



REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

EL RELAJAMIENTO CUANTITATIVO EN LOS ESTADOS UNIDOS Y ALGUNOS EFECTOS EN COLOMBIA

JORGE TORO*

Luego de la crisis de 2008-2009, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed: banco central estadounidense) ha multiplicado varias veces su hoja de balance, mediante un programa de 'relajamiento cuantitativo' (*Quantitative Easing*: QE), que consiste en la emisión de dinero para financiar la compra de bonos del gobierno y valores hipotecarios. La idea de ese programa es la de mantener tasas de interés de mediano y largo plazos en niveles muy bajos que logren estimular la demanda de crédito, con el fin de aumentar el gasto de los consumidores y la inversión privada, para impulsar el crecimiento económico y reducir el desempleo. La decisión de emprender un relajamiento cuantitativo de amplia magnitud surgió como una respuesta de las autoridades frente a la poca efectividad de las tasas de in-

terés de corto plazo como instrumento de política para estimular la economía, luego de una crisis financiera y una recesión tan severas, cuyo resultado involucraba el deseo de todos los sectores de la economía de buscar reducir significativamente su nivel de endeudamiento. Este programa fue liderado por el presidente de la Fed, Ben Bernanke, reconocido académico que ha sido crítico del manejo monetario que se le dio a la Gran Depresión de los años treinta.

La política monetaria de relajamiento cuantitativo fue planeada para ser aplicada en tres etapas. En la actualidad el programa se encuentra en su última fase (QE3), la cual empezó a ejecutarse en septiembre de 2012 mediante la compra mensual de activos financieros por valor de US\$40.000 millones, monto ampliado a US\$85.000 millones mensuales en diciembre del mismo año. En mayo de 2013 la Fed anunció la eventual reducción de esas compras, una vez la economía de los Estados Unidos mostrara signos claros de reactivación, entre ellos, que la tasa de desempleo se redujera a 7%. A pesar de que en aquel momento la tasa de desempleo aún se encontraba alrededor de 7,6%, y que el presidente de la Fed advirtió que el recorte sería gradual, el anuncio generó un incremento importante en la tasa de interés de largo plazo en ese país, lo que

* El autor es subgerente de Estudios Económicos del Banco de la República.

Bogotá, D. C.,
enero de 2014 - núm. 176
Editora:
Gloria Alonso Másmela
ISSN: 01240625



Reportes del Emisor es una publicación del Departamento de Comunicación y Educación Económica y Financiera del Banco de la República. Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

Reportes del Emisor puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República.
<http://www.banrep.gov.co/publicaciones-buscador/2457>

Diseño y diagramación:
Banco de la República.

produjo gran volatilidad en los mercados financieros mundiales, incluido Colombia.

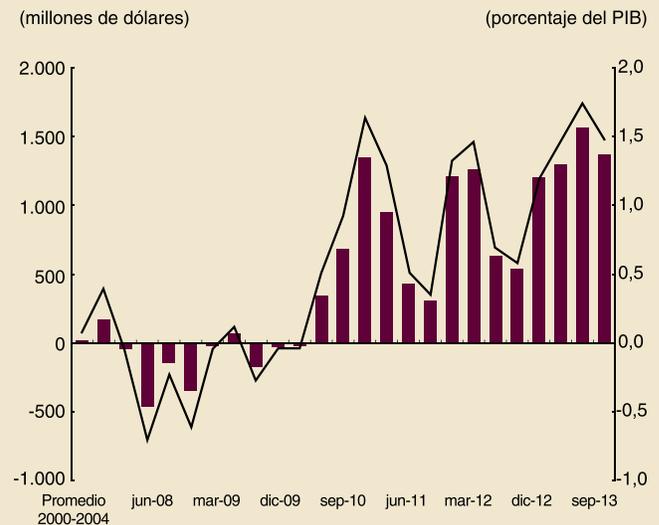
Para entender el efecto del anuncio de mayo, como también el nerviosismo que despierta en los mercados financieros el posible retiro del programa de relajamiento cuantitativo (*tapering*), es necesario explicar los principales efectos que ha tenido el QE en las economías de los países emergentes.

Lo primero que indujo fue un importante incremento de la oferta monetaria en los Estados Unidos, lo que contribuyó a reducir sus tasas de interés. Fue así como la tasa de los bonos a diez años, que alcanzó un rango entre 3,5% y 3,8%, en 2011 disminuyó progresivamente hasta un rango entre 1,4% y 1,7% hacia el tercer trimestre de 2012. Adicionalmente, el QE contribuyó a la siguiente secuencia de hechos en las economías emergentes: aumento de las entradas de capital de portafolio; reducción de la percepción de riesgo; apreciación de las monedas; disminución de las tasas de interés de los activos financieros locales; estímulo a la dinámica del crédito, y alza en los precios de activos reales y financieros.

Estos efectos se han producido con distinta intensidad en las principales economías latinoamericanas, y en el caso colombiano han sido muy claros. Por ejemplo, la inversión extranjera de portafolio en Colombia pasó de ser insignificante o negativa antes de 2010, a magnitudes trimestrales que en algunas ocasiones han superado el 1,5% del PIB (Gráfico 1). Puesto que parte de estos flujos se han destinado a adquirir bonos colombianos de deuda pública, la participación de los fondos de capital extranjero en la propiedad del monto total de TES B se ha incrementado desde cerca de 1% a principios de 2010 a más de 6,5% a finales de 2013. Esta creciente participación del capital extranjero en el mercado de deuda pública colombiana contribuyó a reducir la tasa de interés de los TES (o lo que es equivalente, a incrementar sus precios). En efecto, la tasa de interés de los TES a diez años, que alcanzó un pico de 14% en octubre de 2008, se redujo de manera progresiva hasta un mínimo de 5% en abril de 2013.

