



Cuadro 8
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA

	Dic.12	Mar.13	Jun.13	Set.13	Dic.13	Variación (pbs.) Dic.13 con respecto a:		
						Set.13	Dic.12	Set.08
Brasil	7,25	7,25	8,00	9,00	10,00	100	275	-375
Pakistán	9,50	9,50	9,00	9,50	10,00	50	50	-300
Serbia	11,25	11,75	11,00	11,00	9,50	-150	-175	-625
India	8,00	7,50	7,25	7,50	7,75	25	-25	-125
Indonesia	5,75	5,75	6,00	7,25	7,50	25	175	-175
Islandia	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	0	0	-950
China	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	0	0	-120
Sudáfrica	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	0	0	-700
Turquía	5,50	5,50	4,50	4,50	4,50	0	-100	-1 225
Chile	5,00	5,00	5,00	5,00	4,50	-50	-50	-375
Perú	4,25	4,25	4,25	4,25	4,00	-25	-25	-250
Rumania	5,25	5,25	5,25	4,25	4,00	-25	-125	400
México	4,50	4,00	4,00	3,75	3,50	-25	-100	-475
Filipinas	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	0	0	-250
Colombia	4,25	3,25	3,25	3,25	3,25	0	-100	-675
Hungría	5,75	5,00	4,25	3,60	3,00	-60	-275	-550
Malasia	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	0	0	-50
Polonia	4,25	3,25	2,75	2,50	2,50	0	-175	-350
Nueva Zelanda	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	0	0	-500
Australia	3,00	3,00	2,75	2,50	2,50	0	-50	-450
Corea del Sur	2,75	2,75	2,50	2,50	2,50	0	-25	-275
Tailandia	2,75	2,75	2,50	2,50	2,25	-25	-50	-150
Taiwán	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	0	0	-163
Noruega	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0	0	-425
Canadá	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0	0	-200
Israel	2,00	1,75	1,25	1,00	1,00	0	-100	-325
Suecia	1,00	1,00	1,00	1,00	0,75	-25	-25	-400
Reino Unido	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0	0	-450
Eurozona	0,75	0,75	0,50	0,50	0,25	-25	-50	-400
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0	0	-175
Suiza	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0	-275

Recuadro 1
LA POSICIÓN DEL ESTÍMULO MONETARIO DE LA FED

Este recuadro revisa los programas de flexibilización cuantitativa implementados por la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y reporta el impacto que las expectativas de su reversión vienen generando en las economías de la región, principalmente en el mercado de bonos de gobierno, el riesgo país y el valor de las monedas.

Con la quiebra de Lehman Brothers en setiembre de 2008, Estados Unidos aceleró la provisión de liquidez al sistema financiero, a nivel global mediante ampliaciones en las líneas Swap con los principales bancos centrales, y a nivel local con el inicio de la compra de activos en problemas hasta por US\$ 700 mil millones con recursos del Tesoro, la reducción de la tasa de política hasta un rango entre 0 y 0,25 por ciento, y el inicio de una estrategia de flexibilización cuantitativa, comprando como parte del primer programa (QE1) activos de alta calificación y principalmente títulos colateralizados con hipotecas¹, y en su segundo (QE2) y tercer (QE3) programas con mayores compras de títulos del tesoro americano con incidencia en los de mayores plazos para reducir el costo de financiamiento de largo plazo y con ello reactivar la actividad económica. En el segundo programa adicionalmente se realizó la operación "twist", que consistía en canjear bonos de corto plazo (plazos menores a 3 años) por bonos de largo plazo (plazos entre 6 y 30 años) por US\$ 400 mil millones.

