

43 Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 21 y 22, 2023

***Tapering* financiero**

Aplicación al caso estadounidense

Daniel Miliá
Valentino Donzinetti
Universidad de Buenos Aires

SUMARIO

1. Introducción
2. Características de la expansión cuantitativa
3. Marco teórico
4. Análisis: consecuencias y perspectivas
5. Resultados
6. Conclusiones

Para comentarios:
daniel@economicas.uba.ar

Resumen

El anuncio del *tapering* por parte de la Fed en 2021 generó una fuerte reacción en los mercados financieros, lo que llevó a los analistas a utilizar herramientas como el análisis técnico para estudiar los movimientos de precios de los activos financieros y determinar patrones y tendencias. El *tapering* no es algo nuevo, ya que se aplicó por primera vez en 2013 y fue recordado como un momento de pánico en los mercados financieros, donde hubo una gran caída en los precios de los activos. La reacción en el corto plazo tras el anuncio del *tapering* en 2021 fue similar, con una caída en la bolsa.

Es importante tener en cuenta que la gestión de activos financieros en este contexto requiere un enfoque cuidadoso y estratégico para equilibrar los riesgos y maximizar los beneficios en un entorno de expansión monetaria e inflación. Tras el anuncio de la Fed, los inversores presentaron una mala reacción para los mercados en el corto plazo. La Bolsa tuvo una caída y el mercado experimentó un descenso, lo cual se atribuyó a la acción de los inversores.

1. Introducción

El *tapering* es una política monetaria en la que un banco central reduce gradualmente sus compras de activos financieros, lo que conduce a una reducción en la oferta de dinero y puede tener un impacto significativo en los mercados financieros. En 2021 muchos analistas estaban observando de cerca la reacción de los mercados financieros a la posible implementación del *tapering* por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) (Rubio Olmedo, 2018).

Para analizar la reacción de los activos financieros ante el anuncio del *tapering* en 2021 se pueden utilizar una variedad de herramientas y técnicas. Algunos de los enfoques más comunes incluyen el *análisis técnico* (que es un enfoque que se enfoca en el estudio de los movimientos de precios de los activos financieros). Para analizar la reacción de los activos financieros al *tapering* los analistas podrían utilizar gráficos de precios para identificar patrones y tendencias, así como cambios en la volatilidad del mercado y el volumen de negociación.

Por su parte, el *análisis fundamental* se enfoca en el estudio de los factores económicos, políticos y financieros que pueden afectar el precio de un activo financiero. Los analistas podrían analizar las declaraciones de la Fed y los datos económicos para determinar si el *tapering* se esperaba o no, y cómo se espera que afecte a la economía y a los mercados financieros. El análisis de sentimiento del mercado implica el seguimiento de la opinión general de los inversores y su comportamiento en relación con un evento en particular. Los analistas podrían utilizar encuestas y otras herramientas para medir el sentimiento del mercado antes y después del anuncio del *tapering*.

El *análisis de conexiones* se utiliza para determinar cómo se relacionan dos o más activos financieros. Los analistas podrían analizar cómo se relacionan los mercados de renta variable, los mercados de bonos y otros activos financieros en respuesta al anuncio del *tapering*. En

general, para evaluar la reacción de los activos financieros ante el anuncio del *tapering* en 2021, los analistas tendrán en cuenta una amplia gama de factores, incluidas las expectativas del mercado, los factores económicos y políticos, y el comportamiento de los inversores en los mercados financieros.

Durante 2021 se habló mucho sobre la posibilidad de que la Fed anunciara una reducción en su programa de estímulo económico conocido como *tapering*. El *tapering* consiste en la reducción gradual de la compra de activos financieros por parte de la Fed, lo que implica una disminución en la cantidad de dólares que se inyectan en la economía (Rubio Olmedo, 2018).

El anuncio del *tapering* es un evento muy esperado en el mundo financiero, ya que puede tener un impacto significativo en los mercados. Si la Fed anuncia un *tapering* demasiado pronto, puede provocar una caída en los precios de los activos financieros, como las acciones y los bonos, ya que los inversores podrían pensar que la economía no está lo suficientemente sólida como para soportar una reducción en el estímulo.