Lo anterior permite comprender la preocupación de inversionistas y autoridades económicas alrededor del mundo y en Colombia de los efectos que tendría

Gráfico 1
Inversión extranjera de portafolio en Colombia



Fuentes: Bloomberg y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

un retiro rápido de la política de relajamiento cuantitativo en los Estados Unidos. Básicamente, porque la secuencia de hechos señalada tendería a revertirse, lo cual expondría a los agentes de mercado a potenciales pérdidas como resultado de la posible caída del valor de los TES, el encarecimiento de la deuda externa, y la posible desvalorización de otros activos financieros y reales.

Una muestra de este riesgo se observó luego del anuncio del director de la Fed en mayo de 2013, cuando afirmó que era posible que la Fed empezara a reducir las compras durante 2013 y que terminara el programa por completo a mediados de 2014. Esto provocó un incremento de las tasas de interés de los bonos del tesoro de los Estados Unidos a diez años desde un nivel alrededor de 1,7% antes del anuncio, a un máximo de 2,99% el 5 de septiembre. Esta reacción se moderó posteriormente, luego de la reunión de la Fed del 18 de septiembre, donde decidió mantener inalteradas sus compras de papeles en US\$85 mil millones mensuales. Esto permitió que la tasa de los bonos a diez años se redujera a un nivel de 2,5% hacia finales de octubre. Estos eventos en los Estados Unidos tuvieron efecto en Colombia. Fue

Gráfico 2
Rendimiento a 10 años de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y de los TES colombianos



Fuente: Banco de la República.

así como entre mayo y el 5 de septiembre la tasa de interés de los TES a diez años aumentó de un nivel alrededor 5,2% al 7,8% (Gráfico 2). En este mismo período la tasa de cambio peso/dólar se devaluó 6,9% y el EMBI aumentó 64 puntos básicos. Entre septiembre y mediados de diciembre de 2013 estas variables corrigieron parte de los aumentos, pero continúan considerablemente por encima de los niveles registrados en abril de 2013.

La fuerte reacción que tuvieron los mercados luego del anuncio de mayo enfrentó a la Fed al reto de hacer un anuncio lo suficientemente claro, pero al mismo tiempo tranquilizador, sobre el rumbo de la política monetaria de acuerdo con las circunstancias económicas y coherente con sus metas de inflación y empleo. La economía estadounidense ha venido mostrando clara mejoría en los últimos meses. En el tercer trimestre de 2013 se expandió 3,6% (trimestre anualizado), y el desempleo se redujo al 7%, el nivel más bajo después de la crisis financiera. A pesar de que la inflación en ese país continúa muy por debajo de su meta de 2% (1,2% anual en noviembre), las noticias económicas favorables hicieron que los mercados comenzaran a anticipar un inicio temprano del

desmonte del programa de relajamiento cuantitativo. Esto se reflejó en un aumento gradual de la tasa de interés a diez años, que superaba 2,8% a mediados de diciembre.

El esperado anuncio de inicio del retiro del programa de relajamiento cuantitativo (*tapering*) finalmente se produjo el 18 de diciembre, al término de la última reunión de la Fed, presidida por su director saliente, Ben Bernanke. Aunque al momento de escribir estas notas es prematuro evaluar todo su efecto, la tranquila respuesta de los mercados en los dos días posteriores al anuncio muestra que la Fed logró cumplir con el difícil reto de anunciar el desmonte del programa, sin provocar la reacción en cadena que sobrevino luego del anuncio de mayo. La clave para ese buen resultado estuvo en una hábil estrategia de comunicación que logró transmitir el mensaje que el fin del QE no necesariamente significa el final de una política monetaria relajada. Para ello, el mensaje tuvo dos componentes importantes. El primero fue el anuncio de una reducción en US\$10 mil millones (mm) de las compras de activos a partir de enero (de US\$85 mm a US\$75 mm), y la posible reducción mensual al mismo ritmo de las compras futuras durante 2014, dependiendo del comportamiento del empleo y la inflación. El segundo componente del anuncio fue el de mantener la tasa de interés de los fondos de la Reserva Federal en un rango de 0% a 0,25%, aún después de que la tasa de desempleo haya caído por debajo de 6,5%. Esta última parte del mensaje es un buen ejemplo de la estrategia de orientación futura (*forward guidance*), que la Fed ha venido utilizando en los últimos años para incrementar el impacto de sus decisiones.

A diferencia de lo ocurrido en mayo, tras este último anuncio las monedas de los países emergentes no han presentado síntomas de depreciación y las bolsas de valores incluso han registrado ganancias. El caso colombiano es un buen ejemplo. Al día siguiente del anuncio la tasa de cambio se mantuvo estable, las acciones se valorizaron 0,2% y el EMBI se redujo 1,14%. Aunque nunca puede bajarse la guardia, lo que parecía ser una bomba de tiempo ha comenzado a desactivarse. **RE**



¿QUIERES ESTUDIAR EN EL EXTERIOR?

Aprovecha la oportunidad que ofrece el Banco de la República para desarrollar tu talento



Jóvenes talentos en música

Cierre de convocatoria:
9 de mayo de 2014



Posgrado en Derecho económico

Cierre de convocatoria:
16 de mayo de 2014



Doctorado en Economía

Cierre de convocatoria:
23 de mayo de 2014

¡Inicia tu proceso desde ya!

www.banrep.gov.co/estudios-exterior

PROGRAMA
DE ESTUDIOS
EN EL EXTERIOR