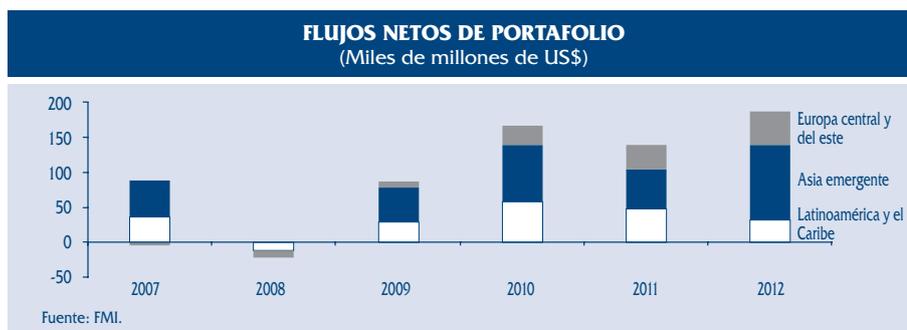
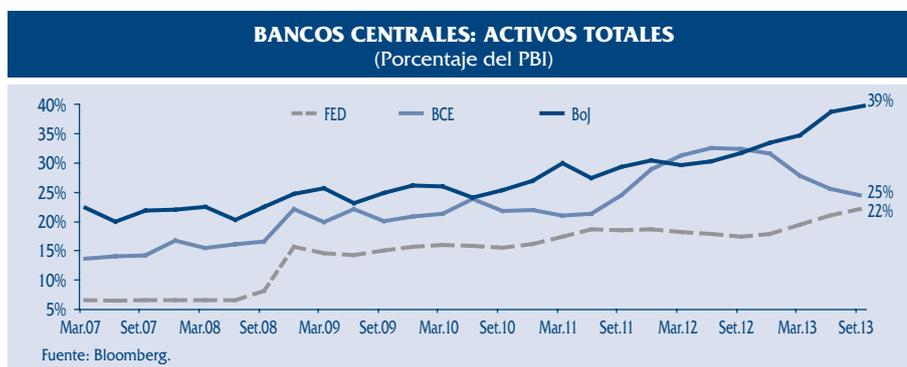
1 El primer anuncio de la Fed fue el 25 de noviembre de 2008, mediante la declaración de compras de títulos de empresas promovidas por el gobierno (Government Sponsored Enterprises, GSE en sus siglas en inglés) y títulos respaldos por hipotecas (MBS) por US\$ 600 mil millones.

PROGRAMA DE COMPRAS DE LA FED (Miles de millones de US\$)			
	Compras totales de los programas		Compras mensuales
	QE1 (Nov.2008)	QE2 (Nov.2010)	QE3 (Set.2012*)
Totales	1 725	600	85
Títulos de los GSE	175	0	0
MBS	1 250	0	40
Títulos del Tesoro	300	600	45
Operación "twist"		✓ **	

*A diferencia del "QE1 y QE2" que establecen compras totales máximas, el "QE3" establece montos de compras mensuales por un plazo no definido.
 ** Operación "Twist": canjear bonos a corto plazo (< a 3 años) por bonos de largo plazo (entre 6 y 30 años) por US\$ 400 mil millones.

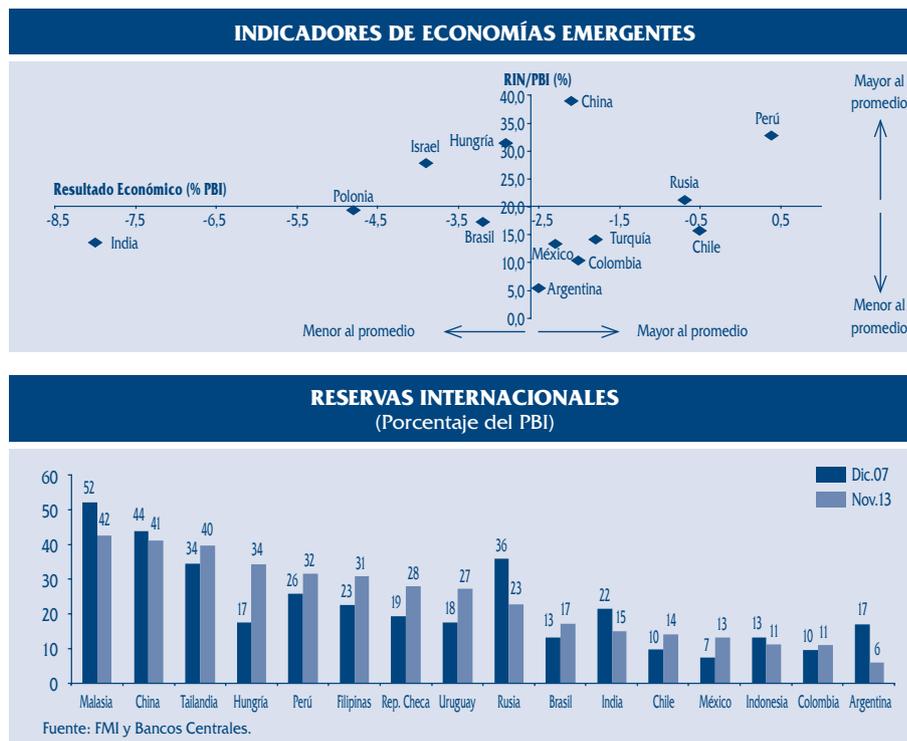
	Flujos de los Activos del Balance de la FED		Flujo de activos
	Set.08-Oct.10	Nov.10-Ago.12	Set.12-Nov.13
Total Activos	1 300	517	1 113
Títulos:	1 559	532	1 092
MBS	1 051	-207	596
Títulos del Tesoro	358	802	524
Títulos de GSE	150	-62	-29

