérica y a consumidores por la Reserva Federal.

3. La inflación de alimentos fue muy superior a la de nuestros pares. Parte de esto se explica por la depreciación del peso, factores climáticos adversos y las distorsiones en el suministro y distribución de alimentos ya sea por bloqueos o por el mal estado de las carreteras.
4. El proceso de indexación de precios es de los más altos de la región (especialmente en rubros como arriendos, educación y servicios) y, por ende, la inflación es más persistente.
5. El desajuste del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), donde se generaron subsidios de cerca de 80 billones de pesos durante 2021-2024, que se empezó a corregir (algo necesario para mantener la estabilidad fiscal) con incrementos mensuales de 200-600 pesos, llegando a un incremento total del 50% anual en 2023 en el precio de la gasolina<sup>4</sup>.

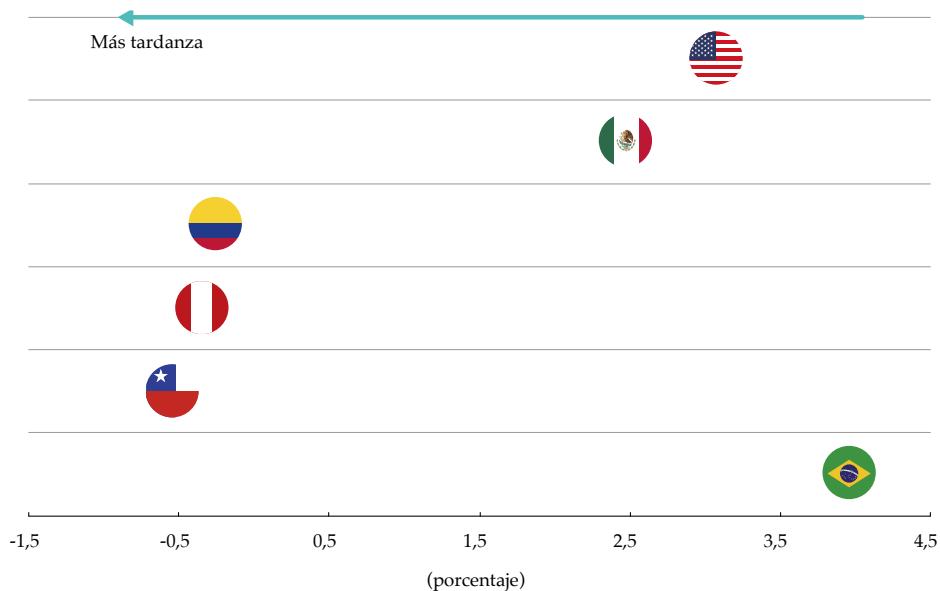
<sup>4</sup> Suponiendo una elasticidad de traspaso del 6% (cercana a los estimativos del Banco de la República y el Ministerio de Hacienda), el aumento de casi 6.000 pesos en la gasolina (60%) que hubo durante 2022-2023 implicaría 3,6 pp en la inflación.

## 2.2 Crecimiento y expectativas de crecimiento

Los Gráficos 4.10 y 4.11 muestran el crecimiento del PIB (variación anual del PIB trimestral) y las expectativas de crecimiento anual. Al momento del primer recorte de la tasa de política, el crecimiento observado fue negativo en la mitad de los casos, y las expectativas fueron menores a las cifras históricas de cada país, a excepción de Estados Unidos, cuya expectativa de crecimiento para 2024 (2,6%) es más positiva que su tendencia histórica. En el *ranking* relativo a este caso, a diferencia del *ranking* de la inflación, Brasil y México se adelantaron a Colombia, Chile y Perú.

Al analizar la situación de cada país saltan aspectos interesantes. En primer lugar, Brasil, México y Estados Unidos fueron los únicos países que, al momento de comenzar su ciclo bajista, contaban con datos positivos y bastante alentadores de crecimiento económico (tanto observados

