



---

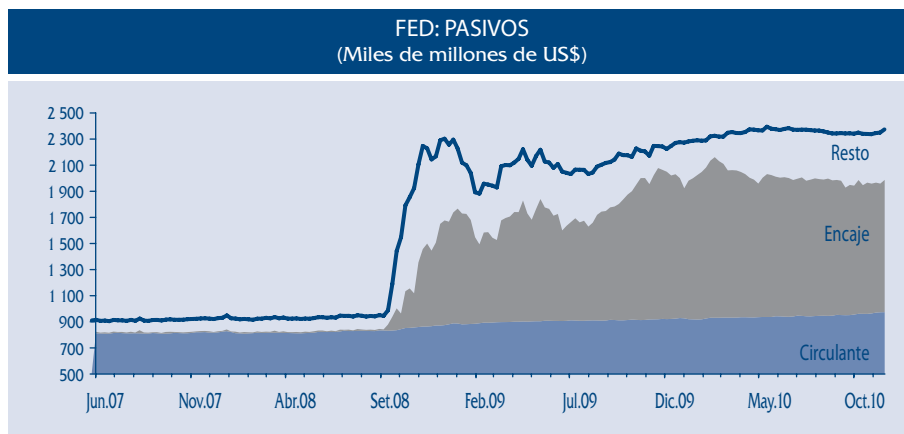
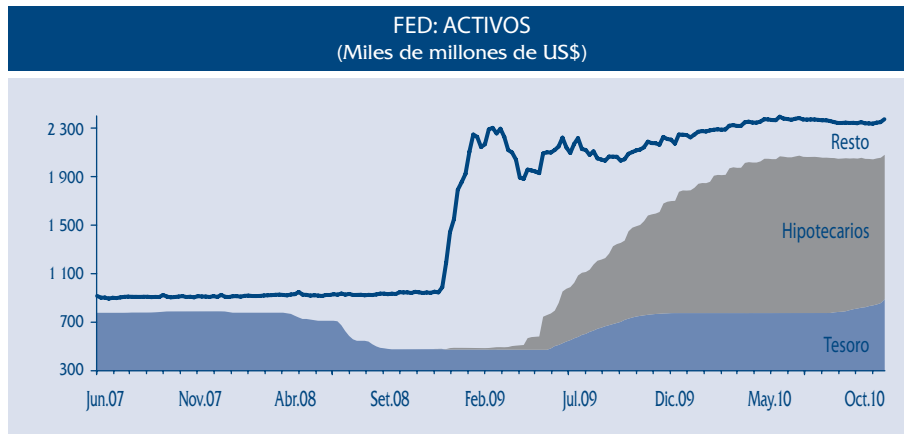
**RECUADRO 1**  
**MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES:**  
**“QUANTITATIVE EASING DE LA FED”**

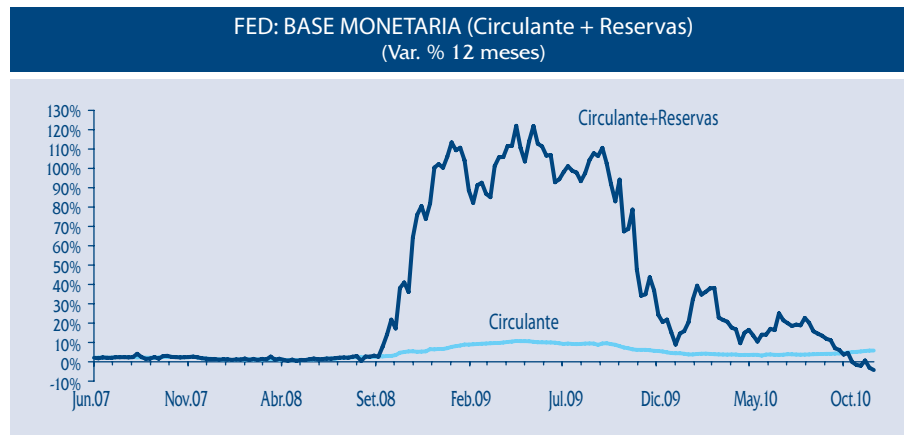
La crisis financiera internacional generó respuestas sin precedente de política monetaria. Los bancos centrales, en un contexto de tasas de interés prácticamente nulas y de inoperancia de los canales de transmisión monetarios, implementaron medidas de política no convencionales conocidas bajo el nombre de “*Quantitative Easing*” (QE), que implicaron la adopción de programas de compras de activos y, por lo tanto, el incremento del balance de los bancos centrales. Entre los principales bancos centrales que siguieron estas medidas están la Reserva Federal (FED), el Banco de Inglaterra (BoE), el Banco de Japón (BoJ) y, en cierta medida, el Banco Central Europeo (BCE).