Por otro lado, si la Fed retrasa demasiado el anuncio del *tapering* podría generar preocupación en los inversores de que la economía está sobrecalentada, lo que podría provocar un aumento en la inflación y, por lo tanto, una disminución en el valor de los activos financieros.

En general, los activos financieros suelen ser muy sensibles a los cambios en las políticas monetarias de la Fed. Si el anuncio del *tapering* se hace de manera cuidadosa y gradual es posible que los mercados financieros lo acepten sin mayores sobresaltos. Sin embargo, si la Fed no comunica adecuadamente sus aviones, o si anuncia un *tapering* abrupto, es posible que se generen movimientos bruscos y volatilidad en los mercados.

1.1 Planteamiento del problema

Los anuncios de la Fed fueron el anticipo sobre el *tapering* a finales de 2021, siendo el segundo que se aplica en la historia dado que el primero fue el llevado adelante en 2013, que es recordado como un momento de pánico con una gran caída en los precios de distintos activos. En aquel entonces, tras el anuncio de la Fed, los inversores presentaron una mala reacción para los mercados: en el corto plazo la Bolsa tuvo una caída.

Los inversores realizaron operaciones donde retiraron su dinero de la manera más rápida posible del mercado de renta fija estadounidense, provocando de manera paralela un incremento drástico de la tasa de interés; este efecto se denominó *taper tantrum* (literalmente, rabieta por la disminución paulatina). Los inversionistas observaron que sus acciones y reacciones habían resultado en comportamientos exagerados y que, en la realidad, no existía razón alguna para generar este estado de incertidumbre. Entonces el mercado, de forma paulatina, volvió a niveles asociados con la normalidad (Jarand & Stahler, 2015).

En este contexto, se pretende realizar un análisis sobre los efectos de la expansión monetaria ocurrida durante 2020 y los efectos generados sobre los activos financieros, dado que las medidas de la Fed generaron inflación y van en camino a generar una recesión. Por esto, resulta relevante analizar la reacción de los activos financieros ante el anuncio del *tapering* en 2021.

1.2 Metodología

La metodología a utilizar para este tipo de investigación es descriptiva, sin trabajo de campo, de carácter no experimental y transversal. Se pretende explicar las características del objeto de estudio explorando diferentes hechos de la economía y de los mercados con respecto a la política de expansión (*quantitative easing*) y las posteriores medidas anunciadas respecto al *tapering*.

Este método facilita estudiar las propiedades del objeto identificado y sus hechos para lograr inferencias sobre las causas que llevan a una situación determinada. El método de investigación es inductivo, ya que analiza lineamientos con respecto a normas, conceptos y políticas que sustentan las decisiones asumidas por el país con respecto a las variables establecidas como unidad de análisis. En lo referido al material a utilizar como referencia la investigación se realiza sobre literatura tanto documental como bibliográfica, generando una base de datos de referencias y fuentes primarias. Estas se basan en consultas a organismos nacionales e internacionales que cuenta con estudios publicados en sus sitios web que permiten el acceso a las mismas.

A partir de este punto se comienza a evaluar la información relevada incluyendo también datos estadísticos y gráficas que permitan explicar la evolución de las variables que se pretende estudiar para lograr demostrar los cambios ocasionado como consecuencia de estos valores asumidos.

En el apartado 2 se consideran aspectos del funcionamiento de la oferta monetaria, creación de dinero y diferentes políticas monetarias convencionales llevadas a cabo por bancos centrales, esto permite realizar comparación la política de *quantitative easing*. Después se analizan precedentes del *quantitative easing* (QE) y el escenario económico del momento que llevó a esta práctica, esto permite evaluar y analizar la recesión de 2008 que generó que se iniciara el QE. A continuación se realiza un análisis, desde el inicio de esta política expansiva QE, de los efectos sobre la economía en general, haciendo énfasis en los efectos sobre los mercados financieros hasta hoy. Por último, se exponen las consecuencias que el *tapering* puede provocar dado los antecedentes descriptos.