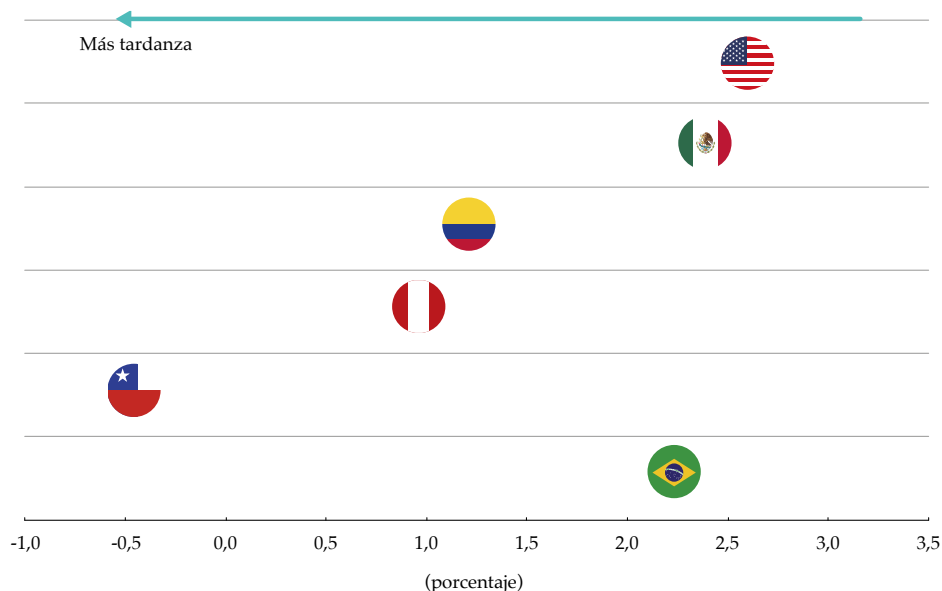
**Gráfico 4.10**  
Crecimiento anual del PIB del trimestre al empezar a bajar la TPM



Nota: los datos de crecimiento de Colombia, México y Estados Unidos corresponden al trimestre anterior al que se bajó la TPM, mientras que los de Brasil, Chile y Perú son de dos trimestres atrás. Esto se debe a los tiempos en los que se publica la variable en cada país.

Fuente: institutos de estadística de cada país.

**Gráfico 4.11**  
**Expectativas de crecimiento del PIB anual al empezar a bajar la TPM**



Nota: el dato de expectativas de Chile y Brasil corresponde al mismo mes en el que se bajó la TPM, los de Perú, México y Estados Unidos corresponden al mes anterior y el de Colombia a dos meses atrás. Esto se debe a los tiempos en los que se publica cada encuesta.

Fuente: encuestas a analistas realizadas por los bancos centrales de Latinoamérica y por la Reserva Federal.

como esperados) que venían desde el 2022 en el caso de Brasil y México y desde 2023 para Estados Unidos. En este sentido, evitaron una caída dramática en sus crecimientos en medio de sus esfuerzos por mantener inflaciones bajas. Chile, por otro lado, es el caso opuesto. En el tercer trimestre de 2022 creció cerca del 0%, luego tuvo dos trimestres consecutivos creciendo a tasas negativas (siempre con expectativas de crecimiento negativo) y en julio de 2023 fue el primero del grupo analizado en tomar la decisión de disminuir su tasa de política.

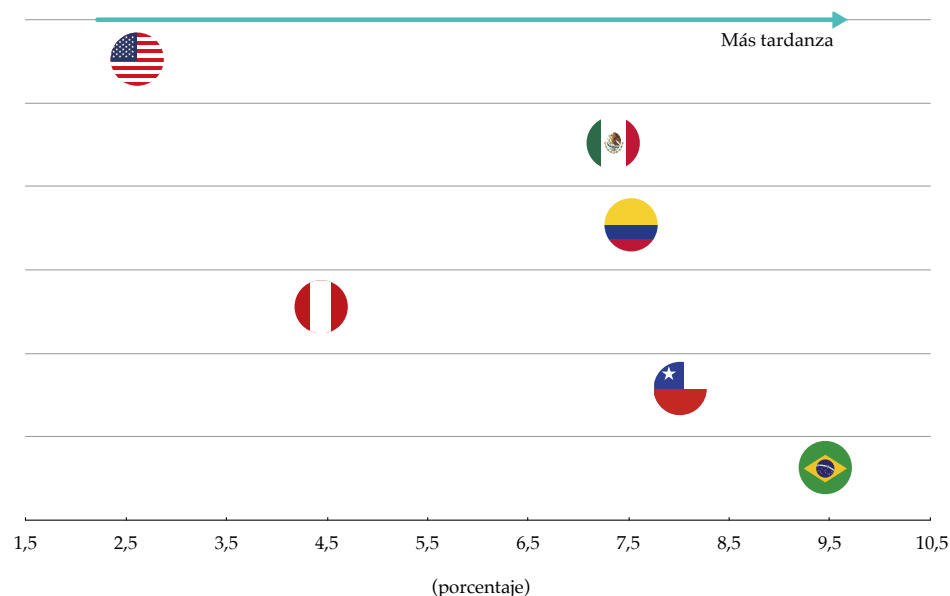
Por su parte, los casos de Colombia y Perú son algo similares: ambos decidieron bajar sus tasas de política cuando conocieron el primer dato negativo de crecimiento (tercer y primer trimestre de 2023, respectivamente) y, además, no esperaron a que sus expectativas de crecimiento para 2023 se siguieran deteriorando y pasaran a terreno negativo.