---

Durante la crisis financiera, la FED anunció un programa de compras de activos (QE1) que buscó básicamente reducir las tasas de interés de largo plazo y restaurar la liquidez de los mercados que colapsaron con la crisis. Estos programas implicaron la compra de títulos hipotecarios por US\$ 175 mil millones, la compra de títulos hipotecarios titulizados por US\$ 1,25 billones y la compra de títulos del Tesoro por US\$ 300 mil millones. Estos programas se completaron paulatinamente en junio de 2010. Desde entonces, el saldo de estos activos en el balance de la FED se fue reduciendo, básicamente por el vencimiento de los títulos hipotecarios.

En agosto, la FED implementó la reinversión de los vencimientos (e ingresos y ganancias) de los títulos hipotecarios en títulos del gobierno de largo plazo con el fin de mantener el saldo de las tenencias del total de estos activos. El saldo de estos títulos (del Tesoro e hipotecarios) pasó de US\$ 0,5 billones (julio 2008) a US\$ 2,0 billones (agosto 2010), y el total de activos de la FED pasó de US\$ 0,9 a 2,4 billones en el mismo periodo. Si bien, el balance de la FED se ha más que duplicado, el crecimiento de la emisión, desde fines de 2009, se ha reducido significativamente hasta niveles por debajo de cero al cierre de noviembre 2010.





El actual panorama de desaceleración del crecimiento y lenta recuperación del empleo encuentra a EUA con poco espacio de política fiscal y tasas de interés cercanas a cero. En ese contexto la FED decidió, en la reunión de política monetaria de noviembre, ampliar su ritmo de compras de títulos del Tesoro (QE2) en US\$ 600 mil millones, señalando un ritmo de compras mensuales de títulos del Tesoro de US\$ 75 mil millones por mes hasta junio de 2011. Esta medida era ampliamente esperada por el mercado. En el Comunicado de política, la FED reafirmó que mantendrá su política actual de reinversión de títulos hipotecarios por títulos del Tesoro, con ello el total de compras mensuales ascendería a US\$ 110 mil millones. La distribución de las compras a lo largo de la curva de rendimientos sería de acuerdo al siguiente programa:

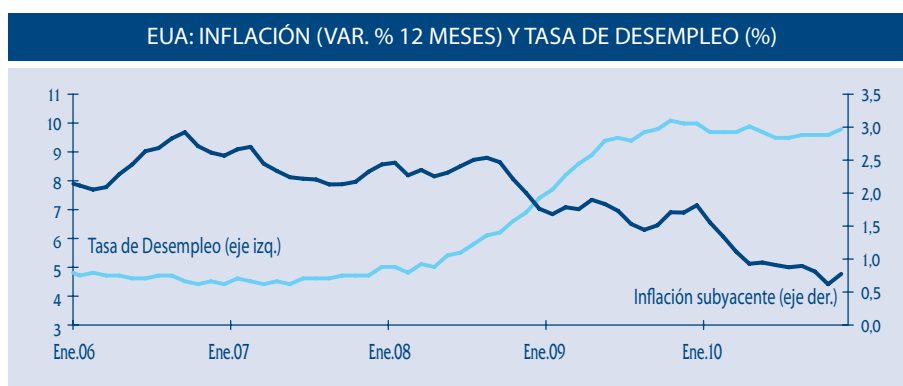
| BONOS DEL TESORO NOMINALES |           |           |           |           |            |            | TIPS*      |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 1½-2½ años                 | 2½-4 años | 4-5½ años | 5½-7 años | 7-10 años | 10-17 años | 17-30 años | 1½-30 años |
| 5%                         | 20%       | 20%       | 23%       | 23%       | 2%         | 4%         | 3%         |