2. Características de la expansión cuantitativa

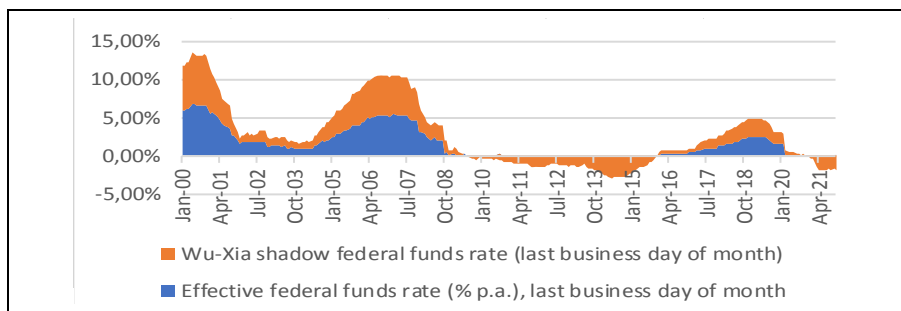
2.1 Contexto y descripción del problema

El denominado *quantitative easing* o, por su expresión en español, *expansión cuantitativa* hace referencia a una política monetaria que no es convencional y la misma es llevada adelante por los bancos centrales (Investopedia, 2021). Esta práctica es realizada por otros países y regiones con la finalidad de lograr reactivar la actividad económica, es decir, es utilizada cuando la tasa de referencia se posiciona en un límite inferior, para el caso de FED Funds Rate cuando asume el valor cero.

Esto también se ha implementado incluso cuando, en momento que las tasas asumen un valor de 0 %, es la economía en general que no logra la reactivación pretendida dado que la demanda agregada no manifiesta el estímulo esperado, es decir, se inclina por la política no convencional de QE como una manera de continuar relajando las condiciones financieras.

En la ilustración 1 se incluye el denominado tipo de interés sombra y su comportamiento, el mismo modela el valor que asume la tasa de interés de los Fed Funds de no existir un límite inferior cero donde luego asume valores negativos. La utilidad de este gráfico radica en exponer como las condiciones financieras comienzan a deteriorarse con una mayor anticipación a que la tasa oficialmente se incremente, dado que la finalidad de la política de expansión propone un incremento de este interés sombra.

Ilustración 1: Tasa de fondos federales en la sombra de Wu-Xia



Fuente: Basado en información de FED Atlanta (2022b)

Durante periodos históricos es posible observar como la aplicación de estas prácticas monetarias sirven como antecedente para comprender el funcionamiento de estas políticas, las mismas se pueden considerar como predecesoras del *quantitative easing* (próximamente mencionado como QE). Si bien el primer caso histórico registrado fue a comienzos de 2000 en Japón, esta práctica ha tomado mayor notoriedad en periodos recientes de la historia, ya que fue puesto en marcha tras la recesión en 2008 y por la crisis sanitaria en 2020 en Estados Unidos (Amadeo, 2021).

Es una política económica que puede ser considerada poco convencional y que ha generado diferentes opiniones sobre qué tan necesaria es su implementación, hasta llegando a dudar sobre la eficacia de la misma. Por esta razón, se implementa un análisis sobre los efectos que ésta ha tenido hasta el momento, y demás aspectos vinculados con el tema como es el *tapering* y su respectivo consenso, más efectos de la tasa de interés y así llegar a conclusiones sobre la puesta en marcha de esta política monetaria no convencional.

De otro punto de vista, en principio más simple, es posible explicarlo como una política monetaria donde la entidad bancaria máxima de un país incrementa el nivel de reservas dentro del sistema bancario, esto lo consigue por medio de la compra de bonos del propio Estado. Esto resulta un aumento de la oferta de dinero lo que implica inyectar una mayor liquidez en el sistema (Amadeo, 2021).