Como resultado de la flexibilización cuantitativa, entre setiembre de 2008 y noviembre de 2013 la hoja de balance de la Fed se ha cuadruplicado con un flujo de activos de US\$ 2 931 miles de millones, del cual el flujo por tenencia de títulos ha sido de US\$ 3 182 miles de millones (US\$ 1 440 miles de millones en MBS y US\$ 1 684 miles de millones en títulos del tesoro). Este programa de la Fed junto con las políticas monetarias expansivas del Banco Central Europeo (ECB) y del Banco de Inglaterra (BoE) han implicado abundante disponibilidad de fondos financieros globales e inducido un ingreso de capitales significativo hacia las economías emergentes; apreciando las monedas de estas economías y flexibilizando significativamente las condiciones de financiamiento que se reflejó en menores tasas de interés globales, principalmente de los bonos públicos y privados.





En este contexto de abundancia de liquidez financiera internacional y con alta probabilidad de reversiones importantes, algunas economías emergentes han venido acumulando preventivamente reservas internacionales, manteniendo una posición fiscal prudente y, al mismo tiempo, han venido fortaleciendo su sistema financiero mediante instrumentos que reduzcan su vulnerabilidad a las reversiones de capitales.

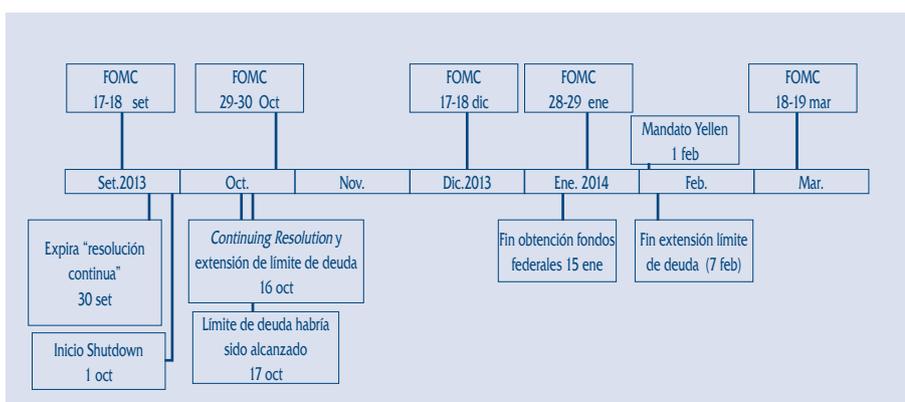
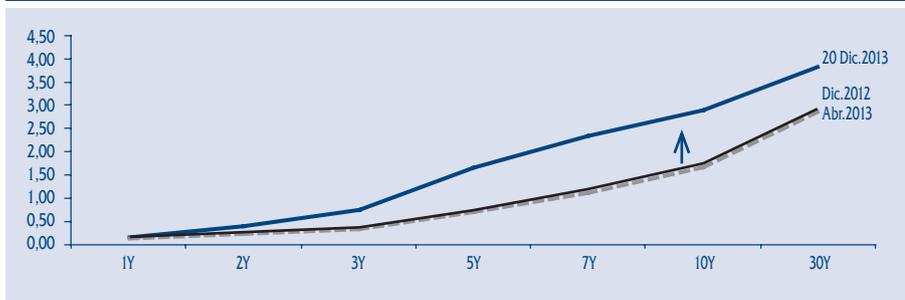


En mayo de 2013, **luego de 5 años de estímulo monetario**, la Fed bajo la presidencia de Ben Bernanke, anunció la necesidad del inicio de reducción del programa de compras de activos (*tapering*) en el futuro próximo. La vigencia de estas compras estaría condicionada a un progreso sustancial en la recuperación de la economía, principalmente del mercado laboral. A noviembre, se han recuperado el 89 por ciento de los empleos perdidos durante la crisis y la tasa de desempleo se ha reducido 80 puntos básicos en 2013, ubicándose en 7 por ciento. Esta evolución, sumada a la estabilización del mercado inmobiliario, incrementó las expectativas de una disminución del estímulo de la Fed (*tapering*), anunciado en diciembre para dar inicio en enero de 2014 (US\$ 10 mil millones menos de compras de activos).

