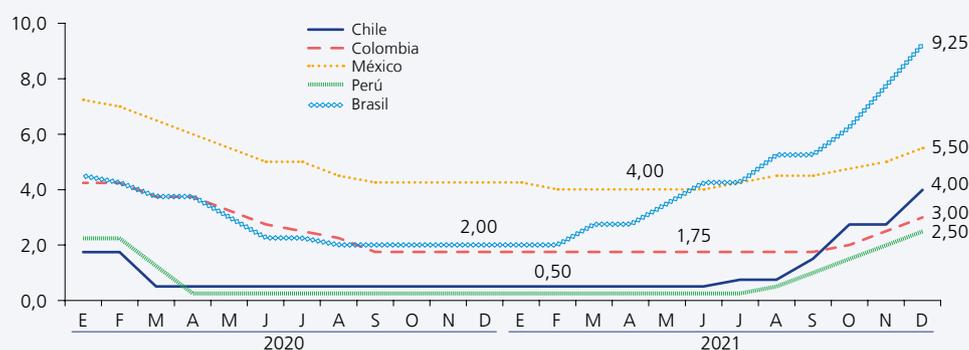


Recuadro 6 RETIRO DEL ESTÍMULO MONETARIO EN AMÉRICA LATINA

Luego del impacto inicial de la pandemia, los países de América Latina han venido recuperándose paulatinamente. Los bancos centrales de la región realizaron estímulos monetarios considerables para contrarrestar los efectos de la pandemia y las medidas restrictivas para su contención, además de diversas medidas para preservar la estabilidad del sistema financiero y evitar el rompimiento de la cadena de pagos. Muchas de estas medidas implementadas fueron transitorias y, con el avance de la recuperación de las economías, algunos bancos centrales han procedido a iniciar el retiro de estos estímulos, junto con la desactivación de las medidas extraordinarias adoptadas, en una coyuntura de crecientes presiones inflacionarias.

Por un lado, los bancos centrales de la región han empezado a subir sus tasas de interés de política monetaria. El Banco Central de Brasil fue el primero en iniciar un ciclo de alza de tasas en marzo de 2021, y elevó la tasa de política en 7 oportunidades hasta 9,25 por ciento en diciembre de 2021, desde el mínimo de 2,0 por ciento fijado en agosto de 2020. Por su parte, el Banco Central de Chile inició el retiro del estímulo monetario en julio de 2021; e incrementó la tasa de política en 4 oportunidades hasta alcanzar el nivel de 4,0 por ciento en diciembre de 2021 desde el mínimo de 0,50 por ciento fijado en marzo de 2020. Por otro lado, el Banco de la República (Colombia) comenzó a subir su tasa de interés de política en setiembre, elevándola en 3 oportunidades hasta alcanzar el nivel de 3,0 por ciento en diciembre. Asimismo, el Banco de México (Banxico) inició el retiro del estímulo monetario en julio de 2021, desde el mínimo de 4,0 por ciento fijado en febrero de 2021, incrementando la tasa de política en 5 oportunidades hasta alcanzar el nivel de 5,50 por ciento el 16 de diciembre de 2021.

TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN AMÉRICA LATINA: DICIEMBRE 2021 (En porcentaje)

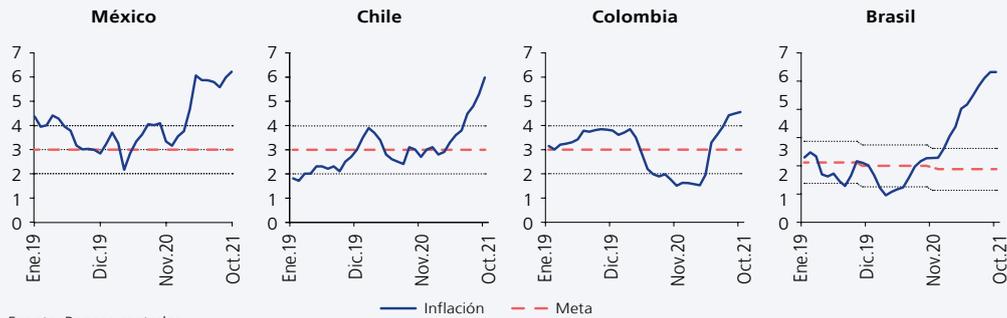


Fuente: Bancos centrales.

