



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA ♦ DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

PROGRAMA ÚNICO DE ESPECIALIZACIONES EN ECONOMÍA

“Comparación de políticas monetarias aplicadas en países emergentes y desarrollados después de la crisis de 2008.”

ENSAYO

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:
Especialista en Economía Monetaria y Financiera

PRESENTA:
Lizeth Anaís Balderas Martínez

TUTOR:
Dr. Manuel Sánchez Valadez

MÉXICO D.F., MARZO DE 2016



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Contenido

Introducción	2
1. Políticas monetarias no convencionales	4
1.1 Forward looking (F.L.).....	5
1.2 Quantitative Easing (Q.E.)	6
1.3 Facilidades de crédito	67
2. Evolución y comparación de las políticas monetarias no convencionales en países desarrollados	78
2.1 Descripción de episodios de Q.E.	8
2.1.1 Q.E., Primera ronda	10
2.1.2 Q.E., Segunda ronda	1415
2.1.3 Q.E., Tercera ronda.....	17
2.2 Forward looking, F.L.	3132
3. Países emergentes.....	3334
3.1 China.....	3536
3.2 Brasil	3738
3.3 Turquía	39
3.4 México	41
3.5 Corea del Sur	4243
3.6 Sudáfrica	4647
3.7 Chile	48
4. Costos asociados a las políticas monetarias no convencionales	51
5. Situación actual	53
4.1 Países desarrollados.....	53
4.2 Países emergentes.....	5455
6. Comentarios finales.....	55
7. Bibliografía.....	57

Introducción

El presente trabajo pretende describir y comparar las diferentes medidas de política monetaria no convencional aplicadas en economías desarrolladas y emergentes seleccionadas a raíz de la crisis financiera de 2008.

Se seleccionaron a economías desarrolladas Japón, Zona Euro, Estados Unidos e Inglaterra debido a que fueron los más activos en la implementación de este tipo de medidas de política para mitigar los efectos de la crisis en el sistema financiero y limitar las consecuencias en la economía real principalmente. Los bancos centrales de estas economías, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra; adoptaron medidas con dos objetivos principales. El primero fue restaurar el funcionamiento de los mercados financieros y la intermediación. El segundo, el proveer un mayor relajamiento a la política monetaria ante tasas de política al límite cero. Estos dos objetivos se encuentran claramente relacionados, ya que ambos buscan garantizar la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, cada uno recae en diferentes instrumentos; el primero en la provisión de liquidez y compras de activos privados, y el segundo en forward looking¹ y compra de bonos.

La crisis financiera global que comenzó en países desarrollados tuvo importantes efectos en economías emergentes y sus mercados financieros.² Por lo anterior, se eligió a países en desarrollo, China, Brasil, Turquía, México, Corea del Sur, Sudáfrica y Chile; considerados economías emergentes por tener un dinámico sector exportador, un mercado interno atractivo y ser importantes receptores de inversión extranjera.

Las políticas monetarias implementadas por países desarrollados han tenido efectos mixtos en economías emergentes, los primeros anuncios impulsaron los precios de los activos a nivel mundial y beneficiaron al comercio. Después, fueron los receptores de grandes cantidades de activos.

No obstante, la llegada de capitales a estas economías ocasionó presiones en el tipo de cambio y en el precio de sus activos, por lo que dado los riesgos del detrimento de

¹ Los bancos centrales han proclamado por muchos años el conducir su política monetaria de forma adelantada. Para convencer al público de que este es el caso, publican los informes de inflación, las minutas de las reuniones de los hacedores de política, y en particular, el pronóstico macroeconómico (incluyendo el de inflación, PIB y en ocasiones el curso futuro de la tasa de interés).

² La crisis originada en Estados Unidos debido a la crisis *subprime* escaló a un fenómeno global. Además de causar una gran destrucción de la riqueza, se erosionó la confianza en las instituciones financieras y los mercados de todo el mundo, causando preocupaciones enfocadas principalmente en la liquidez, así como también importantes bancos se fueron a la quiebra, se dieron fusiones forzadas y la intervención monetaria masiva de las autoridades financieras, lo que condujo a una reforma drástica del panorama financiero mundial. (Loser, 2009).

competitividad de sus exportaciones y la aparición de burbujas financieras, los países implementaron diversas medidas para afrontarlos, las cuales fueron desde la acumulación de reservas internacionales hasta regulación macroprudencial.

Las economías emergentes enfrentaron un dilema respecto al tipo de medidas a implementar para hacer frente a los problemas derivados de la crisis, como son el incremento de las tasas de interés para compensar el fuerte crecimiento de la demanda agregada y, por ende, contener las presiones inflacionarias, o bien, disminuirlas para desincentivar la entrada de capitales y así evitar la apreciación de sus monedas y la generación de burbujas financieras. Cabe señalar que las medidas de política monetaria no convencional implementadas por economías emergentes no jugaron el mismo papel que en países desarrollados, y han sido más limitadas.³ La diferencia puede atribuirse al stress financiero restringido que presentaron o bien su vulnerabilidad ante el exterior.

En general el trabajo no realiza una evaluación de la eficacia de estas acciones implementadas y de la influencia en otras economías, debido a que dicho análisis requeriría un trabajo empírico más allá del alcance de este trabajo. Por lo tanto, se pretende realizar algunas conclusiones limitadas sobre los efectos inmediatos de estos programas en los mercados financieros nacionales. Los programas no convencionales varían de acuerdo a cada banco central y dependen de las estructuras particulares de sus respectivas economías, así como de las motivaciones particulares para ser implementadas. Además, no existe evidencia pública acerca de la coordinación de las medidas en los países desarrollados, principalmente.

Comenzaré con la definición de cada una de las principales medidas de política monetaria no convencional, para después abordar y comparar de manera particular las aplicadas en las economías seleccionadas, realizando un resumen por sección para la identificación de las mismas y duración.

Finalmente, se entiende por situación actual al periodo post-crisis financiera a partir de 2010, y dado que el tiempo en que se elaboró este trabajo fue entre 2013 y 2014; puede considerarse a este periodo como la “situación actual”

³ Las políticas monetarias no convencionales en economías avanzadas tuvieron que ser implementadas de manera urgente, debido al embate de la crisis financiera; mientras que en las economías emergentes hubo una mayor capacidad de recuperación gracias a que sus fundamentales fueron menos afectados. En particular, fundamentales macroeconómicos estables, apertura comercial, reformas financieras y la adopción de objetivos de inflación facilitaron la adopción de políticas contracíclicas y monetarias no convencionales. (Coulibaly, 2012).

1. Políticas monetarias no convencionales

A raíz de la crisis financiera de 2008 y la subsecuente recesión de la actividad económica, se han originado respuestas sin precedentes de la mayoría de las autoridades monetarias del mundo. Se han implementado cortes agresivos de las tasas de interés de política y adoptado varias medidas holgadas denominadas “políticas monetarias no convencionales”⁴ para incentivar la demanda.

La política monetaria opera a través de los mercados financieros. Las acciones del banco central están diseñadas, en primera instancia, para influir en el precio de los activos y rendimientos, que a su vez afectan las decisiones económicas de los agentes y la evolución de la economía.

Usualmente los bancos centrales mueven las tasas de interés de corto plazo a través de operaciones de mercado abierto, al comprar y vender activos suministra o retira reservas del sistema bancario. La cantidad de reservas que los bancos ostentan son una consideración secundaria, el principal objetivo es la tasa de interés.⁵ Una tasa de interés más baja, estimula el gasto y la inversión.

Actualmente los medios convencionales para afectar la política monetaria se han agotado, ya que en la mayoría de los países se ha reducido la tasa de interés de política de corto plazo a niveles cercanos a cero, por lo que se han implementado medidas o políticas complementarias diseñadas para estimular la actividad económica.

A continuación se describen las principales medidas de política monetaria no convencional con las cuales economías avanzadas principalmente, respondieron ante la crisis financiera, con el objetivo de mantener el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estas se aplicaron principalmente para conservar las condiciones de financiación de las entidades de crédito a fin de incrementar la disponibilidad de crédito al sector privado y contener el contagio de los mercados financieros. Cabe señalar que estas medidas se pensaron transitorias y de tipo complementarias.

⁴ Se puede definir a las políticas monetarias no convencionales como la elevación de las operaciones de gestión de liquidez desde un papel pasivo, llevado a cabo simplemente para asegurar alcanzar el objetivo de tasa de interés en tiempos normales, a un papel activo para influir en condiciones financieras más amplias. (Caruana, 2009)

⁵ Es importante señalar que bajo el enfoque de metas de inflación explícito, la autoridad monetaria escoge un objetivo operacional. Este puede ser un objetivo de cantidad (agregados monetarios) o bien de precios (tasa de interés).

1.1 Forward looking (F.L.)

Forward looking se refiere a proporcionar orientación explícita respecto a la trayectoria o postura futura de la política monetaria. Esta guía suministra mayor información que ayuda al público a entender las condiciones bajo las cuales se mantendrá la postura altamente estimulante de la política.⁶

En un esfuerzo por incrementar la transparencia, algunos bancos centrales han incorporado la política de F.L. en sus comunicados; en los cuales se incluyen este tipo de declaraciones acompañadas de las decisiones de las tasas de interés en los reportes de política monetaria. Algunos autores sugieren que la transparencia mejora el desempeño financiero y económico al anclar las expectativas de inflación de largo plazo, reducir la incertidumbre financiera y económica y alentar los mercados financieros a anticiparse a las decisiones de política. (Bernanke, 2007)

Una comunicación efectiva es importante en tiempos en los cuales la economía requiere mayores estímulos, cuando la herramienta tradicional de política monetaria, la tasa de interés, se encuentra ya efectivamente a un nivel muy por debajo del cual podría pensarse.⁷ Por lo tanto, una elección para alcanzar comunicación efectiva es emplear la política de F.L. Los bancos centrales mandan señales a los hogares, empresas e inversionistas sobre la postura de política monetaria que se espera prevalezca en el futuro. Brindando información acerca del periodo que se espera mantener el objetivo de tasa de interés tan bajo, el lenguaje de la política de F.L. puede disminuir la presión de las tasas de interés de largo plazo y por lo tanto reducir el costo del crédito para las empresas y los hogares, y también ayudar a mejorar las condiciones financieras.

Un banco central que cuente con credibilidad y tenga el compromiso de mantener una trayectoria futura de las tasas de interés de corto plazo podría evitar los efectos adversos de las tasas de interés que se acercan a cero.

Sin embargo, existe un dilema acerca de la efectividad de la política de F.L., ya que el público puede tener diferentes expectativas acerca del curso futuro de la economía y la política monetaria que el banco central pueda implementar. Por lo tanto, el canal de expectativas es crucial para la efectividad de esta política. Las declaraciones de los bancos

⁶ Monetary policy trade-offs and forward guidance, Bank of England, August 2013.

⁷ Desde diciembre de 2008, la tasa de fondos federales de la Reserva Federal de EE. UU., se ha colocado entre 0 y 0.25%.

centrales tienen efectos significativos en las expectativas de los mercados financieros sobre el futuro de las acciones de política.

1.2 Quantitative Easing (Q.E.)

Generalmente, los bancos centrales tratan de aumentar la cantidad de préstamos y actividad de la economía indirectamente, reduciendo las tasas de interés. Al bajar las tasas de interés se alienta a las personas a gastar en lugar de ahorrar. Pero cuando las tasas de interés son muy bajas, el banco central tiene pocas opciones para inyectar dinero a la economía directamente, en esta situación puede tener cabida el Q.E.⁸ La política consiste en expandir la hoja de balance del banco central a través de la compra de activos, bonos del gobierno, financiados por dinero del banco central.⁹

Bajo el Q.E. un banco central compra bonos del gobierno al sector privado, compañías de seguros, fondos de pensiones y bancos. Este incremento en la demanda de bonos del gobierno, aumenta su valor y por lo tanto resulta una inversión menos atractiva. Lo cual hará que las empresas financieras que vendieron los bonos utilicen sus ganancias para invertir en otras empresas o hacer préstamos en lugar de comprar más bonos.

El resultado esperado es que las empresas como aseguradoras y fondos de pensiones, se encuentren con mayor disposición de prestar a empresas e individuos, las tasas de interés que ellos manejan deben bajar, y por lo tanto mayor cantidad de dinero es gastada y se impulsa la actividad económica. Además, pretende aumentar la confianza y revertir el riesgo a que la inflación disminuya por debajo de su objetivo en el mediano plazo.

Teóricamente, cuando la economía se ha recuperado el banco central vende los bonos que ha comprado y destruye el efectivo que ha recibido. Esto es, en el largo plazo no deberá de haber el efectivo adicional creado en la economía.

1.3 Facilidades de crédito

Las facilidades de crédito son medidas para recuperar el funcionamiento de algún mercado de crédito en particular y promover el crédito bancario. Consisten en compras de activos del sector privado diseñadas principalmente para aliviar el estrés financiero. Bajo este

⁸ Fue por primera vez aplicado por el banco central de Japón para salir de un periodo de deflación, tras el colapso de la burbuja de activos en los 90's.

⁹ Varias rondas de Q.E. en Estados Unidos han incrementado el tamaño de la hoja de balance de la Reserva Federal, el valor de activos que concentra, de menos de 1 billón de dólares en 2007 a más de 4 billones de dólares a enero de 2014.

programa, dichas compras se llevaron a cabo en ciertos mercados de crédito que se deterioraron a raíz de la intensificación de la crisis financiera de 2008.

Los objetivos de estos programas fueron mejorar la liquidez de los mercados en segmentos importantes del mercado de deuda privada, reducir aún más las tasas de interés del mercado y facilitar las condiciones de financiamiento de las empresas e instituciones financieras, con los bancos y después ampliar sus préstamos al sector privado. (Beirne et al. 2011).

La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) compró activos del sector privado directamente y suministró de financiamiento a las instituciones financieras para facilitar sus compras de activos del sector privado. El Banco de Inglaterra y el Banco de Japón implementaron la compra directa de instrumentos del sector privado, tales como papel comercial y bonos corporativos, mientras que el Banco Central Europeo compró una cantidad limitada de bonos cubiertos.

Cabe señalar que en el caso del Banco de Inglaterra, dichas compras fueron inicialmente financiadas mediante la emisión de Letras del Tesoro, más que por dinero del banco central, y por lo tanto no aumentó el tamaño de la hoja del banco central. Sin embargo, una vez que el relajamiento cuantitativo tuvo lugar en Reino Unido, estas compras han sido financiadas por las reservas del banco central y han expandido la base monetaria.

Después de revisar el concepto y funcionamiento de las principales medidas de política monetaria no convencional, es necesario realizar una recopilación y descripción de las implementadas y el contexto bajo el cual se llevaron a cabo, tanto en países desarrollados como emergentes seleccionados. Lo anterior, con el fin de exponer la forma en que se afrontó la crisis financiera de 2008 y los resultados que obtuvieron con su implementación.

2. Evolución y comparación de las políticas monetarias no convencionales en países desarrollados

Dada la naturaleza de la crisis, bancos centrales y autoridades fiscales de países desarrollados estuvieron anunciando varias iniciativas nuevas de política monetaria.

De acuerdo al Fondo Monetario Internacional¹⁰, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra fueron los principales bancos

¹⁰ Unconventional Monetary Policies- Recent experience and prospects, IMF, April 18, 2013.

centrales de economías avanzadas en responder con herramientas no convencionales para hacer frente a dos grandes objetivos: restaurar el adecuado funcionamiento de los mercados financieros y la intermediación, y el segundo fue aprovisionar mayor holgura monetaria.

Por lo anterior, es necesario revisar los programas y medidas que implementaron estas economías las cuales pudieron ayudar de manera general a menguar los problemas de liquidez, sin embargo no todos tuvieron éxito en recuperar la credibilidad, sobre todo en el mercado de deuda soberana de la Zona Euro.¹¹

2.1 Descripción de episodios de Q.E.

Los programas de Q.E. inicialmente se enfocaron en aliviar las presiones de mercado financiero, pero este propósito después se amplió para alcanzar los objetivos de inflación, estimular la economía real y contener la crisis de deuda soberana europea. El BCE y el BOJ enfocaron sus programas en el préstamo directo a bancos, mientras que la Fed y el BOE expandieron sus respectivas bases monetarias al comprar bonos.