### 2.3 Postura monetaria

Viendo la postura de política monetaria (Gráficos 4.12 y 4.13) se observa que la decisión de Colombia, al igual que la de México, estuvo cerca del promedio (en el *ranking*) de los demás países considerados. Perú estuvo considerablemente adelantado a los demás dado que (incluso al ver ambas medidas de postura monetaria) no llegó a ser tan contractivo como estos. Chile, de forma opuesta, fue el que más se demoró según este criterio, llegando a tener una tasa real de política altamente contractiva, con un valor por encima del 8%. Resalta también que la política monetaria de Estados Unidos no llegó a ser tan contractiva como la de los países latinoamericanos.

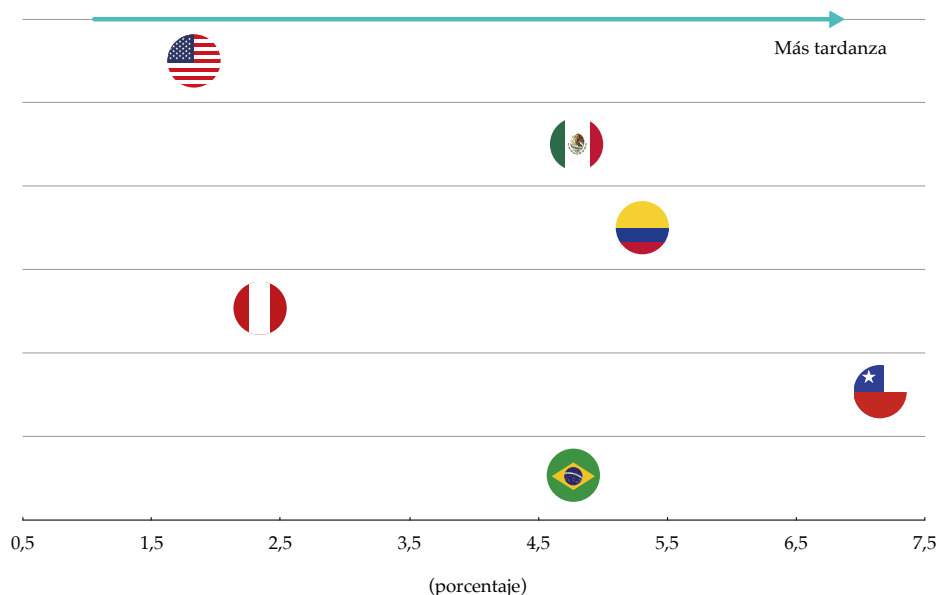
El caso de Brasil es interesante ya que con la medida de tasa real de política resulta ser el país más contractivo, pero, al descontar por la tasa neutral real, fue incluso menos contractivo que Colombia. La explicación a esto es que la tasa neutral real de Brasil ha sido históricamente más alta que la de sus pares. Según Perrelli y Roache (2019), factores como

**Gráfico 4.12**  
Tasa real de política (*ex ante*) al empezar a bajar la tasa de interés



Fuente: bancos centrales de cada país y encuestas de expectativas.

**Gráfico 4.13**  
**Diferencia entre la tasa real de política y la tasa neutral al empezar a bajar la tasa de interés**



Fuente: bancos centrales de cada país y encuestas de expectativas.

la elevada prima de riesgo, las brechas históricas entre la inflación y su meta y la alta deuda pública explican en gran parte la disparidad entre la tasa neutral real de Brasil y las del resto de la región.