Los bancos centrales tomaron estas decisiones en un contexto de aceleración de las tasas de inflación en las economías. En Brasil la inflación alcanzó el límite superior del rango meta en enero de 2021 y lo superó al mes siguiente, mucho antes que en las demás economías, lo que motivó una reacción más temprana en el alza de tasas. Para Chile, la inflación en junio alcanzó el límite superior del rango objetivo y posteriormente continuó con una tendencia creciente. En el caso de México, en marzo la inflación anual alcanzó el límite superior de su rango objetivo, y en los meses siguientes continuó al alza. Por su parte, en el caso de Colombia la inflación de agosto superó el límite superior del rango meta, manteniéndose por encima de este en los meses posteriores. En general, las presiones sobre la inflación llevaron a un retiro del estímulo más pronto de lo previsto.

INFLACIÓN ANUAL Y METAS DE INFLACIÓN

(Var. % últimos 12 meses)

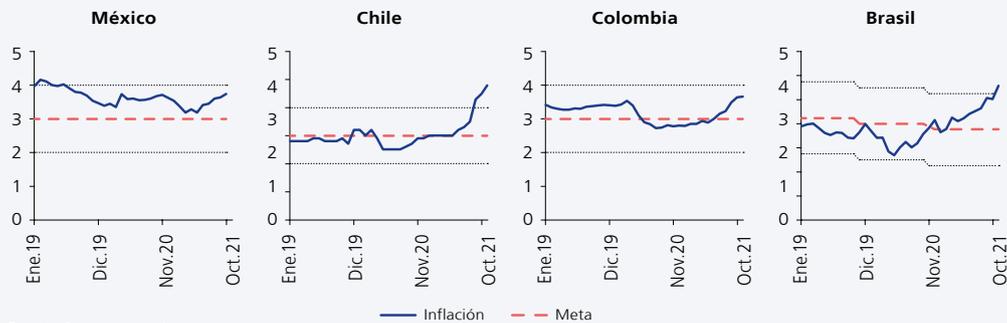


Fuente: Bancos centrales.

De manera similar, las expectativas de inflación a 12 meses en estas economías han venido creciendo, pero en menor medida que la inflación, acercándose al límite máximo de su meta de inflación en los casos de México y Colombia, y superándola en los casos de Chile y Brasil. Esto señalaría que los agentes esperan una inflación algo mayor incluso al siguiente año, lo que fue una motivación adicional para adelantar el retiro del estímulo monetario.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES

(Var. %)

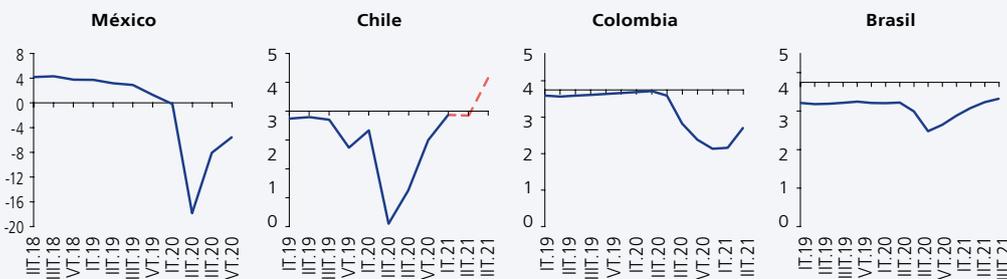


Fuente: Bancos centrales.

Asimismo, la brecha del producto se fue cerrando en estas economías, luego de la abrupta caída por los efectos de las restricciones inducidas por la pandemia. En el caso de México y Brasil la brecha ha ido reduciéndose, pero aún se encuentra en terreno negativo; en Brasil la brecha del producto se halla en niveles ligeramente superiores al periodo previo a la pandemia. En Chile se proyecta incluso una brecha positiva, mientras que en Colombia se espera que esté cerca a cero en 2022, luego de haber estado en terreno negativo en 2019.

BRECHA DEL PRODUCTO

(En porcentajes)



Fuente: Bancos centrales.





En este contexto, en estos cuatro países varias medidas transitorias aplicadas para la inyección de liquidez durante la crisis del COVID-19 han quedado sin efecto. En la mayoría de casos los instrumentos fueron creados con un carácter transitorio, aunque algunos se mantienen aún vigentes. En el caso de Chile, destacaron los programas de Facilidad Condicionada al Incremento de Crédito (FCIC) como mecanismo simultáneo de inyección de liquidez y apoyo al crédito. En total fueron 3 programas y el tercero estuvo vigente entre el 1 de marzo de 2021 y el 1 de setiembre de 2021.

En Colombia, la principal innovación durante la pandemia fueron las operaciones repo con títulos de cartera, las cuales continúan a discreción del Banco de la República. Las operaciones repo con títulos de deuda privada se usaron sólo por unos meses. El Banco de México fue el que más cronogramas estableció, medida por medida. Casi todos los cronogramas fueron ampliados en dos oportunidades, y en su gran mayoría han finalizado. Para varios instrumentos, se predeterminó una senda de reducción de los montos máximos de estos programas. En Brasil, destacó el programa de líneas de crédito temporal garantizadas con letras financieras, con el que inyectaron liquidez usando carteras de crédito y valores de empresas no financieros como colaterales; la reducción de sus colocaciones se inició en enero de 2021 y recién en junio se anunció su retiro paulatino.