Las políticas de facilidad de crédito están enfocadas en reducir tasas de interés específicas o/y restaurar el funcionamiento del mercado de crédito, mientras que el Q.E. describe cualquier política que de manera inusual incremente la magnitud de los pasivos del banco central, la moneda y las reservas del banco central, particularmente al límite cero.¹² Las facilidades de crédito pueden implicar Q.E. pero este específicamente se enfoca en ciertos mercados y/o en tasas de interés.(Fewley y Neely, 2013)

El presidente de la Reserva Federal en turno, Ben Bernanke, nombró al Programa de compras de activos a gran escala (LSAP, abreviado en inglés) como medida de facilidad de crédito, debido a que trataba de mejorar el funcionamiento del mercado de bonos de largo plazo y disminuir las tasas de interés de largo plazo en lugar de solamente incrementar la base monetaria.

De acuerdo a Bernanke, bajo el régimen de Q.E., el enfoque de la política radica en la cantidad de reservas del banco, las cuales representan pasivos para el banco central; la

¹¹ Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BOE, European Parliament, June, 2012.

¹² El límite cero en las tasas de interés representa el punto en el que los bancos centrales recurren a medidas no convencionales para impulsar la economía.

composición de los préstamos y títulos por el lado de los activos de la hoja de balance del banco central, no resulta relevante.(Bernanke, 2009)

Mientras tanto, el Banco de Japón¹³ a principios de 2000 y el Banco de Inglaterra de manera explícita describieron sus objetivos: la expansión de reservas, propiamente Q.E., en lugar de facilitar las condiciones del mercado de crédito.

A finales de 2008 y principios de 2009, la Fed, el BOE, el BOJ y el BCE convergieron en una disminución al mínimo de sus tasas de política. Ahora bien, cuando iniciaron la aplicación de programas de Q.E. difirieron los de la Fed y el BOE en comparación a los aplicados por el BOJ y el BCE; al concentrarse en compras de bonos en lugar de prestar directamente a los bancos. Lo anterior debido a que los mercados de bonos juegan un papel preponderante en comparación a los bancos en países como Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que los bancos son relativamente más importante en Japón y en Europa.

La primera etapa de programas de Q.E.se puede ubicar entre octubre de 2008 y mayo de 2009. En primer instancia, la Reserva Federal el 18 de septiembre de 2008 realizó una ampliación de las líneas swap en moneda extranjera con bancos centrales extranjeros, y el 13 de octubre de 2008 anunció que sus líneas swap con el BOE, el BCE y el Banco Nacional de Suiza se acomodarían a cualquier cantidad de fondos demandados.

El 07 de octubre de 2008, la Fed creó la Facilidad de financiamiento de papel comercial (CPFF, abreviado en inglés) para comprar de manera directa papel comercial de alta calidad. Mientras tanto, el BCE anunció el 29 de septiembre de 2008, que en ese día empezaría un mes de operaciones de refinanciamiento de plazo especial para mejorar la posición de liquidez en general del sistema bancario de la Zona Euro. A pesar de que la Reserva Federal previamente había respondido a la crisis financiera, con la Facilidad de subasta de plazo (TAF, abreviado en inglés), estas acciones fueron las primeras gestiones de política sin esterilización, o bien las primeras acciones de la Fed que permitieron de manera poco usual la expansión de la base monetaria.

¹³ Cabe señalar que el Banco de Japón es precursor de este tipo de programas, en 2001 cambió su principal objetivo operacional al adoptar el balance extraordinario "cuentas corrientes"(es decir la cantidad de reservas del banco). Para 2004, el Banco de Japón había incrementado de forma exponencial su objetivo de reservas de 30 a 35 trillones de yenes mientras que de manera simultánea compraba deuda pública y privada. El 9 de marzo de 2006, finalizó de manera oficial su régimen de Q.E., al reestablecer la tasa de interés a un día como su principal instrumento de política (estableciendo el objetivo en cero).

La primera respuesta de Q.E.¹⁴ por parte del BCE tuvo lugar el 15 de octubre de 2008, donde anunció que facilitaría todos los préstamos que los bancos demandaran a una subasta a tasa fija, y también expandieron la lista de garantías elegibles.

Bajo la nueva política, el BCE cubre todas las solicitudes de préstamos MROs y LTROs usando la tasa de política, la tasa principal de refinanciamiento. Entre octubre de 2008 y mayo de 2009, el BCE redujo esta tasa de 4.5% a un nivel de 1%.¹⁵

2.1.1 Q.E., Primera ronda

Programas de Q.E. de la Reserva Federal

Mientras que el BCE realizaba ampliaciones de operaciones de préstamo a bancos, la Fed ejecutaba las compras directas de activos. El 25 de noviembre de 2008, la Fed anunció planes de comprar 100 mil millones de dólares en deuda de empresas patrocinadas por el gobierno (GSE, abreviado en inglés) y 500 mil millones de dólares en títulos respaldados por hipotecas (MBS, abreviado en inglés). El 18 de marzo de 2009, la Fed anunció compras adicionales de 100 mil millones de dólares en deuda GSE, 750 mil millones de dólares en MBS y 300 mil millones en títulos del Tesoro de largo plazo.

Estos programas de compras de activos de la Reserva Federal de noviembre de 2008 y marzo de 2009, comunmente conocidos como “Q.E. 1”, fueron diseñados para apoyar a la economía en su conjunto pero naturalmente priorizaron los mercados de crédito hipotecario, los cuales han sido especialmente golpeados por la caída de los precios inmobiliarios en Estados Unidos, las ventas y el sector de la construcción en el periodo de 2006 a 2008. La deuda GSE y MBS participaron con más de 80% de las compras de activos totales realizadas por la Fed en su primera ronda de Q.E., o compras de activos de largo plazo (LSAP, abreviado en inglés); éstos activos estuvieron directamente relacionados al mercado de crédito inmobiliario.¹⁶El FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto) declaró

¹⁴ Q.E. puede proveer algún tipo de estímulo a la economía de la zona euro a través del canal del tipo de cambio, al debilitar el euro frente al dólar estadounidense. En la medida en que el banco central lo utilice para comprar activos en el extranjero, esto hará más bajo el tipo de cambio y estimulará las exportaciones, lo que a su vez impulsará las ganancias en el sector privado y, por consecuencia, la inversión. Fuente. Will Q.E. work for Europe?, Newsweek, 01.27.2015.

¹⁵ Regularmente, el instrumento primario de política monetaria del BCE son las operaciones de financiamiento, las cuales consisten en préstamos directos a bancos contra garantías elegibles a dos tipos de vencimientos. Las Principales Operaciones de Refinanciamiento (MROs, abreviado en inglés) tienen un periodo de dos semanas y las Operaciones de Refinanciamiento de Largo Plazo (LTROs, abreviado en inglés) tienen un vencimiento de tres meses.

¹⁶ La Fed se ha referido a su programa de LSAP, pero el término genérico es Q.E. ha sido más común en la prensa financiera.

que el objetivo inicial de LSAP era reducir el costo y aumentar la disponibilidad de crédito para adquirir casas, que a su vez debe apoyar el mercado inmobiliario y fomentar la creación de mejores condiciones en los mercados financieros de manera general.¹⁷

Operaciones de suministro de fondos especiales, Banco de Japón (BOJ)

Siguiendo los pasos de la Fed, el 2 de diciembre de 2008 el BOJ anunció que prestaría una cantidad ilimitada a los bancos a tasas cercanas a cero a través de operaciones de suministro de fondos especiales (SFSOs, abreviado en inglés), las cuales fueron similares a las operaciones de préstamo del BCE. Las SFSOs ofrecían préstamos a los bancos a tres meses aplicando la tasa de interés de un día, que en ese tiempo se encontraba en un nivel de 3%.

El único límite en el tamaño de préstamos del BOJ a la banca fue la cantidad colaterales disponibles (papel comercial y deuda corporativa).

Los SFSOs del BOJ y la adjudicación plena a tasa fija (Fixed-Rate Full Allotment Policy) del BCE, fueron acuerdos de subasta de recompra (REPO, abreviado en inglés), los cuales se consideran medidas de Q.E. debido a que incrementaron la base monetaria.

Seguido a estas acciones, el 19 de diciembre de 2008 el BOJ redujo la tasa de interés a un día 0.1% y anunció un incremento en las compras directas de bonos del gobierno japonés (JGBs, abreviado en inglés) y un nuevo programa para comprar instrumentos corporativos financieros.¹⁸ Los activos del BOJ no incrementaron bruscamente en diciembre de 2008, aunque la hoja de balance del BOJ se empezó a expandir después de este punto.

Los Programas del Banco de Inglaterra (BOE)

Después de mostrar renuencia a participar en la flexibilización del crédito o Q.E., las autoridades del Reino Unido anunciaron sus planes para comprar activos con estos fines en enero y marzo de 2009.

El 19 de enero de 2009, el Tesoro¹⁹ anunció el establecimiento de la Facilidad de compra de activos (APF, abreviado en inglés) que sería operada por el BOE. Se manejaron dos diferentes Facilidades de compra de activos: compra de activos privados para facilitar

¹⁷ Revisar comunicado de prensa FOMC 11/25/2008.

¹⁸ JGBs son bonos de 2 a 40 años restantes hasta el vencimiento.
(ver http://www.mof.go.jp/english/jgbs/debt_management/guide.htm)

¹⁹ HM Treasury cuya denominación completa es: Her Majesty's Treasury, es el ministerio de finanzas y economía del gobierno, encargado del control del gasto público, establecer la política económica del Reino Unido y tiene como objetivo el trabajar para alcanzar crecimiento económico sostenible.

condiciones específicas de crédito y de manera más tradicional, Q.E., para funcionar como estímulo monetario.

El 19 de enero de 2009, el Tesoro autorizó al BOE la compra de 50 mil millones de libras esterlinas en activos de alta calidad del sector privado para incrementar la disponibilidad de crédito de las empresas, reduciendo la falta de liquidez de los instrumentos subyacentes.²⁰

El BOE posteriormente describió sus compras de activos privados como “un ejemplo de Banco creador de mercado de última instancia”.

El 5 de marzo de 2009, el BOE notificó que la APF administraría un programa explícito de Q.E. que tenía como objetivo el incremento de la base monetaria en 75 mil millones de libras esterlinas, la cual en comunicados posteriores se anunció se expandiría a 200 mil millones de libras esterlinas. El Libro Rojo del BOE establece que “El objetivo del Q.E. es impulsar la oferta de dinero a través de compras de activos de gran escala y, haciendo esto, lograr un nivel de demanda nominal consistente con el objetivo de inflación en el mediano plazo”.²¹ Para incrementar la base monetaria, el BOE financió todas sus compras APF mediante la emisión de dinero (reservas del banco central) en lugar de emitir bonos gubernamentales.²² Los bonos gubernamentales emitidos para financiar las primeras compras se les permitió llegar al vencimiento sin renovación, y para finales del segundo trimestre de 2009 las reservas del banco respaldaban todos los activos en APF.

Programa de compra de bonos garantizados del BCE, (CBPP, abreviado en inglés)

A pesar del suministro de préstamos a tasas bajas (full-allotment)²³, las preocupaciones por el riesgo de contraparte siguieron plagando los mercados interbancarios Europeos. Para principios de 2009 se manifestaba la falta de confianza en los bancos por lo que tuvo lugar una reducción al mínimo del préstamo interbancario. Por lo anterior, el 7 de mayo de 2009 el BCE decidió reducir su principal tasa de refinanciamiento a 1% y también presentó LTROs con vencimiento de 12 meses y el Programa de compra de bonos garantizados (CBPP, abreviado en inglés). Los LTROs con vencimiento de 12 meses fueron creados para

²⁰ Revisar la declaración del 01/19/2009 del HM Treasury.

²¹ Ver el comunicado del HM Treasury 01/19/2009.

²² En inglés *gilts*, se refiere a bonos emitidos por el gobierno Británico y generalmente considerados de bajo riesgo. Los *gilts* son equivalente a los U.S. Treasury securities.

²³ De acuerdo al BCE, la medida no estándar más significativa fue la política de adjudicación plena a tasa fija, la cual provee al banco central capacidad de intermediación donde el mercado interbancario falla y la cual opera de una manera muy discreta. Aunque ésta política puede moderar los síntomas de la crisis, no puede proporcionar una solución definitiva a la misma. Ésta política ha probado una forma muy eficiente de compensar el riesgo de liquidez en el mercado al asegurar que los bancos tengan liquidez. Es flexible, debido a que las contrapartes pueden por sí mismas controlar la cantidad de liquidez que demandan. (Revisar discurso del BCE, José Manuel González-Páramo, 21 octubre 2011)

atender las preferencias de la banca comercial por dar préstamos de largo plazo. La emisión de bonos garantizados con vencimientos de largo plazo ayudaría a los bancos a ordenar el desajuste que enfrentan entre préstamos de largo plazo que ostentan y los depósitos que representan pasivos.

No obstante que el mercado de bonos garantizados funcionaba de manera correcta durante la crisis financiera, en septiembre de 2008 ante la quiebra de Lehman Brothers este mercado se vió realmente afectado.²⁴ En respuesta, el BCE el 7 de mayo de 2009 se comprometió a comprar 60 mil millones de euros en bonos garantizados. Jean-Claude Trichet, presidente del BCE en turno, sostuvo que este programa no constituía medidas del tipo de Q.E. y que no incrementarían el tamaño de la hoja de balance, además declaró que esperaba una esterilización automática. Trichet justificó el programa en términos de facilidad de crédito.²⁵

Compra de bonos, Banco de Japón (BOJ)

El BOJ expandió sus préstamos bancarios a través del programa de Adjudicación plena a tasa fija (Full-allotment, fix rate FRFA), en compras de bonos directas. El 19 de diciembre de 2008, incrementó sus compras mensuales de bonos del gobierno (JGBs, abreviado en inglés) por primera vez desde octubre de 2002.

A pesar de que los cuatro bancos centrales, el BOJ, el BCE, el BOE y la Fed, anunciaron compras directas de activos desde septiembre de 2008 hasta la primavera de 2009, la Fed y el BOE destinaron grandes cantidades de activos a compras, mientras que el BCE y el BOJ optaron por relajar su postura de política monetaria de manera elástica suministrando préstamos. El uso de préstamos de los bancos por parte del BCE y el BOJ, en lugar de compras de bonos, para expandir la base monetaria refleja el deseo estas instituciones de apoyar específicamente su sistema bancario.

Durante el periodo de diciembre de 2009 a julio de 2010, las condiciones del mercado mejoraron y la fase inicial de los programas de Q.E. en Estados Unidos y Reino Unido llegaba a su última etapa a finales de 2010. Y al mismo tiempo, el BOJ y el BCE dejaron de

²⁴ El mercado de bonos garantizados es el segmento de mercado privado de emisión de bonos más importante del mercado de capitales de Europa. Antes de la intensificación de la crisis financiera en octubre de 2008, los bonos garantizados eran una fuente de financiamiento hipotecario clave para los bancos de la eurozona. El mercado de bonos garantizados se vio afectado por la agitación del mercado del crédito, por lo cual se dio lugar a una disminución en los volúmenes de emisión y la ampliación de los diferenciales. (Fuente. Covered Bonds in the European Financial System, December 2008, ECB.)

²⁵ Nota. Revisar la conferencia de prensa del BCE de 05/07/2009.

proveer liquidez de manera elástica. Sin embargo, la crisis de deuda soberana europea haría que el BCE reiniciara las operaciones de compras de activos durante este periodo.

El BOJ finaliza SFSOs

En diciembre de 2009, el BOJ anunció las Operaciones a tasa fija (FROs, abreviación en inglés) para reemplazar las SFSOs, provisión elástica de liquidez, las cuales se pondrían marcha hasta finales de 2010.