## CONCLUSIÓN

Analizando algunos indicadores clave para la toma de decisiones de política monetaria, mostramos que la oportunidad del inicio de los ciclos de ajuste poco tiene que ver con las fechas calendario. En el caso de Colombia, a primera vista, parecería que las decisiones estuvieron demoradas frente a sus pares regionales, pero, al tener en cuenta este análisis condicional, se encuentra que estuvieron más bien cerca al promedio de los países considerados o, incluso, por delante de ellos. En particular, Colombia se ubicó por delante de la mayoría de los países cuando se analizan variables como la inflación, tasa real de política o postura expansionista al momento de subir tasas, y variables como la inflación y expectativas de inflación al momento de bajar tasas.

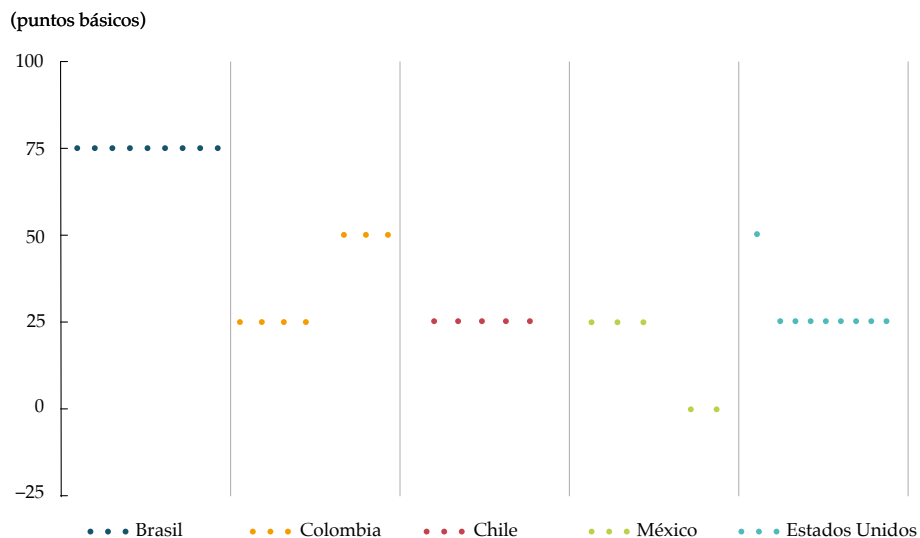
Más allá de determinar si el momento de inicio de los ciclos de contracción y expansión monetaria fue o no oportuno, este capítulo busca ilustrar la multiplicidad de variables y factores que afectan esta decisión de acuerdo con la información disponible en el momento preciso del ajuste de tasas y que se deben tener en cuenta en la evaluación de la pertinencia de las decisiones de la política monetaria. Esto es un claro contraste frente a la narrativa del debate público, que se limita a comparar las fechas calendario y a referirse a información actualizada que, en muchos casos, diverge de los pronósticos realizados anteriormente, más aún en tiempos de alta incertidumbre como los vividos en el periodo de pospandemia.

En cualquier caso, este análisis es parcial y se debe leer con cautela. Por un lado, no se exponen todas las variables que se tienen en cuenta a la hora de tomar decisiones de política ni todas sus posibles medidas, solo algunas ilustrativas. Este es el caso, por ejemplo, de la brecha del PIB que solo se publica de forma anual para la mayoría de los países y que difiere en metodología. En muchos casos se evalúan también variables sobre el mercado laboral, la estabilidad financiera, la cuenta corriente, los flujos de capitales, la credibilidad en el banco central y la política fiscal, entre otras, al momento de tomar decisiones de ajuste de tasas.

En segundo lugar, y como se expone en el capítulo 2, la política monetaria opera con amplios rezagos (entre 9-18 meses). Parte de esto se recoge en las expectativas de inflación y de crecimiento del presente análisis, pero el horizonte de tiempo exacto en el cual las decisiones de política afectan los precios y la actividad económica varía entre contextos y según los análisis de miembros de Junta. Además, nada garantiza que exista una simetría perfecta en las subidas y bajadas de tasa de política (sin mencionar no linealidades presentes en ambos ciclos). Por último, sobra decir que más allá del inicio del ciclo, importa también el ritmo al cual se realizan los ajustes subsiguientes y cómo estos responden a las variables aquí mencionadas y analizadas. El ciclo es un proceso dinámico que requiere una evaluación permanente de variables observadas y esperadas.