CAMBIOS EN LAS MEDIDAS

	Mexico		Chile		Colombia		Brasil		Perú	
	Adopción	Retiro	Adopción	Retiro	Adopción	Retiro	Adopción	Retiro	Adopción	Retiro
Flexibilización/Incremento de Tasas	Feb.20	Jun.21	Mar.20	Jul.21	Mar.20	Sep.21	Mar.20	Mar.21	Mar.20	Ago.21
Reducción/Incremento de Encajes	Mar.20			Abr.20		Mar.20		Mar.20	Sep.21	
Inyeccion/retiro de liquidez	Abr.20	Feb.21 (Parcial)	Mar.20	Jun.21 (Parcial)	Mar.20		Abr.20	May.21 (Parcial)	Mar.20	
Compras directas/Reducción de títulos públicos		Mar.20		Mar.20				Dic.20		
Compras directas/Reducción de títulos privados				Mar.20						

Fuente: Bancos Centrales.

Por su parte, el BCRP ha realizado 5 alzas progresivas de la tasa de política monetaria iniciadas en agosto de 2021, desde el mínimo histórico de 0,25 por ciento que fue fijado en abril de 2020 y que fue la más expansiva de la región, hasta 2,5 por ciento en diciembre. Adicionalmente, realizó incrementos progresivos en la tasa de encaje medio en setiembre de 2021. Asimismo, se inició el retiro de algunas medidas de estímulo implementadas en 2020, tales como las Operaciones de Reporte de Reprogramación de Cartera de Crédito en octubre de 2021, y la elevación de las tasas de encaje en soles a partir de octubre. Sin embargo, a pesar de este gradual retiro del estímulo monetario, el BCRP aún mantiene una política monetaria expansiva.

Con respecto a la comunicación de los bancos centrales, esta se ha ido endureciendo a medida que la evolución de las variables señalaba presiones sobre la inflación. En el caso de Brasil esto se empezó a vislumbrar desde enero de 2021, realizando la subida de tasas en la reunión de política siguiente, y la continua presión sobre la inflación les hizo señalar su entrada a un terreno más *hawkish* de política monetaria a setiembre. El Banco de la República señalaba en julio de 2021 un cierre de espacio para la continuación del estímulo y en setiembre señaló la entrada de la normalización de su política monetaria. En el caso de Chile una fuerte recuperación de su actividad y un temor a efectos persistentes les hizo pasar de un retiro suave a uno más acelerado en octubre de 2021. Por otro lado,

en Banxico señalaban desde mayo de 2021 riesgos de los choques transitorios a la inflación y en la reunión siguiente se inició la subida de tasas, con el fin de evitar afectaciones en las expectativas de inflación.

COMUNICACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES

	México	Chile	Colombia	Brasil
Ene.21				Anuncia que las condiciones de forward guidance de agosto de 2020 ya no se cumplen, por las expectativas de inflación en alza.
Mar.21				Se considera que cesaron las condiciones para el estímulo extraordinario debido a una fuerte recuperación, expectativas y proyecciones de inflación por encima de la meta en el horizonte futuro. Se decide proceso de normalización parcial. Se eleva tasa Selic en 75 p.b. hasta 2,75%. Se prevé otro ajuste de la misma magnitud.
May.21	Ante los choques recientes sobre la inflación, el ajuste de precios relativos debe ser ordenado y no se debe afectar la formación de precios y las expectativas de inflación. Se decide mantener tasa, hacia futuro dependerá de las condiciones sobre la inflación.	A pesar de las mejoras en la actividad, la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política sigue requiriendo que el estímulo monetario sea altamente expansivo. La TPM se mantendrá en su mínimo de 0,5% por el tiempo necesario para que la recuperación de la economía termine de afianzarse.		Continuar la normalización parcial, se cree apropiada dado las estimaciones de inflación para así mantener algo del estímulo en la recuperación económica. Incremento de la tasa Selic en 75 p.b. a 3,50%. Se prevé otro ajuste de la misma magnitud.
Junio 2021	Se considera necesario reforzar la postura monetaria a fin de evitar afectaciones en las expectativas de inflación, lograr un ajuste ordenado de precios relativos y propiciar la convergencia de la inflación a la meta. Incremento en 25 p.b. al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 4,25%.	El dinamismo observado y esperado de la economía hace necesario una recalibración de la expansividad de la política monetaria en lo venidero. Se decide mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50%.		Incremento en la tasa Selic en 75 p.b. hasta 4,25%. La información relevante indica que esto ayudaría a mitigar los choques temporales a la inflación. Un deterioro de las expectativas de inflación podría requerir una reducción más rápida del estímulo monetario.
Jul.21		Se espera un cierre de la brecha de producto más rápido debido al impulso fiscal y de consumo. Lo que da las condiciones para la reducción del estímulo. Subida de tasa de interés de política monetaria en 25 p.b. hasta 0,75%. A pesar de ello la política monetaria continuará acompañando la recuperación de la economía.	Se estaría cerrando el espacio para mantener la magnitud actual del estímulo monetario, dado el comportamiento de la inflación y su posible persistencia, como también la revisión al alza de los pronósticos de crecimiento. Se mantiene la tasa en 1,75%.	
Ago.21	Por la diversidad, magnitud y el extendido horizonte en el que han afectado choques a la inflación, implican un riesgo para la formación de precios. Se considera necesario reforzar la postura monetaria. Incremento en 25 p.b. el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un nivel de 4,50%.	El rápido cierre de la brecha de actividad y la perspectiva de un incremento más persistente de la inflación hacen necesario intensificar el retiro del estímulo monetario. Incremento de la tasa de interés de política monetaria en 75 p.b. hasta 1,5%.		Incremento de la tasa Selic en 100 p.b. hasta 5,25%. Debido a una inflación más alta de lo usual, la estrategia de un ajuste monetario más rápido es lo más apropiado para mantener ancladas las expectativas.
Set.21	Choques transitorios a la inflación implican riesgos para la formación de precios y las expectativas de inflación. A fin de evitar dichos riesgos se consideró necesario reforzar la postura monetaria. Incremento en 25 p.b. del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un nivel de 4,75%. Se evaluará factores que inciden en trayectoria prevista para la inflación y en sus expectativas.		Mejora en la actividad. Riesgos de que la desviación de las expectativas de inflación respecto a la meta se convierta en un fenómeno persistente. Anuncio del inicio de un proceso de normalización de la política monetaria. Incrementó la tasa de interés en 25 p.b., llevándola a 2,0%.	Incremento de las tasas Selic en 100 p.b. a 6,25%. Se considera necesario avanzar a un ajuste monetario a terrenos restrictivos.
Oct.21		Las perspectivas para la inflación futura se han ido elevando. El Consejo ha decidido adelantar el retiro del estímulo monetario. Incrementó la tasa de interés de política monetaria en 125 p.b., hasta 2,75%. Ante la necesidad de evitar que se produzca un aumento más persistente de la inflación y un desvío de la meta.	Crecimiento y alzas en la inflación mayores a lo esperado. Incremento en la tasa de interés en 50 p.b., llevándola a 2,5%.	Debido al balance de riesgos y al deterioro de las proyecciones de inflación, se considera adecuado un avance a terrenos restrictivos. Incremento de la tasa Selic en 150 p.b. hasta 7,75%.
Nov.21	Incremento en 25 p.b. el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 5%. Se evaluará estrechamente el comportamiento de las presiones inflacionarias y otros condicionantes de la inflación y expectativas.			
Dic.21	Se observa magnitud y diversidad de choques sobre la inflación y sus determinantes junto a su riesgo sobre la formación de precios. Incremento en 50 p.b. de la Tasa Interbancaria a 5,5%.	Incremento la tasa de interés de política monetaria en 125 p.b. hasta 4,0%. El Consejo prevé que la TPM seguirá aumentando en el corto plazo, ubicándose por sobre su nivel neutral nominal aquel que es coherente con la meta de inflación de 3% durante gran parte del horizonte de política monetaria.	La inflación sorpendió al alza al igual que una mayor recuperación de la actividad. Las expectativas de inflación han aumentado incluso a mediano plazo con riesgo de inducir procesos de indexación a mayores niveles de inflación. Incremento de tasas de política monetaria en 50 p.b. a 3%.	Debido al incremento en las proyecciones de inflación y un riesgo al desanclaje de expectativas de largo plazo, se considera avanzar en el proceso de ajuste monetario en el territorio restrictivo. Compromiso en mantener estrategia hasta que el proceso de reducción de la inflación y el anclaje de expectativas se consolide.

En conclusión, se ha iniciado en la región el retiro del estímulo monetario extraordinario, sin embargo, algunas medidas aún se mantienen vigentes y se espera una reducción paulatina de otras, especialmente los estímulos al crédito, lo que puede tomar un lapso adicional de tiempo, en función de los nuevos desarrollos de la inflación y sus determinantes, y la evolución de pandemia.