El 30 de abril de 2010, el BOJ anunció que estaba analizando las posibles maneras de fomentar el crecimiento suministrando fondos directamente a instituciones de financiamiento privado. El BOJ publicó un marco conceptual previo para la Facilidad de financiamiento para apoyar el crecimiento (GSFF, abreviación en inglés) el 21 de mayo de 2010, y los detalles completos se publicaron el 15 de junio de 2010.

El BCE anuncia el Programa de mercados de títulos (SMP, abreviado en inglés)

En mayo de 2010, la creciente crisis de deuda soberana europea interrumpió el funcionamiento de los mercados financieros, por lo tanto el BCE anunció el Programa de mercados de títulos (SMP, abreviación en inglés), el cual le permitía al banco central comprar deuda del gobierno en el mercado secundario. Además, permitiría dar profundidad y liquidez a aquellos mercados disfuncionales, el objetivo era atender las fallas en el mercado de títulos y restaurar el mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria.

Cabe señalar que la crisis financiera, la crisis de deuda soberana y los problemas bancarios en Europa se encuentran estrechamente relacionados. La crisis financiera trajo consigo recesión lo cual redujo los ingresos por impuestos y el crecimiento e incrementó el gasto social, lo cual aumentó el riesgo asociado a la deuda europea. Lo anterior debido a que los bancos concentran significativas cantidades de deuda soberana, la deuda soberana de alto riesgo compromete la solvencia de la banca privada y exacerba la asimetría de la información en el mercado interbancario.

2.1.2 Q.E., Segunda ronda

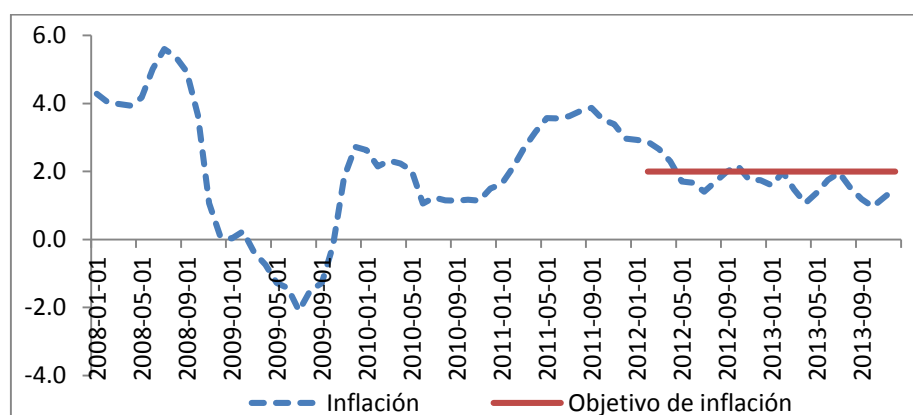
La Reserva Federal, Q.E.2

Ante una preocupante tendencia desinflacionaria, la Fed anunció el 10 de agosto de 2010 que mantendría el tamaño de la hoja de balance al reinvertir los principales pagos de activos

LSAPs en obligaciones de deuda negociables del gobierno de Estados Unidos (Treasuries). El FOMC anunció el 3 de noviembre de 2010, que compraría una cantidad adicional de 600 mil millones de dólares en obligaciones de deuda negociables del gobierno de Estados Unidos con el fin de promover una sólida recuperación económica y ayudar a que la inflación regrese a niveles consistentes con su mandato.²⁶

Este programa, comúnmente llamado Q.E.2, fue específicamente diseñado para disminuir las tasas de interés reales de largo plazo e incrementar los niveles de inflación. De hecho, a partir de diciembre de 2010, la inflación comenzó a repuntar.

Gráfico 1. Inflación de Estados Unidos (2008-2013), % Variación anual



Fuente. Reserva Federal

Nota. El 25 de enero de 2012, el FOMC estableció su objetivo de inflación de largo plazo en 2%.

El BOJ, Flexibilidad monetaria exhaustiva (Comprehensive monetary easing)

El 5 de octubre de 2010, el BOJ anunció el Programa de compras de activos (APP, abreviado en inglés), similar al Q.E.2 pero más amplio. Dicha política consistió en tres medidas: a) disminuir el objetivo de tasa de interés a un día de 0.1% a un rango de 0-0.1%, explicar las condiciones para las existente Política de tasa de interés cero (ZIRP, abreviado en inglés), y c) establecer el APP.

El BOJ declaró que el objetivo de sus compras era alentar la disminución de las tasas de interés de largo plazo y varias primas de riesgo para propiciar las condiciones de flexibilización monetaria.²⁷

²⁶ Nota. Revisar comunicado FOMC 11/03/2010.

²⁷ Nota. Revisar el comunicado de prensa del BOJ 10/5/2010.

El 14 de junio de 2011, el BOJ extendió su Facilidad de financiamiento para apoyar el crecimiento (GSFF, abreviación en inglés), al incluir 500 mil millones de yenes adicionales en líneas de créditos para inversiones en financiamiento basadas en activos. Los préstamos tenían un vencimiento de dos años.

El giro de la Fed, (Operation Twist, O.T.)

La Fed anunció el 21 de septiembre de 2011 el Programa de extensión del vencimiento y política de reinversión (Maturity Extension Program and Reinvesting Policy), también conocido como “operación twist”. El cual consistió en ventas por 400 mil millones de dólares en activos de corto plazo mientras compraba 400 mil millones de dólares en activos de largo plazo, lo cual buscaba reducir las tasas de interés de largo plazo relacionadas a tasas de interés de corto plazo, doblando así la curva de rendimiento. La O.T. no aumentó la base monetaria debido a que las compras de activos de largo plazo fueron financiadas con ventas de activos de corto plazo en lugar de por creación de dinero.

El BCE extiende las Operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTROs)/CBPP

El 6 de octubre de 2011, el BCE anunció una segunda ronda del Programa de compra de bonos garantizados (CBPP) y un adicional LTROs de 12 meses para proveer a los bancos financiamiento. El 8 de diciembre de 2011, el BCE anunció subastas de LTROs de 36 meses.

El BOE extiende Q.E.

El 6 de octubre de 2011, el BOE siguiendo los pasos del BCE, incrementó su objetivo de Q.E. de 200 a 275 mil millones de libras esterlinas, el primer incremento en compras en cerca de dos años, aumentando el tamaño de la base monetaria para financiar todas las compras APF. Después, el 9 de febrero de 2012, el BOE de nuevo incrementó su objetivo, esta vez por un monto de 325 mil millones de libras esterlinas y por último el 5 de julio de 2012; por 375 mil millones de libras esterlinas, debido principalmente a una contracción del PIB durante el cuarto trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2012.

El BOJ expande APP/GSFF

Desde octubre de 2011 a diciembre de 2012, el BOJ anunció un adicional monto de 60 trillones de yenes en bonos del tesoro de Japón y compras en bonos del Tesoro y un trillón

de yenes en compras de activos privados como parte de su Programa de compra de activos, APP.

Además, también extendió su programa de Facilidad de financiamiento para apoyar el crecimiento (GSFF) de marzo de 2012, de 3.5 a 5.5 trillones de yenes.

2.1.3 Q.E., Tercera ronda

La Fed extiende la Operación twist, Q.E.3

El 20 de junio de 2012, la Fed anunció que extendería su Programa de extensión de vencimiento, el cual comprometía a la Fed a comprar deuda del gobierno expedida por el Tesoro de largo plazo (long Treasuries) y a vender la cantidad equivalente de deuda del gobierno de corto plazo (short Treasuries) hasta terminar el año. Finalmente las compras bajo el Programa de extensión del vencimiento se tenían programadas que finalizaran en junio. Las compras adicionales y ventas continuaron al mismo ritmo y se espera que sumen un total de 267 mil millones de dólares.

A pesar de este esfuerzo, el mercado laboral permanecía estancado y como era de esperarse el 13 de septiembre de 2012 el FOMC anunció la tercera ronda de Q.E. A diferencia de los dos programas anteriores, la Fed se comprometió a un ritmo de compras en lugar de una cantidad total. Compraría 40 mil millones de dólares en MBS al mes y continuaría las compras hasta que el panorama del mercado laboral mejorara sustancialmente en un contexto de estabilidad de precios.

El 12 de diciembre de 2012 el FOMC anunció que las compras de largo plazo de títulos del Tesoro (long-term Treasury securities) bajo el Programa de extensión del vencimiento continuaría a un ritmo de 45 mil millones de dólares al mes, pero dichas compras ya no serían esterilizadas a través de la venta de títulos del Tesoro de corto plazo. Por lo tanto, las compras que previamente se realizaron auspiciadas por el Programa de extensión del vencimiento continuarían, pero con el efecto adicional de expandir la base monetaria.

El Banco Central Europeo sustituye su Programa de Mercado de Títulos por las Operaciones Monetarias Simples (OMT)

Bajo un contexto de inestabilidad debido a la crisis de deuda soberana en Europa y la viabilidad del euro en el debate, el 2 de agosto de 2012 el BCE anunció que ampliaría sus compras de deuda soberana. El programa OMT permite al BCE a comprar deuda soberana de la zona euro en el mercado secundario.

El Banco de Japón reintroduce la Provisión de Liquidez Ilimitada (Unlimited Liquidity Provision)

El 30 de octubre de 2012, el BOJ anunció 11 trillones de yenes adicionales en compras de activos públicos y privados a través del APP lo cual establecía el marco del programa de Facilidad de estímulo del crédito del banco (SBLF, abreviado en inglés). A través de esta facilidad el BOJ ofrece financiar hasta el 100 por ciento del incremento neto de los préstamos de instituciones de depósito al sector no financiero. Los préstamos están disponibles en vencimientos de 1 a 3 años

El 16 de diciembre de 2012, se eligió como primer ministro a Shinzo Abe, quien impulsó una campaña para favorecer una política monetaria acomodaticia, para contrarrestar los efectos deflacionarios y buscar el objetivo de inflación de 2% en lugar de 1%.

En resumen, de 2008 a 2012, tres bancos centrales (BOE, BOJ y BCE) compraron activos con exposición a riesgo de crédito privado, retirando así dicho riesgo de la hoja de balance del banco central. El BOJ, BOE y la Fed, intentaron usar las compras de activos para estimular la economía a través de canales tradicionales como el de la tasa de interés al comprar activos de largo plazo, reduciendo la cantidad de duración en manos del público y por lo tanto reduciendo las tasas de interés reales de largo plazo. Todos estos cuatro bancos usaron las compras de activos para mejorar el funcionamiento de ciertos mercados.

Resumen de programas de compras de activos

La Reserva Federal de Estados Unidos

Para finales de 2012, la Fed había comprado 1.567 trillones de dólares en bonos del gobierno de largo plazo, 1.41 trillones de dólares en MBS y 175 millones de dólares en deuda GSE, un total de 3.152 trillones de dólares en compras. Adicionalmente, la Fed seguirá comprando MBS a un ritmo de 40 mil millones de dólares al mes y títulos del Tesoro de largo plazo a un ritmo de 45 mil millones de dólares al mes en 2013.

Las compras llevadas a cabo en Estados Unidos se pueden separar en cuatro distintos programas: Q.E.1 (1.725 trillones de dólares, anunciados entre 2008 a 2009), Q.E.2 (600 mil millones de dólares, anunció llevado a cabo en 2010), Operación twist (667 mil millones de dólares, anunciado en 2011 y se llevó a cabo una ampliación en 2012), y Q.E.3 (85 mil millones al mes, anunciado en 2012).

Desde las compras iniciales, la Fed ha mantenido el tamaño de la hoja de balance reinvertiendo los pagos principales de activos maduros.

El Banco de Inglaterra

Las compras de activos del BOE las cuales fueron programas de Q.E., se pueden categorizar en dos distintos episodios. El primero, donde el BOE anunció un techo 75 mil millones de libras esterlinas en compras el 5 de marzo de 2009, y después aumentó dicho límite a 200 mil millones de libras esterlinas en noviembre de 2009. El 4 de febrero de 2010, la primera etapa de compras finalizó y el BOE anunció que dicha emisión del Tesoro, no creación de dinero, financiaría ninguna compra, incluyendo cualquier tipo de compras de activos privados.

El segundo episodio de compras empezó el 6 de octubre de 2011, cuando el BOE aumentó el techo de compras de activos a 275 mil millones de libras esterlinas y anunció que la expansión monetaria financiaría una vez más nuevos activos.

El BOE amplió su Facilidad de compra de activos de nuevo el 9 de febrero de 2012 y el 5 de julio de 2012, ajustando el techo en 325 y 375 mil millones de dólares, respectivamente. Además de establecer el techo de 375 mil millones de libras esterlinas en activos financiados por la emisión de reservas, el BOE se encuentra autorizado para comprar más de 10 mil millones de libras esterlinas en activos privados financiados por emisiones del Tesoro.

El Banco de Japón

El BOJ ha realizado compras por aproximadamente 187 trillones de yenes en activos totales del periodo de enero de 2009 a diciembre de 2012.²⁸El BOJ compró JGBs a un ritmo de 1.2 trillones de yenes al mes, y el tamaño de la tenencia de JGBs de la hoja de balance del BOJ disminuyó de forma gradual. A partir de diciembre de 2008, el BOJ estaba comprando ya 1.2 trillones de yenes en JGBs al mes como parte de su política anterior. Sin realizar cambios a este ritmo de compras, el BOJ habría comprado 72 trillones de yenes en JGBs de enero de 2008 a diciembre de 2012 (60 meses por 1.2 trillones de yenes mensuales).

Desde enero de 2009, el BOJ ha comprado 115 trillones de yenes de activos. Adicionalmente compras mensuales de JGBs, en demasía de los 72 trillones de yenes en JGBs que pudieron haber sido comprados a un ritmo de 1.2 trillones de yenes mensuales, en total fueron 34.8 trillones de yenes en el periodo de enero de 2008 a diciembre de 2012. Las compras de instrumentos financieros corporativos fueron mucho más pequeñas, contando con 4 trillones de yenes en compras, de las cuales 3 trillones de yenes fueron para papel comercial y 1 trillón de yenes para bonos corporativos.

El Programa de compras de activos, anunciado en octubre de 2010 y subsecuentemente extendido en nueve ocasiones, aportó con los restantes 76 trillones de yenes de compras de activos. Es de notar que las compras de activos fueron anunciadas en nueve incrementos de 5 trillones de yenes a 11 trillones de yenes compuesta de activos variables. Desde el 4 de agosto de 2011, el BOJ ha incrementado las compras de JGBs y Treasury discount bills²⁹por un total de 60 trillones de yenes y compras de activos privados por solamente 1.21 trillones de yenes. A partir de diciembre de 2012, intentó cumplir sus compras bajo el Programa de compras de activos hasta finales de 2013.

El Banco Central Europeo

El Programa de bonos garantizados, CBPP resultó de un tamaño modesto en su tamaño total a pesar de que presentó grandes cantidades de compras de activos privados que cualquier otro banco central. El BCE anunció la compra de 60 mil millones de euros en bonos respaldados denominados en euros en 2009 y 40 mil millones de euros en compras similares en 2011, por un total de 100 mil millones de euros.

²⁸ El BOJ empezó comprando JGBs (bonos del gobierno con vencimientos de 2 a 40 años) en la década de los 90's, y estas compras mensuales alcanzaron los 1.2 trillones de yenes en 2002.

²⁹ Treasury discount bills son títulos del gobierno con vencimientos menores a los 12 meses.

La cantidad total de compras de activos del BCE, incluyendo compras de deuda soberana, sumaron un total de 320 mil millones de euros.

Las políticas de Q.E. fueron realmente importantes en la medida en que permitieron a los bancos centrales responder efectivamente ante las condiciones económicas adversas, al facilitar las condiciones de crédito y proveer liquidez, incluso con tasas de interés de corto plazo cercanas a cero. Los programas de Q.E. del BCE, BOJ, BOE y la Fed inicialmente se enfocaron en reducir las presiones del sistema financiero, pero después se usaron para una variedad de propósitos, incluyendo el alcanzar objetivos de inflación, estimulación de la economía real y contener la crisis de deuda soberana europea.