Cabe precisar que el retiro no implicaría una elevación de la tasa de política, la que el mercado espera que se de hacia 2015 o 2016. En su comunicado de diciembre de 2012, la Fed señaló que el mantenimiento de bajas tasas de interés estaría sujeto a que la tasa de desempleo se ubique por debajo 6,5 por ciento, que la proyección a 2 años de la inflación sea menor a la meta de largo plazo de 2,0 por ciento (con un margen positivo de 0,5 por ciento), y que las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan ancladas.

Ante la expectativa del inicio del *tapering*, se produjo un aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro Americano de mediano y largo plazo, lo que reflejó la corrección de los precios de estos activos que se encontraban sobrevalorados por el QE de la Reserva Federal y, con ello, se redujo la probabilidad de una corrección futura más brusca.

CURVA DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO (Porcentajes)



Por otra parte, el incremento de las tasas de interés globales de largo plazo debido al inicio del *tapering* fomentaría la reestructuración del portafolio de inversionistas que migrarían de títulos de mayor riesgo a títulos considerados libres de riesgo y ello traería consigo un alza de las tasas de interés de los instrumentos de deuda. La expectativa que se tenía sobre la pronta reducción del estímulo monetario probablemente ha venido siendo anticipada por el mercado, hecho que se refleja en las mayores tasas de los bonos soberanos de la región, reflejando también la corrección en el precio de estos activos.

RENDIMIENTO DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS (Porcentaje)

Soberanos	29 nov.13	15 set.13	30 abr.13	15 nov.12	31 oct.10
Brasil	12,94	12,47	9,70	9,46	12,16
Colombia	6,77	6,81	4,91	6,27	7,44
México	6,31	6,23	4,59	5,56	6,36
Perú	5,50	5,62	4,11	4,45	5,47
Globales					
Brasil	4,75	4,75	3,05	2,51	4,32
Colombia	4,63	4,86	3,17	2,99	4,55
México	4,30	4,40	2,57	2,77	3,74
Perú	4,49	4,74	3,19	2,90	4,37
Tesoro EEUU	2,75	2,89	1,67	1,62	2,60

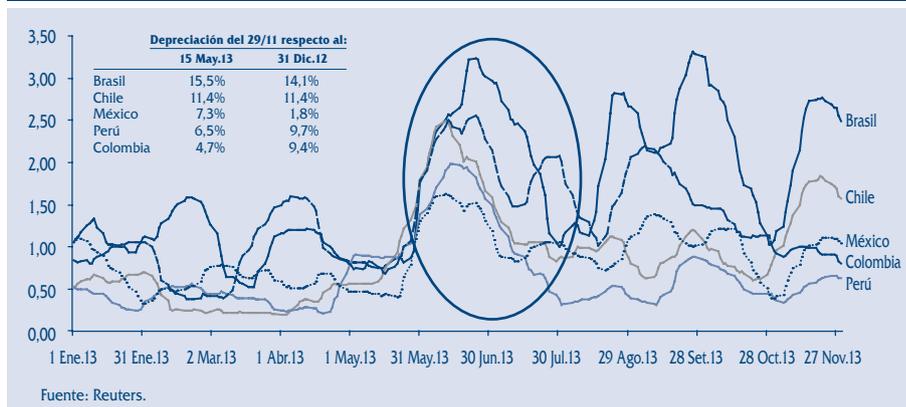




VARIACIONES DE LOS RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS (EN PBS.) DE NOVIEMBRE 2013 RESPECTO A:



VOLATILIDAD CAMBIARIA DE LOS PAÍSES DE LA REGIÓN (Coeficiente de variación de los últimos 30 días hábiles)



En conclusión, los mercados han internalizado el inicio del *tapering* y, por ello, aunque con alta volatilidad, los distintos precios en los mercados financieros (rendimientos de activos, tasas de interés, tipos de cambio, precios de *commodities*, entre otros) han venido ajustándose anticipadamente diferenciando de cierto modo los fundamentos de las diferentes economías emergentes. Por ello, el ajuste en estos precios con el inicio del *tapering*, descontará estos ajustes anticipados implicando una menor volatilidad.