\* Títulos indexados a la inflación.

A diferencia de los comunicados anteriores, la FED ha sido más explícita respecto a los temores de deflación al señalar que la inflación se encuentra “baja” respecto al nivel consistente con un crecimiento de largo plazo. En este contexto, la implementación del QE2 busca ayudar con el cumplimiento de este objetivo dual de la FED. El éxito del programa radicaría en la operatividad de los canales de transmisión. En teoría, se espera que esta medida reduzca los rendimientos reales de los títulos del Tesoro e incentive la demanda por activos de mayor riesgo (bolsas, bonos corporativos, *commodities*). Esta alza en el precio de los activos, sumado a las mayores expectativas inflacionarias, resultaría en una depreciación del dólar.

Un efecto colateral de esta medida es que, al reducir la rentabilidad de estos activos, lleva a los inversionistas a buscar mayores retornos en otras economías con mejores perspectivas de

crecimiento. Este potencial efecto ha generado una preocupación generalizada por la formación de burbujas de precios de activos, en particular en los mercados inmobiliarios de las economías emergentes del Asia. Ello además ha generado tensiones en los mercados cambiarios mundiales por una potencial guerra de divisas producto de los intentos de las economías de evitar una apreciación de sus monedas.



### Medidas no convencionales de otros bancos centrales

El **BoE** aplicó un programa de compras de activos por £ 200 mil millones, que finalizó en el primer trimestre de 2010. Desde entonces, el BoE no lo ha renovado, ello en parte por las mayores presiones inflacionarias que la economía inglesa viene enfrentando. La inflación anual se ha mantenido por encima del rango superior de la meta de inflación (2%+/-1%) en los últimos 8 meses (3,1 por ciento en octubre). La difusión del crecimiento del tercer trimestre (0,8% trimestral, mayor al esperado), redujo las expectativas de un incremento de este programa, ello luego de que varios de los miembros del comité de política habían señalado, durante octubre, la posibilidad de su ampliación, ello en particular, por la desaceleración del crecimiento y los efectos esperados del ajuste fiscal que el gobierno ya ha anunciado.

El **BoJ** decidió expandir su programa de compra de bonos del gobierno (antiguo programa a 20 años), de ¥ 1,4 billones a ¥ 1,8 billones por mes. En octubre de 2010, dadas las señales más claras de desaceleración de la economía japonesa y de mayores riesgos de deflación, el BoJ anunció un programa de compra de activos (títulos del Tesoro, bonos corporativos, papeles comerciales y otros activos) por ¥ 5 billones (equivalente a US\$ 60 mil millones).

Por su parte, el **BCE** ha señalado que no ha participado en ningún programa de *Quantitative Easing* que altere los lineamientos de su política monetaria. Durante la crisis financiera, el BCE creó el programa de compras de bonos cubiertos por € 60 mil millones. Durante este año, con la crisis de deuda soberana que algunas economías de la Eurozona vienen enfrentando desde abril, el BCE inició un programa de compras de títulos soberanos de estas economías con problemas fiscales. El saldo actual de compra de estos títulos suma € 67 mil millones, compras que han sido totalmente esterilizadas sin generar ningún efecto sobre el balance de activos del BCE.