Los bancos centrales de economías enfocadas en la banca, el BOJ y el BCE, respondieron con préstamos al sistema bancario, mientras que aquellos donde sus mercados de bonos son relativamente más dominantes, la Fed y el BOE, respondieron con grandes cantidades de compras de bonos.

Tabla 1. Programas de facilidades de liquidez del BOJ, BOE, BCE y la Reserva Federal

Institución	Programa	Duración	Resumen
Facilidades de liquidez			
Reserva Federal de Estados Unidos, (Fed)	Facilidad de subasta de plazo (Term Auction Facility, TAF).	Diciembre 2007 a Marzo 2010	Financiamiento de plazo para instituciones de depósito. La medida ayudó a promover la distribución de la liquidez en tiempos en los que los bancos se encontraban bajo condiciones de inestabilidad.
	Facilidad de crédito para operadores primarios (Primary Dealer Credit Facility).	Marzo de 2008 a Febrero 2010	Facilidades de ventanilla de descuento para operadores primarios. La junta de gobernadores autorizó al Banco de la Reserva Federal de Nueva York otorgar liquidez a ciertas filiales de valores de Goldman Sachs, Morgan Stanley, y Merrill Lynch el 21 de Septiembre de 2008, y para una filial de la bolsa de Citigroup (con

	<p>sede en Londres); el 23 de Noviembre de 2008.</p>
<p>Facilidades de préstamo para Marzo 2008 valores de plazo a Febrero (Term Securities 2010 Lending Facilities).</p>	<p>Subasta de letras del Tesoro en intercambio de activos no líquidos. El programa ofrecía bonos del Tesoro en poder del Sistema de Cuenta de Mercado Abierto de préstamo en el periodo de un mes contra otro tipo de programas de garantía aprobados.</p>
<p>Banco Central Europeo, (BCE)</p>	<p>Las operaciones de refinanciamiento de largo plazo del BCE permitieron proveer de financiamiento a los bancos de la eurozona.</p> <p>A principios de 2008, la duración máxima de las Operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTRO, abreviado en inglés) fue de tres meses, sin embargo posteriormente el BCE introdujo LTROs de 6, 12 y 36 meses de vencimiento.</p> <p>Una gran proporción del financiamiento que se otorgó a los bancos de la eurozona fue utilizada para la compra de deuda soberana periférica³⁰.</p> <p>La primera con duración de 6 meses: 03/28/2008</p> <p>La segunda con duración de 12 meses: 05/07/2009</p> <p>La tercera con duración de 36 meses: 12/08/2011</p> <p>Expansión de las operaciones de refinanciamiento (Expansion of refinancing operations).</p>

³⁰ Deuda soberana periférica es considerada una de las de mayor riesgo en el mundo. Se percibe que los cuatros países más vulnerables de la eurozona son España, Grecia, Portugal e Irlanda; y se les ha denominado países de la periferia; por lo tanto la deuda de los mismos es la deuda soberana periférica.

<p>Banco de Inglaterra, (BOE)</p>	<p>Régimen de liquidez especial Abril 2008 a (Special Liquidity Enero 2012 Scheme, SLS).</p>	<p>Letras del Tesoro en intercambio de activos no líquidos, la intención era mejorar la posición de liquidez del sistema bancario. Bajo este esquema los bancos pudieron intercambiar activos de alta calidad que no eran líquidos de manera temporal, por bonos del Tesoro de Reino Unido. Así, los bancos podían usar estos bonos para obtener efectivo. Durante el periodo en el cual el SLS estuvo en operación, el banco llevó a cabo una revisión profunda del marco de las operaciones de mercado para la libra esterlina y desarrolló una nueva serie de facilidades para proporcionar un seguro de liquidez al sistema bancario.</p>
<p>Banco de Canadá, BOE, el BCE, la Fed, el BOJ y el Banco Nacional de Suiza</p>	<p>Medidas para enfrentar las presiones de corto plazo en los mercados de duda en dólares estadounidenses.</p>	<p>26 de septiembre de 2008</p> <p>Los bancos centrales actuaron de manera conjunta para inyectar dólares estadounidenses a los mercados de un día. Usando sus acuerdos recíprocos de monedas (líneas swap) con la Fed, el BOE, el BCE y el Banco Nacional de Suiza este día anunciaron la introducción de operaciones para proveer de liquidez en dólares estadounidenses con vencimiento de una semana.</p> <p>13 de octubre de 2008</p> <p>El BOE, el BCE y el Banco Nacional de Suiza conducirán ofertas de</p>

	<p>financiamiento en dólares estadounidenses a 7, 28 y 84 días de vencimiento a tasas de interés fijas. Las contrapartes en estas operaciones serán capaces de pedir prestado cualquier cantidad contra cualquier colateral apropiado.</p>
--	--

Fuente. Banco Central Europeo, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Reserva Federal.

Tabla 2. Facilidades de crédito en países desarrollados seleccionados

Banco central	Programa	Duración	Resumen
Facilidades de crédito			
Reserva Federal de Estados Unidos, (Fed)	Facilidad de Financiamiento de Papel Comercial, (Commercial Paper Funding Facility, CPFF). Facilidad de financiamiento de inversionistas en el mercado de dinero, (Money Market Investor Funding Facility, MMIFF). Facilidad de préstamo de valores respaldados por activos de plazo (Term Asset-Backed Securities Loan Facilities, TAFL).	de Octubre 2008 a Febrero 2010 Octubre 2008 a Octubre 2009 Anunciado el 25 de noviembre de 2008, comenzó a operar en marzo de 2009 y finalizó en marzo de 2010.	Papel comercial comprado a 90 días. El objetivo era proveer liquidez a los emisores de papel comercial. Financiamiento de plazo para incrementar liquidez en el mercado de dinero. Facilidad de financiamiento que ayudaría a los participantes del mercado a satisfacer las necesidades de crédito de los hogares y las empresas mediante el apoyo de la emisión de valores respaldados por

			<p>activos garantizados con préstamos de varios tipos para consumidores y empresas de todo tamaño. Bajo TALF, EL Banco de Nueva York de la Reserva Federal prestaría más de 200 mil millones de dólares.</p>
<p>Banco Central Europeo (BCE)</p>	<p>Operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTROs).</p>	<p>Fecha de asignación: 21 de diciembre de 2011. Fecha de vencimiento: 29 de enero de 2015. (1,134 días)</p>	<p>1.1 trillones de euros en préstamos de plazo a bancos.</p>
<p>Banco de Inglaterra, (BOE)</p>	<p>Esquema de financiamiento para préstamos (Funding for Lending Scheme, FLS).</p>	<p>Anunciado el 13 de julio de-2012.</p>	<p>Financiamiento subsidiado para bancos enfocado a incrementar los préstamos. Se diseñó para apoyar a los bancos y construir sociedades que impulsen sus operaciones de crédito en la economía real. Este esquema permite a los participantes pedir prestado Letras del Tesoro del Reino Unido a cambio de garantías elegibles, las cuales consistieron en todas las garantías elegibles en la Ventanilla de Descuento.</p> <p>El Banco y el Tesoro anunciaron una extensión de este esquema el 24 de abril de 2013. Esto incrementa el esquema un año y permite a los participantes pedir prestado al</p>

	<p>esquema hasta enero de 2015, con el objetivo de impulsar el crédito a pequeñas y medianas empresas. El 28 de noviembre de 2013, el Banco y el Tesoro anunciaron los términos del esquema ampliado (FLS Extension) para enfocarlo a negocios de préstamos, removiendo incentivos directos para expandir el financiamiento a los hogares en 2014.</p>
<p>Facilidad para Banco de Japón, (BOJ) (Stimulating Bank Lending Facility).</p> <p>Diciembre 2012 a Marzo 2014 (15 meses)</p>	<p>Tiene como objetivo proporcionar financiamiento de largo plazo, por arriba de la cantidad equivalente al incremento neto en los préstamos, a una tasa de interés baja disponible a instituciones financieras. Se otorgarán fondos por más de 15 trillones de yenes.</p> <p>Los préstamos tendrán una duración de 1, 2 y 3 años y la tasa de interés será de 0.1% anual.</p>

Fuente. Banco Central Europeo, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Reserva Federal.

Tabla 3. Compras de activos en países desarrollados seleccionados

Banco central	Programa	Duración	Resumen
Compras de activos			
Reserva Federal de	Compras de activos gran escala	de 01/12/2008 a al 31/03/2010	Compras de 300 mil millones de dólares en Bonos del Tesoro de Estados Unidos y 1,450 mil millones

Estados Unidos, (Fed)	(Large-Scale Asset Purchase, LSAP).	de dólares en títulos respaldados por hipotecas (MBS, abreviado en inglés).
	Compras de activos a gran escala (Large-Scale Asset Purchase, LSAP).	Se anunció el 11/03/2010 y terminó 20/06/2010 La Reserva Federal compraría 600 mil millones de dólares en Bonos del Tesoro de Estados Unidos.
	Compras de activos a gran escala (Large-Scale Asset Purchase, LSAP).	Anunciada el 09/13/2012 La Reserva Federal compraría 40 mil millones de dólares en títulos respaldados en hipotecas (MBS) al mes.
		Anunciada el 12/12/2012 La Reserva Federal continuará la compra de 45 mil millones de dólares en Bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo al mes, pero no seguirá esterilizando las compras a través de la venta de Bonos del Tesoro de corto plazo.
	Programa de extensión del vencimiento (Maturity Extension Program / o también conocida	Anunciada el 09/21/2011 La Reserva Federal compraría 400 mil millones de dólares en Bonos del Tesoro con vencimiento de 3 años o menos.

<p>como "Operation Twist").</p>	<p>Anunciada el 06/20/2012</p> <p>La extensión de este programa tiene como objetivo que la Reserva Federal continúe comprando títulos de largo plazo y venda títulos de corto plazo hasta el final de 2012. Las compras y ventas continuarán a su ritmo normal, el de 45 mil millones de dólares al mes.</p>
<p>Banco Central Europeo , (BCE)</p> <p>Programa de Mercados de Títulos (Securities Markets Programme, SMP).</p> <p>Mayo 2010 - Febrero 2012</p>	<p>El 10 de mayo de 2010, los bancos centrales del Eurosistema comenzaron la compra de títulos en el contexto del Programa de Mercados de Títulos (SMP), para atender los segmentos de mercado que habían dañado el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Bajo este programa, títulos de deuda públicos y privados son considerados elegibles para la compra. Con el fin de no afectar las condiciones de liquidez, el Eurosistema reabsorbió la liquidez provista por este programa a través de operaciones semanales de absorción de liquidez.</p>
<p>Operaciones Monetarias Simples (Outright Monetary Transactions , OMT)</p> <p>02 de agosto de 2012</p>	<p>Con el objetivo de salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y preservar la unicidad de la política monetaria a través de la zona de euro, proporcionando un respaldo efectivo que evite escenarios destructivos que impliquen retos a la estabilidad de precios. La liquidez creada en este programa será totalmente esterilizada, la cual se puede ejecutar al ofrecer depósitos de plazo fijo que los bancos pueden realizar en el banco central.</p>

Banco de Inglaterra, Terra, (BOE)	Facilidad de Compra de Activos (Asset Purchase Facility, APF)	30 de Enero 2009	En enero de 2009, el BOE dispuso la aplicación de APF, para comprar activos de alta calidad financiados mediante la emisión de títulos del Tesoro, con el objetivo de mejorar la liquidez en los mercados de crédito. Además esta facilidad podrá usarse como una herramienta de política monetaria ya que las compras de activos son financiadas a través de la creación de las reservas del banco central.
Banco de Japón, (BOJ)	Programa de Compra de Activos (Asset Purchase Program, APP)	Abril 2013	Incrementará al doble la base monetaria de 135 trillones de yenes a 270 trillones de yenes hasta de diciembre de 2014, a través de la compra de bonos del gobierno de Japón de largo plazo. Lo anterior con el objetivo de impulsar el crecimiento y aumentar las expectativas de inflación. ³¹

Fuente. Banco Central Europeo, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Reserva Federal.

Una medida del éxito de la aplicación de las medidas de política monetaria³² es su habilidad por anclar las expectativas de inflación sobre la tasa futura de inflación. Una prueba para este anclaje es la crisis financiera de 2008.

Estos cuatro bancos centrales analizados han adoptado un objetivo de inflación de mediano plazo o bien una definición numérica de estabilidad de precios de 2 por ciento, o cercano a 2 por ciento, y sus mandatos de política monetaria todos incluyen estabilidad de precios.³³

³¹Japón sufrió de problemas de deflación desde la segunda mitad de la década de los noventas. Para superar casi 15 años de deflación, el BOJ necesita convencer a las personas que los salarios se incrementarían tan pronto como la economía se recupere, política de F.L. Durante dicho periodo la economía de Japón cayó en diversos choques negativos: el problema de cartera vencida y la crisis monetaria en Asia en la segunda mitad de los años noventa, el estallido de la burbuja de las Tecnologías de la Información en Estados Unidos, la crisis Lehman, y el terremoto de 2011.

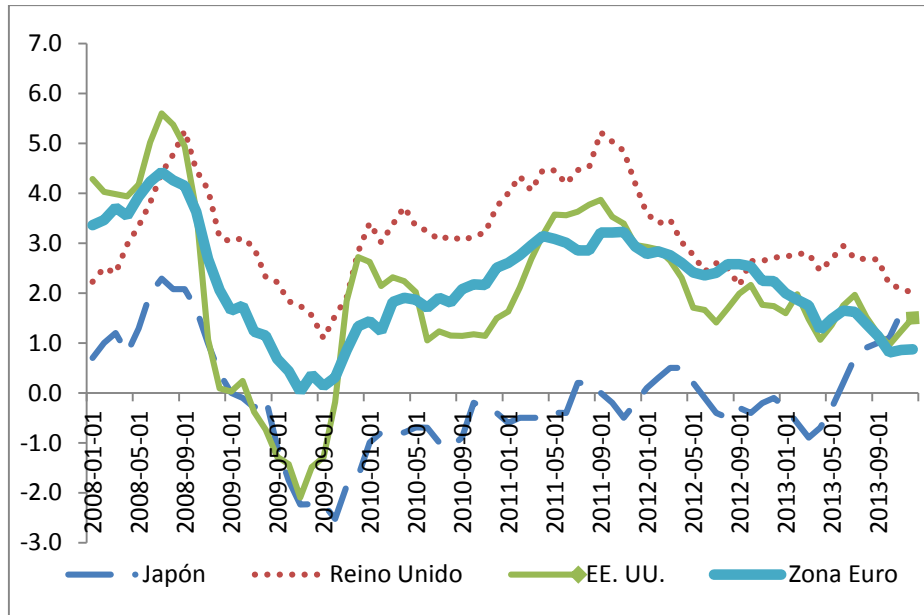
En junio de 2014, el primer ministro de Japón, Shinzo Abe, declaró que la deflación había terminado y que gracias a la implementación del facilitamiento monetario cualitativo y cuantitativo en abril de 2013 aumentarían las expectativas de inflación y que el BOJ se comprometía a alcanzar el objetivo de inflación de 2%.

³² La política monetaria posee una influencia importante en la inflación. Cuando la tasa de política se reduce, el resultante fortalecimiento de la demanda por bienes y servicios tiende a los salarios y otros costos hacia arriba, reflejando la gran demanda por trabajadores y materiales que son necesarios para la producción. Además, la acciones de política pueden influenciar las expectativas sobre el comportamiento futuro de la economía, incluyendo expectativa de precios y salarios, y esas expectativas pueden por si mismas influenciar la inflación.

³³ Estos bancos centrales usan la inflación general como referencia de sus objetivos de inflación (el Índice Armonizado de Precios al Consumidor HICP, del BCE; el índice de precios al consumidor CPI, del BOJ y el BOE; y el índice de precios para gastos personales de consumo PCE, para la Fed).

En años recientes, las tasas de inflación en las economías desarrolladas de los países seleccionados se han encontrado por debajo de su objetivo, lo cual parece reflejarse en los precios de los energéticos, capacidad instalada excesiva y apreciaciones cambiarias. A dichas adversidades se suma el fortalecimiento de la regulación financiera, el proceso de desapalancamiento de empresas y hogares y el moderado ritmo de la recuperación económica global. Como resultado, los bancos centrales han adoptado las medidas anteriormente descritas de flexibilidad monetaria por tiempos prolongados y sin fecha de culminación.