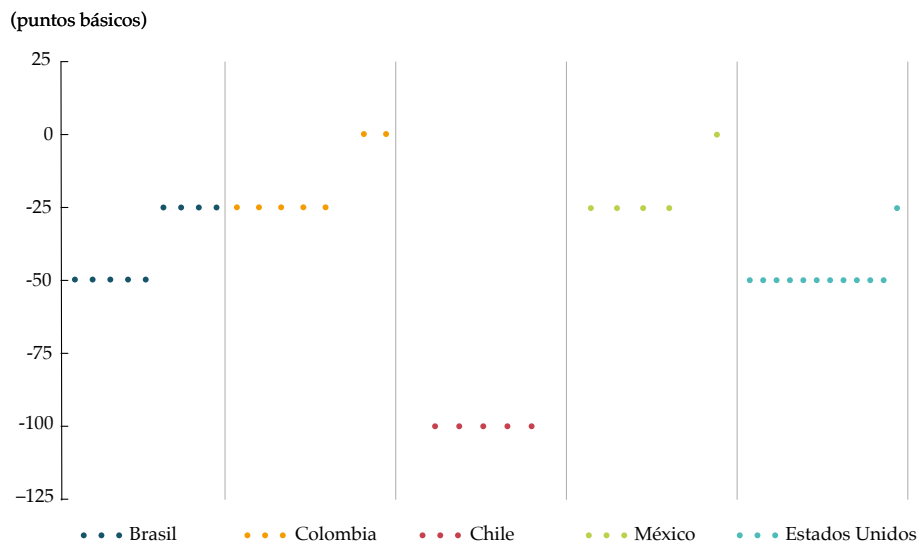
Finalmente, hay discrepancias marcadas entre los hacedores de política, no solo entre países sino dentro de una misma junta. Para ilustrar esta discrepancia entre los miembros de las juntas, los Gráficos 4.14 y 4.15 muestran la votación (*i. e.*, magnitud del ajuste) al momento de empezar el ciclo alcista y bajista, respectivamente. Se observa que Chile fue el único país donde hubo unanimidad en ambas ocasiones. En Brasil hubo unanimidad en la subida de tasas, pero la votación estuvo dividida (5 a 4) en la bajada y en Colombia la división fue de 4 a 3 en la subida y de 5 a 2 en la bajada.

**Gráfico 4.14**  
**Distribución de las votaciones en la primera subida de la TPM**



Nota: Perú es el único país de la muestra que no comunica la distribución de sus votaciones.  
Fuente: banco central de cada país.

**Gráfico 4.15**  
**Distribución de las votaciones en la primera bajada de la TPM**



Nota: Perú es el único país de la muestra que no comunica la distribución de sus votaciones.  
Fuente: banco central de cada país.

## REFERENCIAS

- Banco Central de Chile (2023). *Minuta de la Reunión de Política Monetaria del Banco Central de Chile*, julio.
- Banco Central de Chile (2021). *Minuta de la Reunión de Política Monetaria del Banco Central de Chile*, julio.
- Banco Central do Brasil (2023). *Minutes of the Monetary Policy Committee – Copom. 256th Meeting*, agosto.
- Banco Central do Brasil (2021). *Minutes of the Monetary Policy Committee – Copom. 237th Meeting*, marzo.
- Banco Central de Reserva del Perú (2023). *Nota informativa. Programa Monetario de setiembre 2023. BCRP redujo la tasa de interés de referencia a 7,50%, setiembre*.
- Banco Central de Reserva del Perú (2023). *Reporte de Inflación. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2023-2024, setiembre*.
- Banco Central de Reserva del Perú (2021). *Nota Informativa. Programa Monetario de agosto 2021. BCRP eleva la tasa de interés de referencia a 0,50%, agosto*.
- Banco de la República (2023). *Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República*, diciembre.
- Banco de la República (2021). *Minutas de la reunión de la Junta Directiva del Banco de la República*, setiembre.
- Banco de México (2021). *Minuta número 85. Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México*, junio.
- Federal Reserve (2022). *Minutes of the Federal Open Market Committee, March*.
- Perrelli, R. A.; Roache, S. K. (2019). "The Conquest of Lower Interest Rates in Brazil—Where Does Neutral Stand?", en A. Spilimbergo y K. Srinivasan (eds.), *Brazil: Boom, Bust, and the Road to Recovery*, Washington D. C.: Fondo Monetario Internacional, p. 241.