Gráfico 2. Inflación, (2008-2013) , % Variación anual



Fuente. Banco Central Europeo, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Reserva Federal.

En el caso de Japón, el BOJ adoptó su objetivo de estabilidad de precios en 2% en enero de 2013, seguido del anuncio de su esquema de Qualitative and Quantitative Easing (Q.Q.E.) en abril del mismo año. Estas iniciativas se implementaron para enfrentar la deflación que ha afectado por 15 años la economía japonesa.

Bajo esta nueva fase de de flexibilización monetaria en términos cualitativos y cuantitativos (Q.Q.E.), el BOJ incrementará al doble la base monetaria y los saldos de los bonos del

gobierno de Japón (JGBs) así como los fondos cotizados (Exchange-traded funds) en dos años, y a más del doble el promedio de vencimientos de las restantes compras de los JGBs. Además, se cambió el principal objetivo operacional para las operaciones del mercado de dinero de la tasa a un día sin garantía y se adoptó la base monetaria. El BOJ conducirá las operaciones del mercado de dinero de modo que la base monetaria se incremente a un ritmo anual de 60 a 70 trillones de yenes.³⁴

Los resultados han sido evidentes, dado que desde la adopción de Q.Q.E. la economía de Japón ha mostrado alejarse de la deflación.

Respecto a la zona euro, los principales riesgos que actualmente atraviesan son sus niveles de inflación tan bajos, los cuales pueden afectar el financiamiento de deuda y la inversión. La baja inflación o deflación, puede alentar a los consumidores a retrasar el gasto debido a las expectativas futuras de bajos precios. Después de que la inflación cayó a 0.7%, el BCE disminuyó las tasas de interés de un nivel de 0.5 a 0.25 por ciento en noviembre de 2013. La eurozona se encuentra rezagada en comparación a Estados Unidos y el Reino Unido, debido a que estos países llevaron a cabo acciones más agresivas a través de las compras a gran escala de bonos gubernamentales y en el caso de Estados Unidos activos respaldados en hipotecas. La baja inflación es en parte la razón por la cual la economía de Europa se ha estancado, el PIB de la eurozona creció solamente 1% en 2013.

La Fed y el BOJ han respondido ante las presiones inflacionarias a la baja, agregando nuevas cantidades de dinero a la economía (flexibilización cuantitativa). Dicha medida no representa una opción viable para la eurozona, debido a que esta carece de mercados profundos para los préstamos bancarios entre países miembros.

La opción de la eurozona es que el BCE maneje las expectativas del público acerca del curso futuro de la demanda, ingreso e inflación con mayor fuerza para generar una sólida recuperación económica.

2.2 Forward looking, F.L.

Desde 2008, la política de F.L.³⁵ se ha convertido en un elemento clave de la política monetaria. La Reserva Federal, el BOJ, el BCE y el BOE han proporcionado F.L. sobre sus

³⁴ Nota. Consultar anuncio de política del BOJ, 4 de abril de 2013.

³⁵ La política de F.L. no es nueva. Empezando en la década de los noventas, los bancos centrales se basaban en descripciones cualitativas de la principal idea de sus tasas de interés de política para informar al público, lo cual representaba un lenguaje complejo a descifrar. A

tasas de política en el futuro en varias formas, algunas cualitativas y otras cuantitativas. Y en algunos casos condicionada a la evolución económica específica, incluyendo el comportamiento de variables reales como la tasa de desempleo.

La política de F.L. al límite cero fue por primera vez aplicada por el BOJ en el contexto de su política de tasa interés cero en 1999. La Fed también adoptó la política F.L. en sus tasas de política en 2003 cuando declaró que la política expansiva se mantendría por un tiempo considerable. En ese tiempo, la tasa de política era baja pero no se encontraba a su límite cercano a cero. A raíz de la crisis financiera mundial, estos cuatro bancos centrales emplearon F.L. a sus tasas de política, aunque en diferentes momentos y formas.

La Fed aplicó F.L. cualitativa en tasas de política cuando redujo la tasa de fondos federales a su límite cero en diciembre de 2008. Subsecuentemente, en 2011 la Fed cambió su orientación a basarse en calendarios al comunicar que las condiciones económicas garantizarían tasas de política a su límite cero por al menos dos años. Desde diciembre de 2012, la Fed ha perseguido F.L. basado en umbrales, aclarando los factores clave que influenciarán el calendario de los futuros cambios en la orientación de la política. Especialmente, la Fed manifestó su intención de mantener la tasa de fondos federales en su nivel prevaleciente condicionada a umbrales cuantitativos explícitos; tanto la tasa de desempleo ($>6.5\%$) y proyecciones de inflación ($<2.5\%$) así como la evidencia de expectativas de inflación bien ancladas.

El BOJ implementó F.L. basado en un umbral ligado a la tasa de inflación en el contexto de su programa de flexibilización monetaria de octubre de 2010. Anunció que su política de tasa de interés cero se mantendría hasta que el objetivo del BOJ de estabilidad de precios fuera alcanzado siempre y cuando no hubiera riesgos significativos, incluyendo la acumulación de desequilibrios financieros. Como ya se mencionó, bajo el programa de Flexibilización Cualitativa y Cuantitativa (Q.Q.E.) el BOJ sustituyó a la tasa de un día sin garantía por la base monetaria como su objetivo operacional de las operaciones de mercado abierto. El objetivo del programa era lograr un objetivo de estabilidad de precios de 2% con un horizonte de tiempo de dos años a través de compras de activos a gran escala y expansión de la base monetaria. En otras palabras, el Q.Q.E. incluía elementos

finales de los 90's, un número pequeño de economías que habían adoptado los objetivos de inflación aplicaron F.L. al publicar de manera regular sus propios pronósticos cuantitativos del curso futuro de las tasas de interés de política.

tanto de un umbral como de F.L. basado en calendario pero sin un explícito F.L. en la tasa de política.

El BOE y el BCE presentaron nuevas políticas de F.L. a mediados de 2013. El BOE inicialmente marcó su umbral para la aplicación de F.L., vinculando la prevaleciente política de bajas tasas a un umbral cuantitativo para la tasa de desempleo (>7%). En febrero de 2014, ante una caída inesperada de la tasa de desempleo, el BOE estableció los factores que guiarán sus decisiones sobre el curso de las tasas de política cuando el umbral de la tasa de desempleo es alcanzado, enfatizando en particular el objetivo de reducir la inestabilidad económica.

El BCE adoptó F.L. cualitativo de composición abierta en las tasas de interés de política en julio de 2013, anunciando su intención de conservar los bajos niveles de las tasas de interés “por un periodo extendido de tiempo”. Esto representó una ruptura de la práctica previa de evitar comentar acerca de las tasas de política más allá de la siguiente junta de política. Similar al caso de Reino Unido, esta decisión fue en parte motivada en el tiempo en que un incremento en el ritmo esperado de las tasas de política de la zona euro que se percibió como inconsistente con la perspectiva moderada de inflación y la debilidad económica.

La utilidad potencial de F.L. depende de que sea percibido como un compromiso, que se comunique de manera clara y se interprete de la forma en que el banco central lo ideó. Para que la política de F.L. sea efectiva, se debe percibir como un compromiso creíble del banco central, para que el público crea que el banco central cumplirá su orientación. Sólo así, el F.L. tendrá un impacto en las expectativas del público del curso futuro de las tasas de interés.

La duración de las prácticas de F.L. en el periodo post crisis aún es incierto, estas medidas han representado herramientas no convencionales usadas en tiempos de estrés financiero; pero también han sido parte de una evolución de la comunicación de los bancos centrales para incrementar la transparencia.

3. Países emergentes

Las economías emergentes explican los movimientos de los precios de las materias primas, debido a la rápida industrialización de países como China o India, se han incrementado la

demanda de metales y energéticos. El incremento de los precios de las materias primas aumenta la rentabilidad del capital en este sector.

La necesidad de una consolidación fiscal³⁶ en un entorno de excesiva capacidad instalada, bajas expectativas de inflación y poca credibilidad es un importante factor a nivel global. Ante esta situación las autoridades monetarias han respondido, como ya se ha mencionado, a la reducción de las tasas de política por periodos prolongados y políticas monetarias no convencionales.

Por lo anterior, en países emergentes se han presentado altos precios de las materias primas en términos comerciales y altos flujos de inversión foránea y doméstica. Dichos factores tienen efectos positivos en el corto y mediano plazo en las economías emergentes productoras, pero también implican algunos riesgos.³⁷ Adicionalmente, una política monetaria restrictiva, dependencia a la deuda externa y deuda con plazos de vencimientos cortos afectaron la solvencia de las economías emergentes durante de crisis.

Ahora bien, en los países emergentes donde los mercados financieros no se encuentran tan desarrollados, se implementaron una serie de instrumentos de política monetaria tal vez considerados no convencionales, como la aplicación de límites máximos a los créditos.

Las economías emergentes históricamente tienden a endurecer³⁸ la política monetaria; sin embargo en este periodo de recuperación se ha optado por una política monetaria holgada o bien contracíclica para estimular la actividad económica.

Dado lo anterior, existen prerequisites para el funcionamiento de estas medidas como son, el poseer fundamentales macroeconómicos estables, apertura comercial y flujo de capitales

³⁶ Cuando se experimenta un choque comercial positivo y flujos de capital, las autoridades fiscales deben incrementar los ahorros para evitar el sobrecalentamiento de la economía y también la oferta de crédito excesivo y el crecimiento de los precios de los activos. (Uribe,2012)

³⁷ Los retos que los grandes flujos de capitales pueden representar a las economías emergentes pueden ser la sobrevaluación de su moneda, lo cual puede minar la competitividad y como consecuencia dañar las exportaciones y el crecimiento, el sobrecalentamiento de la economía, con presiones inflacionarias y el excesivo crecimiento del crédito.

³⁸ El "endurecer" la política monetaria implica, ante presiones de inflación al alza de corto plazo y tensiones sobre el tipo de cambio, llevar a cabo incrementos en los requerimientos de reservas y tasas de interés del banco central. En un periodo de condiciones monetarias expansivas la política monetaria se enfoca en apoyar el crecimiento económico. Si, a la inversa, la política monetaria sacrifica el crecimiento, se habla de un periodo de endurecimiento de las condiciones monetarias.

internacionales. Pero los elementos clave han sido la adopción de los blancos de inflación y la aplicación de reformas de los mercados financieros. (Coulibaly, 2012)

A continuación se muestran las medidas de política implementadas en mercados emergentes seleccionados para enfrentar la crisis financiera internacional.³⁹

Con lo cual se podrá comprobar quienes de ellas recurrieron a las políticas monetarias no convencionales. Para lo anterior se revisaron los comunicados de política monetaria de los bancos centrales correspondientes durante el periodo de estudio del presente trabajo.

3.1 China⁴⁰

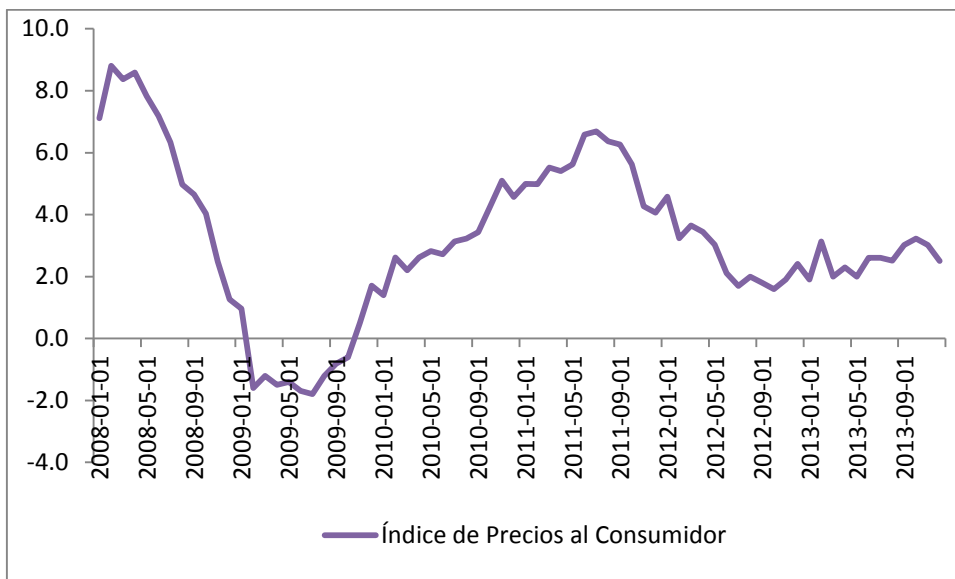
En la segunda mitad de 2008 el banco central redujo las tasas de depósito de referencia y las tasas de préstamo en cinco ocasiones y redujo la razón de requerimiento de reservas cuatro veces. Así, en 2009 China reportó un crecimiento del PIB de 8.9% y por lo tanto logró ser el primer país en recuperarse de la crisis.

El segundo ajuste consistió en combatir la inflación, ya que a medida que la economía mundial se recuperaba la inflación comenzó a aumentar a partir de la segunda mitad de 2010. Debido al aumento de los precios de los productos básicos y el aumento de los costos laborales, las expectativas de inflación en China comenzaron a elevarse, en julio 2011 el crecimiento del índice de precios al consumidor alcanzó el 6.7%.

Gráfico 3. Inflación China (2008-2013), % Variación anual

³⁹ Se eligió a países en desarrollo, China, Brasil, Turquía, México, Corea del Sur, Sudáfrica y Chile; considerados economías emergentes por tener un dinámico sector exportador, un mercado interno atractivo y ser importantes receptores de inversión extranjera. Además, por la capacidad de recuperación que presentaron ante la turbulencia financiera internacional y algunas otras por ganar credibilidad de política monetaria gracias a la adopción de regímenes de objetivos de inflación, mantener fundamentales fuertes e implementar reformas financieras.

⁴⁰ El People's Bank of China tiene como objetivo de política monetaria mantener la estabilidad del valor de la moneda que por lo tanto promueva el crecimiento económico.



Fuente. People's Bank of China.

Ante presiones inflacionarias al alza, a finales de 2010 el banco central decidió cambiar su objetivo de política monetaria de luchar contra los efectos de la crisis a combatir la inflación. De 2010 al tercer trimestre de 2011, el banco central aumentó sus tasas de referencia de depósitos y de préstamo en cinco ocasiones e incrementó la razón de requerimiento de reservas doce veces hasta alcanzar el nivel de 21.5%.

Para finales de diciembre de 2011, la tendencia al alza del nivel de precios en China se había contenido, con un Índice de Precios al Consumidor de 4.1%. Mientras que la economía seguía creciendo rápidamente y registró un crecimiento de 9.2% en 2011.

El tercer ajuste fue la estabilización del crecimiento económico, la inflación había caído desde principios de 2012, por ejemplo en mayo de 2012 el IPC alcanzó el 3%.

De cara a estos nuevos retos, el banco central ha cambiado gradualmente su política monetaria, disminuyendo la razón de requerimiento de reservas en tres ocasiones, en diciembre de 2011, febrero y mayor de 2012. Después de estos ajustes, había bajado 1.5 puntos porcentuales hasta un 20% en 2012.

Mientras tanto, también usó una combinación de instrumentos de política monetaria para incrementar la liquidez del mercado.

Durante la recesión que se suscitó después de la crisis, países que dependen del comercio internacional manipularon sus monedas y las depreciaron para transferir los efectos de la crisis a sus competidores.

Para fortalecer la estabilidad de los mercados financieros, el banco central de China firmó un acuerdo swap de divisas en dólares estadounidenses por un valor de 180 mil millones de RMB con Corea del Sur, cuya moneda se había depreciado un 40% en 2008⁴¹. Para lograr una mejor estabilización de los mercados financieros en Asia, China, Japón y Corea del Sur firmaron un acuerdo swap de divisas en dólares estadounidenses con la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés) con un valor de 120 mil millones.

Esta acción demuestra que la intervención del gobierno puede tomar un papel activo en la recuperación de la economía.

En el futuro se espera que China adopte una política monetaria de F.L., que se anticipe, con objetivos más claros y sea más flexible. Además, el banco central busca impulsar reformas para liberalizar las tasas de interés y así permitir que los mercados jueguen un papel más importante en la formación y movimiento de las tasas de interés del RMB. Finalmente se pretende también cambiar el régimen de tipo de cambio de manera gradual.

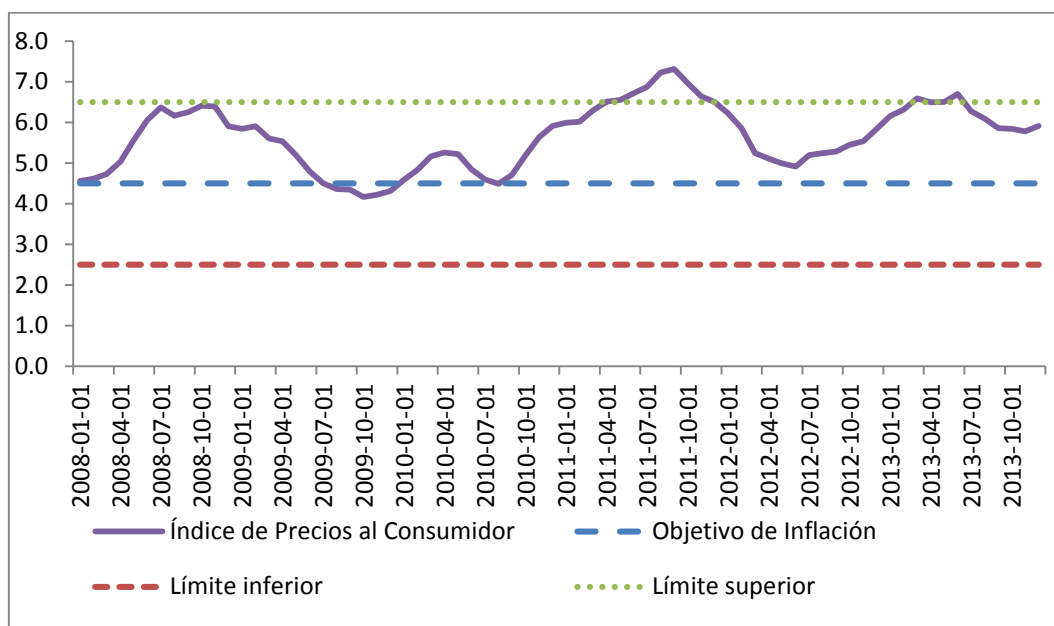
3.2 Brasil

Ante la crisis financiera mundial, Brasil aplicó políticas contracíclicas para lograr la recuperación alcanzada en 2010. Las cuales se enfocaron al apoyo de la actividad económica gracias a los sólidos fundamentales y la credibilidad de la política monetaria.

En el último trimestre de 2008, algunos de los efectos de la crisis financiera mundial se evidenciaron en la economía brasileña como la reducción de los flujos comerciales en 6.9% en términos de valor, la disminución de la producción industrial en 27%, la salida de capitales causó una depreciación del tipo de cambio de 32%, por mencionar los principales.

⁴¹ Numerosas economías emergentes de Asia aumentaron sus reservas de divisas para contrarrestar las presiones al alza sobre sus monedas. El *stock* de reservas de divisas en estas economías es considerable, a finales de 2012 superó los 5 mil millones de dólares. Actualmente estas economías mantienen un nivel que supera las medidas convencionales de suficiencia. Algunos indicadores de suficiencia son: la razón de reservas internacionales a las importaciones, razón de reservas internacionales y M2 y razón de reservas internacionales y deuda externa. La acumulación de reservas internacionales aunado a una política fiscal y monetaria congruente, mejora las condiciones de acceso a los mercados de capital.

Gráfico 4. Inflación Brasil, (2008-2013), % Variación anual⁴²



Fuente. Banco Central Do Brasil.

Ante este escenario las autoridades tomaron acciones para enfrentar los choques externos⁴³, en primer lugar para solucionar los problemas de liquidez en moneda local y extranjera, fueron disminuidos los requerimientos de reserva de los bancos, inyectando 116 mil millones de reales de liquidez (o bien lo equivalente al 4% del PIB), en la economía; además se otorgaron líneas de crédito en moneda extranjera al sector privado; el banco central ofreció 14.5 mil millones de dólares (7% del total de las reservas internacionales que tenían a finales de 2008) en subastas del mercado spot.

También el banco central ofreció contratos swap en moneda extranjera con un valor de 33 mil millones de dólares, para ayudar a empresas domésticas.

La segunda línea de acción fue el ajuste de los instrumentos de política para proporcionar estímulos a la actividad económica: la tasa de política monetaria fue disminuida en un total de 500 puntos base, de 13.75% hasta 8.75%, adicionalmente una serie de exenciones de impuestos fueron aplicados y la meta de superávit fiscal fue reducida de 3.8% en 2008 hasta 2.5% del PIB en 2009. La extensión de créditos por parte de instituciones financieras públicas ascendió a 105 mil millones de reales o bien el 3.3% del PIB.

⁴² Desde 2005, la tasa objetivo de inflación ha sido 4.5% con un intervalo de variación de ± 2 puntos porcentuales.

⁴³ Pereira da Silva and Eyer Harris, (2012)

Para enfrentar los riesgos de inestabilidad financiera y macroeconómica de finales de 2010 y principios de 2011, se adoptaron medidas macroprudenciales para reducir el riesgo sistémico financiero derivadas del rápido crecimiento del crédito y las grandes entradas de capital.

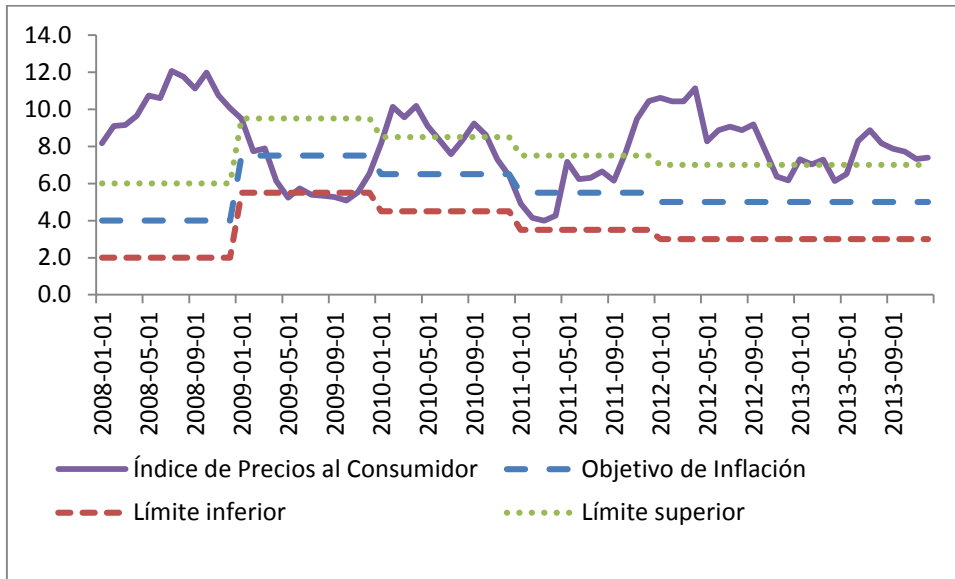
Entre enero y julio de 2011, el banco central aumentó la tasa de política 175 puntos base en cinco consecutivas reuniones del comité de política monetaria. Acto seguido de un incremento de 200 puntos base en el 2010 lo que ascendió a un incremento generalizado de 375 puntos base.

3.3 Turquía

Turquía es un interesante caso de estudio debido a que fue una de las economías más golpeadas por la crisis. El producto real se contrajo fuertemente durante cuatro trimestres, alcanzando una contracción interanual de 14.7% durante el primer trimestre de 2009.

El banco central se anticipó a las consecuencias de la crisis y disminuyó la tasa de política en 1,025 puntos base de noviembre de 2008 a noviembre de 2009. Se ha señalado que dichos recortes y la flexibilidad del tipo de cambio ayudaron sustancialmente a suavizar el impacto de la crisis financiera global en Turquía. Especialmente se llevaron a cabo reformas clave, como la implementación de los objetivos de inflación desde 2001.

Gráfico 5. Inflación de Turquía, (2008-2013) % Variación anual⁴⁴



Fuente. Banco Central de la República de Turquía, (CBT).

Después de la contracción de 2009, la economía turca experimentó una recuperación rápida con el respaldo de fuertes fundamentales y una sólida demanda doméstica. El aumento de las entradas de capital alimentado de tasas de política históricamente bajas y políticas de flexibilidad cuantitativa en países desarrollados impulsaron el crecimiento del crédito doméstico y dieron lugar a una excesiva apreciación de la lira turca. La rápida expansión del crédito reforzó el crecimiento de la demanda interna y junto con una lira turca fuerte dio como resultado una mayor demanda por importaciones. Sin embargo, las exportaciones seguían débiles debido a la endeble demanda externa y la apreciación de su moneda. Como consecuencia, el comercio exterior y la balanza de cuenta corriente sufrieron un notable deterioro, lo cual incrementó la vulnerabilidad de la economía ante el apetito de riesgo global.

Ante esta situación, el CBT diseñó e implementó un nuevo marco de política monetaria a finales de 2010. A este respecto, la perspectiva global del objetivo de inflación fue revisada y la estabilidad financiera se adoptó como un objetivo complementario. El nuevo diseño de política tuvo como fin construir un marco para fortalecer la resiliencia de la economía ante

⁴⁴ Los objetivos de inflación se han establecido como "objetivos puntuales" desde 2006. Existe una banda de incertidumbre de dos puntos porcentuales.

fragilidades que son particularmente impulsadas por el equilibrio externo, expansión del crédito y flujos de capitales.

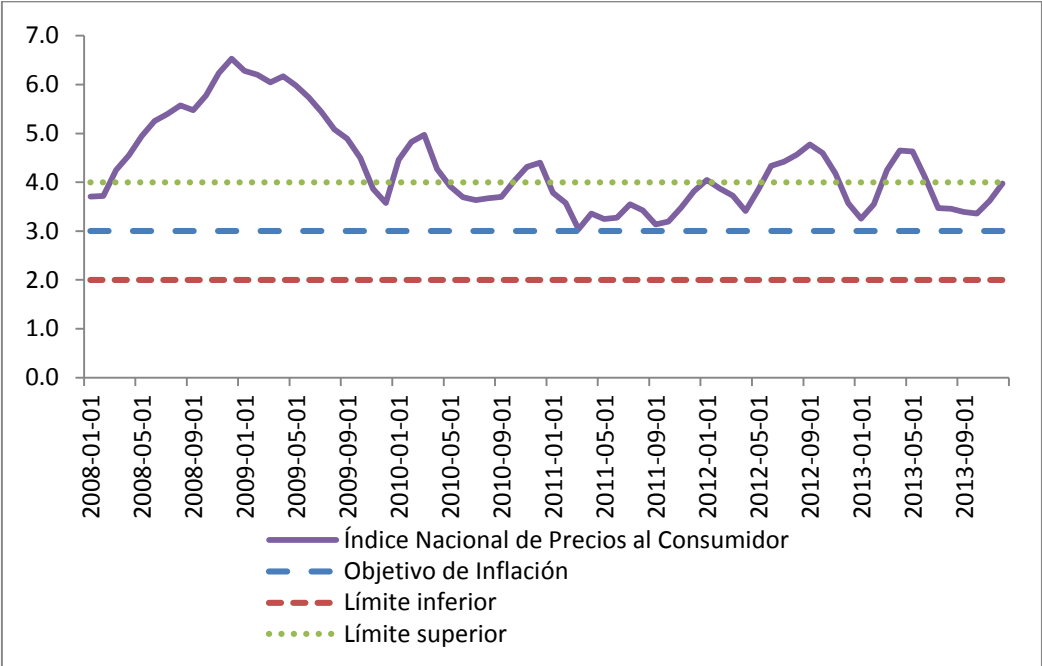
3.4 México

Durante el primer semestre de 2009, la economía mexicana estuvo afectada por un entorno recesivo que caracterizó a la economía mundial en este periodo.

La Junta de Gobierno del Instituto Central redujo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 375 puntos base, al pasar de un nivel de 8.25 en diciembre de 2008 a 4.5 por ciento en julio de 2009.

Es importante mencionar que, a partir de finales de 2008, cuando la inflación en México llegó a su punto más alto, tanto la magnitud como la velocidad con las que ha disminuido han sido menores que las observadas en países desarrollados y en otras economías emergentes.

Gráfico 6. Inflación de México, (2008-2013) % Variación anual⁴⁵



Fuente. Banco de México.

⁴⁵ El Banco de México estableció que la meta de inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) es de 3.0 por ciento, tomando en cuenta un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual para acomodar cambios en los precios relativos derivados de las perturbaciones a las que está sujeta la economía y a la relación poco precisa entre las acciones de política monetaria y sus resultados sobre la inflación.

Diversas acciones de política económica llevadas a cabo en México, tal como un esfuerzo de consolidación fiscal y un incremento en el nivel de reservas internacionales, contribuyó a que la percepción de riesgo asociada a la economía mexicana, con relación a otras economías emergentes, haya mejorado durante la primera mitad de 2010. Asimismo, se determinó renovar la Línea de Crédito Flexible que tiene México con el Fondo Monetario Internacional.⁴⁶

Debido a un entorno de incertidumbre de los mercados financieros internacionales la moneda nacional, al igual que la de otros países emergentes, experimentó una depreciación significativa y una mayor volatilidad en el segundo trimestre de 2012.

Ante un ambiente de elevada volatilidad cambiaria, durante el segundo trimestre del año se realizaron asignaciones en las subastas de dólares con precio mínimo por un monto total de 365 millones de dólares. Cabe destacar que este ajuste en el tipo de cambio nominal, junto con la evolución de la inflación, permitió una depreciación del tipo de cambio real, lo que contribuyó a atenuar el impacto negativo de un entorno externo particularmente adverso sobre la economía de México.

El 8 de marzo de 2013 la Junta de Gobierno decidió reducir en 50 puntos base la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4 por ciento. Lo cual facilitará el ajuste de la economía a un entorno de menor crecimiento económico y menor inflación.

De acuerdo al comunicado de política monetaria del 6 de junio de 2014, la Junta de Gobierno del Banco de México ha decidido disminuir en 50 puntos base el objetivo de la Tasa Interbancaria a un día a un nivel del 3 por ciento. Lo anterior debido a un escenario de crecimiento económico muy débil que han experimentado de manera general las economías emergentes. Y en particular México, a pesar del anuncio de una serie de reformas estructurales importantes. Por lo tanto se ha dado lugar a una ampliación de la holgura que prevalecerá en la economía.

3.5 Corea del Sur

El won de Corea (KRW por sus siglas en inglés) se desplomó frente a las principales divisas debido a la salida de inversiones extranjeras y del deterioro de las condiciones de

⁴⁶ Política Monetaria, Informe sobre el primer semestre de 2010. Banco de México.

endeudamiento en moneda extranjera para los bancos domésticos. A medida que aumentaban las preocupaciones sobre el riesgo de crédito, surgían disminuciones del crédito en los mercados financieros.

El Banco de Corea decidió reducir sustancialmente su tasa base⁴⁷ del 5.25% a un 2% entre octubre de 2008 y febrero de 2009. El Banco también disminuyó la tasa de interés de sus préstamos con límite de crédito agregado del 3.5% al 1.25%.

De acuerdo a la institución central, la razón fundamental para la reducción tan abrupta de la tasa de política en un periodo tan corto de tiempo, fue la necesidad de responder activamente a la situación en la cual la economía real se había contraído rápidamente mientras que los mercados financieros y de divisas habían mostrado movimientos inestables desde septiembre de 2008 y en adelante.

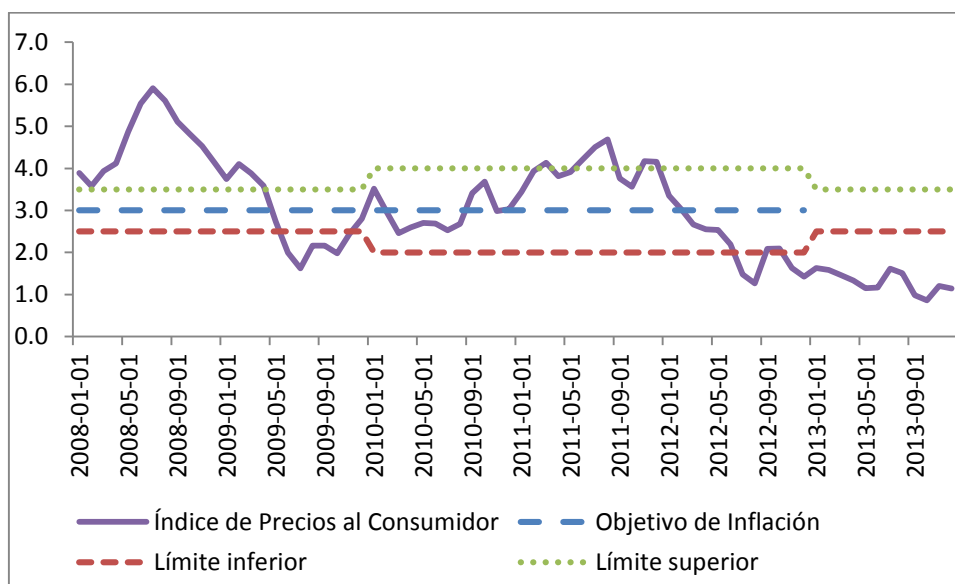
Además de la disminución de la tasa de política, el banco central decidió implementar varias medidas para responder a la crisis. A diferencia de economías avanzadas, quienes emplearon una amplia gama de medidas no convencionales, el Banco de Corea buscó minimizar cualquier efecto negativo al implementar instrumentos convencionales, como reducción de las tasas de interés y la expansión de la liquidez por medio de préstamos y operaciones de mercado abierto. A continuación se presenta la información a detalle.

Expansión de la oferta de liquidez

Para asegurar la estabilidad financiera y de los mercados de divisas, expandió la oferta del won coreano y liquidez en moneda extranjera al realizar operaciones de mercado abierto y préstamos en moneda extranjera. Sobre todo, por su uso activo de operaciones de mercado abierto, el Banco de Corea inyectó a la economía 18.5 billones de won de Corea entre septiembre de 2008 y febrero de 2009 para promover el adecuado flujo de fondos en los mercados financieros de corto y largo plazo incluyendo los mercados de obligaciones.

⁴⁷ La tasa base, es la tasa de política que el Comité de Política Monetaria ratifica cada mes, es la tasa de referencia aplicada para transacciones entre el Banco y sus instituciones financieras contrapartes.

Gráfico 7. Inflación de Corea del Sur, (2008-2013) % Variación anual⁴⁸



Fuente. The Bank of Korea.

Adicionalmente, amplió el alcance de los valores aptos para usarlos en las operaciones de mercado abierto. El Banco incrementó el techo del crédito agregado en un total de 3.5 billones de won, en octubre de 2008 y marzo de 2009, mientras disminuyeron la tasa de interés de préstamos a 1.25% por año.

Expansión del crédito bancario

Para facilitar la oferta de crédito a través de los bancos, el Banco tomó varias medidas como el límite del crédito agregado, pagando a los bancos intereses en sus depósitos de reservas requeridos, y ayudando a los bancos a incrementar su capital.

Acciones para estabilizar el mercado de divisas

El Banco implementó acciones para evitar los disturbios en el mercado de divisas en una etapa temprana y evitar que se convirtieran en una crisis de divisas. El Banco inició un acuerdo swap⁴⁹ con la Reserva Federal, de 30 mil millones de dólares; y 180 mil millones

⁴⁸ El régimen de objetivos de inflación fue adoptado en 1998, el cual fue establecido en un nivel de 9% y con una variación de $\pm 1\%$. Para el periodo de 2007 a 2009, cuando el Índice de Precios al Consumidor fue reintroducido como su indicador de objetivo de inflación, el objetivo de mediano plazo fue de 3% con una variación de $\pm 0.5\%$. Para 2010-2012, se fijó en 3% con tolerancia de $\pm 1\%$. Ahora bien, para el periodo de 2013 a 2015 ha sido establecido entre 2.5-3.5%, reduciendo el rango objetivo un punto porcentual para reflejar la tendencia de los precios actuales.

⁴⁹ Acuerdo diferente al existente acuerdo en moneda swap que estaba en operación en el marco del Chiang Mai Initiative (CMI). El CMI es una iniciativa de los países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático lanzada en mayo del 2000, con la intención de cooperar en cuatro principales áreas: monitorear flujos de capital, vigilancia regional, redes de acuerdos swap y capacitación de personal.

de yuan/KRW 38 billones arreglo swap con el Banco Central de China. El Banco de Corea también extendió el techo de su existente acuerdo de moneda con el Banco Central de Japón, de 3 mil millones de dólares a 20 mil millones de dólares.

El Banco de Corea aportó un total de 26.6 mil millones de dólares de liquidez en moneda extranjera a los bancos que experimentaban dificultades al encontrar financiamiento en el exterior. Aproximadamente 10 mil millones de dólares de reservas internacionales fueron provistas al mercado swap por medio de una subasta competitiva.

Adicionalmente, un acumulado de 16.4 mil millones de dólares fueron provistos a través de una subasta competitiva de facilidad de préstamo usando el producto de los swap de divisas con la Reserva Federal.

Además de estos programas, el Banco introdujo préstamos en moneda extranjera asegurados por sistemas de compra de facturas de exportación para otorgar incentivos a los bancos y estar activos en el manejo del otorgamiento de crédito a pequeñas y medianas empresas.

En la segunda mitad de 2010, el Banco de Corea condujo la política monetaria de modo que gradualmente redujo el grado de ayuda financiera y normalizó las tasas de interés. De acuerdo a estas medidas, ajustó su Tasa Base en cinco ocasiones, incrementando en un cuarto de punto en julio y noviembre de 2010 y enero, marzo y junio de 2011, de un nivel de 2% al año a 3.25% al año.

Tabla 4. Suministro de liquidez y retiro por parte del Banco de Corea

Tipo		Magnitud	Retiro
	Fondo de recapitalización de bancos	3.3	Apoyos aún en marcha.
	Préstamos con límite de crédito agregado	3.5	

Los acuerdos swap de los países de la ASEAN datan desde 1977. Estos acuerdos permiten a los países miembros intercambiar monedas locales por dólares estadounidenses en el corto plazo para aminorar problemas de liquidez. La participación estaba confinada a bancos centrales y autoridades monetarias de países miembros de la ASEAN.

Liquidez en moneda coreana, Billones de won	Fondo de Estabilización del mercado de bonos	2.1	Monto total retirado
	Sub-total	8.9	-
	No calendarizados y compras ad hoc de RP.	16.8	Monto total retirado
	Otra liquidez en moneda coreana	2.3	Apoyo de una sola vez
	Total	28.0	-
Liquidez en moneda extranjera, (Miles de millones de dólares)	267.7	Monto total retirado	

Fuente. Monetary Policy in Korea, December 2012.

A pesar del incremento de la tasa base, la tasa de interés de Préstamos con Límite de Crédito Agregado, ha permanecido sin cambios. Después en marzo de 2011, la tasa de interés en estos préstamos fue incrementada a un cuarto de punto hasta llegar al 1.5% anual.

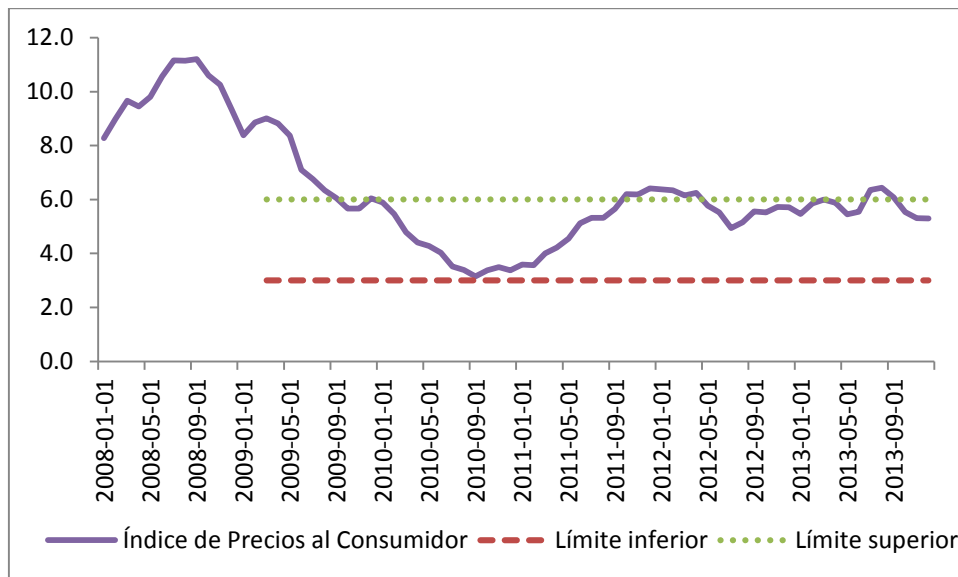
3.6 Sudáfrica

Al igual que otras economías emergentes, Sudáfrica recibió una gran entrada de capitales, aun así no decidieron intervenir en el mercado de divisas ni imponer control a los mismos. Lo que implementaron para provocar la salida de capitales fue incrementar algunos de los límites de inversiones hacia el exterior para fondos locales de pensiones, aseguradoras y personas físicas. (Mminele, 2011)

Disminuyeron su tasa de política para apoyar el crecimiento de la economía, adicionalmente gracias al superávit de la balanza de pagos, pudieron absorber la liquidez adicional de la inversión extranjera directa y en cartera, y aumentar las reservas internacionales.

Tomaron ventaja de la entrada de capitales para incrementar sus reservas internacionales, las reservas brutas se incrementaron de 9.6 mil millones de dólares en enero de 2010 a 49.3 mil millones de dólares en marzo de 2011.

Gráfico 8. Inflación de Sudáfrica, (2008-2013) % Variación anual⁵⁰



Fuente. South African Reserve Bank.

Tabla 5. Fechas de movimientos de la tasa de recompra, Diciembre 2008- Enero 2014

Fecha	Movimiento	Tasa
11-dic-08	Reducción de 50 puntos base	11.5%
05-feb-09	Reducción de 100 puntos base	10.5%
24-mar-09	Reducción de 100 puntos base	9.5%
30-abr-09	Reducción de 100 puntos base	8.5%
28-may-09	Reducción de 100 puntos base	7.5%
13-ago-09	Reducción de 50 puntos base	7%

⁵⁰ En Sudáfrica el objetivo de inflación se ha especificado como un rango o banda para alcanzar la tasa promedio de incremento de los precios del consumidor. A partir del 25 de febrero de 2009 el objetivo de inflación es un rango entre 3 y 6 por ciento del incremento anual del Índice de Precios al Consumidor, CPI. La introducción de los objetivos de inflación fue en el año 2000, y la especificación del objetivo ha sido revisada varias veces.

25-mar-10	Reducción de 50 puntos base	6.5%
09-sep-10	Reducción de 50 puntos base	6%
11-nov-10	Reducción de 50 puntos base	5.5%
19-jul-12	Reducción de 50 puntos base	5%
29-ene-14	Aumento de 50 puntos base	5.5%

Fuente. Statements of the Monetary Policy Committee, South African Reserve Bank.

3.7 Chile

En un contexto de crisis, para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía, el Banco Central anunció en abril de 2008 un programa de incremento de reservas internacionales por 8 mil millones de dólares.⁵¹

Para el Banco Central este programa fue considerado como una medida de política monetaria no convencional, la cual no comprometía el esquema de meta de inflación ni la flotación cambiaria. Las compras de dólares esterilizarían completamente, de acuerdo a un programa que estaba en línea con la política de emisión de deuda del Banco Central.

La inflación superaba el 9% anual a mediados de 2008, lo cual se explicaba como fruto de la situación externa, pero se había propagado hacia otros precios. Ante este escenario, el Banco Central decidió incrementar la tasa de política monetaria en 200 puntos base entre junio y septiembre.

A finales de 2008, los mercados financieros se tensionaron, los bancos restringieron las condiciones crediticias, mientras las expectativas de los consumidores y empresas se deterioraban. Frente a este deterioro el Banco Central a finales de septiembre de 2008 decidió suspender el programa de acumulación de reservas.

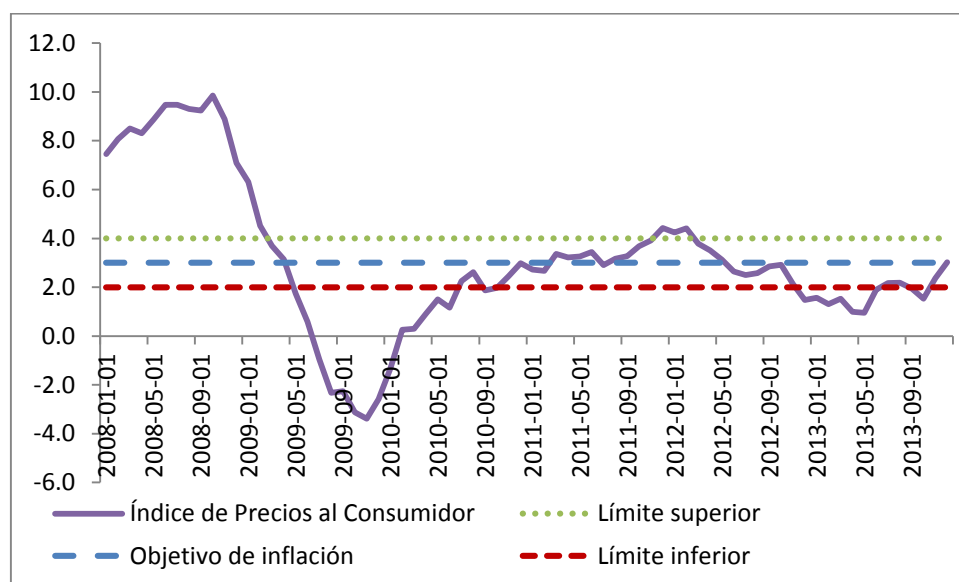
Adicionalmente pusieron en marcha un programa de inyección de liquidez en dólares, mediante operaciones de compra swaps en divisas. Lo anterior implicó ofrecer recursos por

⁵¹ Esta fue la primera intervención cambiaria desde el 2002 y la tercera desde que se adoptó el régimen de flotación cambiaria en 1999.

\$5 mil millones de dólares. Respecto al impacto sobre la liquidez en moneda local, abrieron una ventanilla para operaciones repos 28 días, con una tasa igual a la tasa de política monetaria. Al mismo tiempo, se amplió la lista de instrumentos elegibles para estas operaciones, incluyendo los certificados de depósitos bancarios. (Marshall, 2010)

Las medidas anteriores sirvieron para normalizar el funcionamiento de los mercados financieros, sin embargo era necesario dar paso al relajamiento monetario. La tasa de política monetaria se redujo 600 puntos base en el transcurso del primer trimestre de 2009, pasando de 8.25% a 2.25% en marzo de 2009.

Gráfico 9. Inflación de Chile, (2008-2013) % Variación anual⁵²



Fuente. Banco Central de Chile.

Por el lado de la política fiscal también hubo estímulos para compensar la caída en la demanda, en 2009 anunció un paquete de estímulo fiscal por más de 4 mil millones de dólares.

Enfrentando un aumento de los riesgos para el escenario global, el Banco Central continuó con el estímulo monetario y siguió bajando la tasa de política a un nivel mínimo de 0.5% en julio de 2009.

⁵² El Banco Central de Chile tiene el compromiso explícito de alcanzar la meta de que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/menos un punto porcentual.

Se adoptaron medidas complementarias para reforzar la política monetaria (Vergara, 2010), y también ante la señal de que este nivel de tasa permanecería así por un periodo prolongado. Por lo anterior se estableció una facilidad de liquidez a plazo que contemplaba operaciones a 90 y 180 días con una tasa de interés fija igual a la tasa de política (0.5%). Para facilitar el acceso de los bancos a esta facilidad y lograr un mayor impacto en el mercado monetario, se decidió ampliar los instrumentos elegibles como garantías, donde se incluyó a los certificados de depósitos a plazo.

Se ajustaron también el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central a plazos menores de un año de manera coherente a la decisión anterior. Y finalmente suspendieron por el resto de 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años y Pagarés Descontables del Banco Central a 1 año.

A finales de 2009 se anunció el retiro gradual de estas medidas complementarias, de manera que se minimizaran los efectos adversos o los costes del ajuste. Y continuando con este proceso de normalización, el Banco Central subió en junio de 2010 la tasa de política hasta un 1.5%.

Resumen de medidas en países emergentes

Las medidas de estabilización financiera aplicadas desde finales de 2007, consistieron conjuntamente con la aplicación de políticas contracíclicas y las de relajamiento monetario. En todas las economías emergentes se realizaron reducciones de las tasas de interés, se incrementaron las reservas internacionales y se llevó a cabo la consolidación fiscal. La expansión de la liquidez por medio de los créditos y operaciones de mercado abierto, también fueron instrumentos convencionales implementados para activar la economía.

Finalmente para quienes usaron los requerimientos de reservas, México no los aplicó, les permitió compensar las condiciones financieras difíciles para los bancos durante el stress financiero y suavizar el crecimiento del crédito en países con mercados financieros menos desarrollados.

En especial se usaron para resolver los dilemas de política asociados con la entrada de capitales, para mejorar la eficacia del control monetario y fortalecer la transmisión de la

política monetaria, restaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria durante periodos de stress; que posiblemente sirvió como flexibilización cuantitativa o compras de activos a gran escala y finalmente para contrarrestar los desequilibrios financieros asociados con el crecimiento excesivo del crédito.(Montoro, 2011)

4. Costos asociados a las políticas monetarias no convencionales

Se han mencionado los beneficios de las políticas monetarias no convencionales al normalizar el funcionamiento de los mercados financieros. La política monetaria expansiva ha permitido manejar situaciones difíciles pero también las innovaciones implementadas representan desafíos tanto para la recuperación de las economías desarrolladas como emergentes.

Una amplia hoja de balance implica grandes riesgos para los bancos centrales, además tiene alcances tanto en el sector real como financiero en una economía. Un incremento en los pasivos monetarios, tendrá repercusiones en la liquidez del sector bancario en el corto plazo, y esto puede socavar la estabilidad de precios en el mediano plazo. Pero un incremento en los pasivos de largo plazo puede desplazar el financiamiento al sector privado.

A su vez una política monetaria altamente acomodaticia en un periodo de tiempo extendido puede también afectar la credibilidad del banco central y su independencia. Algunas veces, los bancos centrales pueden tardar en retirar las políticas expansionistas aun cuando las condiciones de la economía han mejorado.

Algunos de los inconvenientes de la implementación de políticas monetarias no convencionales se mencionan a continuación. Existe cada vez más literatura acerca de los efectos de estas políticas,⁵³ por ejemplo, los efectos en los rendimientos de los bonos de gobierno de largo plazo y los precios de los activos riesgosos, o en daños macroeconómicos, por ejemplo, los efectos en la inflación o en la tasa de crecimiento del producto.

⁵³ Los costos potenciales, incluyendo los principales retos de adoptar grandes hojas de balance para los bancos centrales y las vulnerabilidades derivadas de una prolongada flexibilización monetaria, se pueden consultar varios trabajos elaborados principalmente por bancos centrales de economías desarrolladas y también por instituciones financieras como el FMI o el BIS, por ejemplo, Santor, E. (2013), "Unconventional Monetary Policies: Evolving Practices, Their Effects and Potential Costs", Bank of Canada Review, Spring; y (2013), "Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies", IMF Policy Paper, October.

El primero consiste en que las tasas de interés reales negativas castigan el ahorro y la inversión, para contrarrestar este efecto las instituciones de ahorro como los fondos de pensiones buscan mayor rentabilidad en activos riesgosos con implicaciones en los precios. En segundo lugar, las condiciones financieras demasiado favorables crean un ambiente de excesivo apalancamiento y de préstamos, que potencialmente dañarán la estabilidad del sistema financiero. Tercero, que el tamaño y composición de la compra de activos haya distorsionado la asignación de recursos, aplazando los ajustes de la hoja de balance. Y el cuarto consiste en que la gran experimentación de estas medidas es en parte incierta y que las presiones inflacionarias podrían emerger si el relajamiento monetario es inadecuado o no se abandona a tiempo.⁵⁴

A diferentes niveles estos riesgos han impactado a las economías emergentes, en particular la gran liquidez en busca de rendimientos donde existen gran variedad de activos, como bonos del gobierno, préstamos del sector privado, acciones, divisas, entre otros. Ser receptores de capitales es gracias también a las características de las economías emergentes, como la apertura de cuenta de capitales, los fundamentales macroeconómicos, el riesgo país y las propias necesidades de financiamiento que poseen.

Por lo anterior, existen medidas que pueden aplicar las economías emergentes para prevenir problemas en el sistema financiero. Para desalentar la llegada de nuevos flujos de capital las autoridades monetarias pueden reducir las tasas de interés domésticas, incluso a niveles que pueden ser perniciosos para la estabilidad de precios, lo cual pone en riesgo el anclaje de expectativas de inflación. Otra opción, es reforzar el control de capitales, incluyendo restricciones en portafolios de inversión y deuda de corto plazo.

Existen medidas enfocadas a mitigar los posibles efectos adversos, en lugar de desalentar la entrada de capitales. Como son las intervenciones del banco central en el mercado de divisas a través de la acumulación de reservas internacionales, lo cual brinda seguridad ante interrupciones en la disponibilidad de financiamiento del exterior. Aunque lo anterior pueda tener alcances como la apreciación de la moneda doméstica. Finalmente también se

⁵⁴ Para consultar sobre estos riesgos y costos, revisar, Carney, M. (2010), "Living with Low for Long," discurso al Economic Club de Canada, Toronto, Ontario, 13 de Diciembre; y Caruana, J. (2012), "International monetary policy interactions: challenges and prospects," discurso en conferencia "CEMLA-SEACEN, Punta del Este," Uruguay, Noviembre.

puede aplicar una profunda regulación prudencial del sistema financiero o bien reducir el gasto público.

5. Situación actual⁵⁵

4.1 Países desarrollados

Se prevé que la Fed, ante un panorama de expectativas de inflación se encuentran ancladas cerca del objetivo de largo plazo, continúe con el proceso paulatino de normalización de la política monetaria. En su reunión de marzo, anunció por tercera ocasión una reducción de 10 mil millones de dólares en su ritmo de compra de valores a partir de abril (de 65 a 55 mil millones de dólares mensuales). Lo anterior con el objetivo de mejorar las perspectivas del mercado laboral desde el anuncio del actual programa de compra de valores.

Adicionalmente, con la tasa de desempleo cercana al umbral del 6.5%, la Fed decidió actualizar su guía futura (*forward guidance*) para la conducción de la política monetaria. La tasa de fondos federales permanecerá en el rango de entre 0 y 0.25% por un tiempo considerable, después de que acabe el programa de compra de valores. De acuerdo al desempeño de sus objetivos de empleo e inflación y de otros indicadores, la Fed evaluará empezar a aumentar la tasa de interés de referencia.

En la zona euro a inicios de 2014 la actividad económica continuó con su gradual recuperación. Esta recuperación se espera se apoye de una política monetaria flexible, una mejora en las condiciones de financiamiento y una consolidación fiscal gradual. Sin embargo, las existentes presiones de inflación a la baja -en abril fue de 0.7%- que representan una amenaza para la expansión de la zona euro, aunado a las tensiones con Rusia. El peor escenario sería el prolongado estancamiento de la zona euro que llevaría a una alta tasa de desempleo que se pueda convertir en un problema estructural.

La actividad económica en Japón se preve que continúe con una moderada recuperación y que la tasa de inflación continúe aumentado, debido a las políticas de estímulo fiscal y monetario. Por lo que perpetuarán la flexibilización monetaria cualitativa y cuantitativa, para

⁵⁵ El periodo post-crisis financiera se considera a partir de 2010, y dado que el tiempo en que se elaboró este trabajo fue entre 2013 y 2014; se puede considerar a este periodo como la "coyuntura".

superar la deflación que ha durado 15 años. El Banco de Japón conducirá las operaciones del mercado de dinero para que la base monetaria se incremente a un ritmo anual de 60 a 70 trillones de yenes.⁵⁶

Las tasas de referencia implícitas en los instrumentos de mercado de dinero de corto plazo apuntan a que los principales bancos centrales mantendrán sus tasas de interés en niveles históricamente bajos durante 2014. Por lo cual, el Banco de Inglaterra señaló que la tasa de interés puede permanecer en su nivel actual hasta que no se observe una disminución de la brecha del producto y una mejora en otros indicadores económicos. Igualmente, no se descarta que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón tomen medidas adicionales para relajar su postura de política monetaria en los siguientes meses para promover un mayor dinamismo de la actividad económica y converger a la inflación objetivo.

4.2 Países emergentes

Existe el peligro de que el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos propicie un alterado ajuste en los flujos de capital hacia las economías emergentes. En este sentido, el tamaño y la estructura de la posición deudora externa de las economías emergentes pudieran representar un riesgo. Por lo anterior, se llevaron a cabo acciones de política monetaria y cambiaria para enfrentar la volatilidad de los mercados. Algunos países restringieron su postura de política monetaria y realizaron intervenciones en los mercados cambiarios para disminuir las presiones externas.

Mientras tanto, ante la gran entrada de capitales extranjeros, las economías emergentes respondieron reduciendo las tasas de política a niveles que probablemente resultaron inconsistentes con la estabilidad de precios y, de manera más notable, reforzando el control de capitales. Los ejemplos del segundo tipo de medidas fueron la acumulación de reservas internacionales, endurecimiento de la política fiscal, y el mejoramiento de la supervisión y regulación prudencial del sistema financiero.

El hecho de que las economías emergentes tengan que ajustar su tasa política monetaria debido a condiciones externas (esto es, los ajustes de política de la Reserva Federal), abrumando a las domésticas (inflación y brechas de crecimiento), hace obvio que estos

⁵⁶ Statement of Monetary Policy, March 11, 2014. Bank of Japan.

países no puedan depender únicamente en la política monetaria para alcanzar su objetivo de política, el cual es alcanzar más rápido y de manera sostenida el crecimiento económico y simultáneamente consolidar la estabilidad financiera. En este sentido las reformas a nivel macroeconómico, acompañadas de fundamentales estables, se convierten en la condición. Este es el camino que México ha seguido.⁵⁷

6. Comentarios finales⁵⁸

Se anticipa que la política monetaria en gran parte de las economías avanzadas y emergentes permanezca acomodaticia en el corto plazo. Esto debido a un entorno de reducidos niveles de inflación mundial, inclusive con algunas economías avanzadas registrando un crecimiento en sus precios menor al objetivo de sus bancos centrales. Especialmente en la zona del euro y Japón, se espera que los bancos centrales de estas economías mantengan tasas de interés muy bajas por un periodo prolongado.

Las perspectivas de crecimiento de algunos países avanzados aún no son significativas y este crecimiento difícilmente se extenderá a las economías emergentes. Los riesgos para las perspectivas incluyen también el problema de la deuda europea, el ritmo de recuperación de la economía estadounidense y la evolución de los países emergentes y exportadores de productos básicos.

Dado el panorama de la economía mundial, podemos concluir que las políticas monetarias no convencionales implementadas por economías desarrolladas suministraron abundantes flujos de capitales y bajos costos de financiamiento a economías emergentes. Dado lo anterior, las economías emergentes tienen diferentes opciones de política, como por ejemplo el fortalecimiento de la estabilidad financiera o bien, la aplicación de reformas estructurales para mejorar el crecimiento de la productividad e inversión, que ahora resultan de gran relevancia.

Puede argumentarse que los retos para la economía mexicana derivados de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos se acentúan en virtud del alto

⁵⁷ (Carstens, 2015)

⁵⁸ Cabe resaltar que los resultados derivados del análisis de este trabajo son dinámicos, debido a que conforme a la fecha de elaboración era la información que se alcanzó a reunir o consultar.

nivel de apertura financiera de nuestra economía y de las tenencias de valores gubernamentales en pesos por parte de inversionistas extranjeros.

Finalmente, las políticas monetarias no convencionales que fueron apropiadas en algún país no necesariamente serán efectivas en otros. La efectividad de estas políticas dependen de las características particulares de cada economía, incluyendo sus instituciones.

7. Bibliografía

- Bank of England (2013): "Monetary policy trade-offs and forward guidance", August.
- Bernanke, Ben S. (2007). "Federal Reserve Communications." Speech given on November 14, 2007 at the Cato Institute, Washington, D.C.
- Bernanke, Ben S. (2009) "The Crisis and the Policy Response." Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13, 2009;
- Beirne, J., L. Dalitz, J. Ejsing, M. Grothe, S. Manganelli, F. Monar, B. Sahel, M. Sušec, J. Tapking and T. Vong. (2011). "The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets." ECB Occasional Paper No. 122.
- Carstens, Agustín. (2015). "Challenges for emerging economies in the face of unconventional monetary policies in advanced economies". 2015 Stavros Niarchos Foundation Lecture. Peterson Institute for International Economics.
- Caruana, Jaime (2009). "Unconventional monetary policies in time crisis". SUERF Annual Lecture, BIS, 16 November 2009.
- Coulibaly, Brahim (2012). "Monetary policy in emerging market economies: What lessons from the global financial crisis?", FED, International Finance Discussion Papers, No. 1042 (February, 2012).
- Dale, S and J Talbot (2013): "Forward guidance in the UK", VOX, 13 September.
- Fawley, Brett and Neely, Christopher (2013). "Four stories of quantitative easing", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2013, 95(1), pp. 51-88.
- Kool, A and D Thornton (2012): "How effective is central bank forward guidance?", Utrecht School of Economics Tjalling C Koopmans Research Institute Discussion Paper Series, no 12-05, March.
- Loser, C M (2009): "Global financial turmoil and emerging market economies: a major contagion and a shocking loss of wealth?" Asian Development Bank.
- Marshall R., Enrique (2010) "Estrategia de política monetaria del Banco Central de Chile durante la crisis", Banco Central de Chile, julio, 2010.
- Mminele, Daniel (2011) "Thoughts on South Africa's monetary policy", JP Morgan Investor Conference, Washington DC, 16 April 2011.
- MOF [Ministry of Finance] (2008). Work to Protect the Peoples Livelihood. Transcript of the Press Conference, October 22, 2008. Retrieved April 20, 2010.

- Montoro, C. y Moreno, R. (2011) "The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America", BIS Quarterly Review, March 2011.
- PBC (2008). China Financial Stability Report 2008.
- PBC (2009). China Financial Stability Report 2009.
- Pereira da Silva, Luiz Awazu and Eyer Harris, Ricardo., (2012) "Sailing through the Global Financial Storm: Brazil's recent experience with monetary and macroprudential policies to lean against the financial cycle and deal with systemic risks", Working Papers Series WP 290, Central Bank of Brazil (August 2012).
- Shirai, S (2013): "Monetary policy and forward guidance in Japan", speech at the International Monetary Fund, Washington DC, 19 September.
- Uribe, José Darío (2012). "Global factors and monetary policy in emerging economies". BIS Papers No 68.
- Vergara, Rodrigo (2010) "Política monetaria después de la crisis: Algunas reflexiones sobre objetivos e instrumentos", Banco Central de Chile, No. 38, Octubre 2010.