También es necesario remarcar que este procedimiento es considerado como una herramienta no convencional, esto es así dado que se apela a la misma cuando la tasa de interés o se ubica en valores muy cercanas a cero, y cuando a su vez, se buscó implementar de forma fallida aquellos métodos considerados convencionales sobre la administración de la oferta de dinero.

La aplicación de este tipo de políticas tiene efectos en las variables macroeconómicas y estas suelen tener un comportamiento difícil de predecir, esta es una de las razones por la cual los bancos centrales deben actuar bajo una gran responsabilidad. El nombre de esta política está

dado por sus efectos expansivos donde existe una creación de dinero de manera controlada, esto le da sentido al término *cuantitativo* de la expansión.

Esta disminución en las tasas provoca una alteración en el mercado de renta fija donde los inversores se encuentran a la espera de la percepción de cupones de deuda y posteriormente el pago del principal, una vez que concretado el vencimiento de dicho título.

Otro efecto negativo de este decremento de la tasa es la devaluación de las monedas locales, dado que para inversores extranjeros se convierte en un activo menos atractiva. Esto es posible observar en la realidad con la depreciación del dólar estadounidense versus a la moneda de la zona euro.

La tasa de depreciación del dólar estadounidense ha sido de aproximadamente 13,2 %, y la corona sueca también ha sufrido una depreciación frente al euro, con una tasa de 7,8 % en el mismo período de tiempo. Es importante destacar que una devaluación de la moneda puede ser beneficiosa si el objetivo de la FED es aumentar los precios generales y provocar inflación, ya que esto encarece las importaciones.

Además, una reducción en las tasas de interés conlleva un aumento en el precio de los bonos gubernamentales, lo que significa que los inversores deben pagar más para adquirir una mayor cantidad de bonos. Esto a su vez puede generar una reacción por parte de los inversores que buscan mayores retornos, quienes podrían optar por abandonar los mercados de renta fija y dirigirse al mercado de acciones.

Por otro lado, las grandes compañías están anunciando al mercado que sus ganancias proyectadas son mayores a lo esperado, lo que está mejorando la confianza de los inversores y se está reflejando en un notorio aumento de las inversiones en el mercado de acciones. A pesar de ello, algunos economistas afirman que este incremento se debe únicamente a la inflación que se está generando en los activos bursátiles.

Las políticas de expansión no solo afectan a los activos que cotizan en los diferentes mercados, sino que también tienen consecuencias en los bienes raíces. Se puede observar, como ejemplo, que en Suecia el valor de las viviendas aumentó 5,87 % durante 2017 mientras se implementaba esta política.

Al implementar políticas de expansión, el banco central favorece a ciertos sectores de la sociedad a expensas de otros, lo que puede aumentar la desigualdad entre clases sociales. El aumento de los precios de los activos financieros debido al efecto inflacionario beneficia a los estratos sociales más altos, ya que el valor de sus activos aumenta significativamente. Como resultado, estos estratos se enriquecen más.

2.2 Estado del arte

1) Antecedentes e historia de QE

En momentos donde la situación económica es muy extrema y de larga duración, como es el caso de periodos posteriores a un enfrentamiento entre países, épocas de estancamiento en la actividad económica o momentos de recesión financiera donde las decisiones tradicionales en lo que respecta a la política monetaria suelen no generar los efectos pretendidos para reactivar la actividad económica.

En estos tiempos mencionados es de notar que su principal característica está marcada por una caída drástica de la actividad, donde la demanda agregada que se posiciona en bajos niveles acompañado de altos niveles de desocupación. Una vez iniciada esta etapa el Estado que decide

mitigar los efectos nocivos para la economía se apoya en sus bancos nacionales para poner en marcha métodos considerados convencionales con el fin de bajar las tasas de interés, buscando favorecer la circulación del dinero por medio de préstamos e inversiones, y así, lograr impulsar el consumo.

Existen momentos en lo que manipular la tasa de interés no entrega como resultado una mejora en la economía; es en este momento donde se aplican políticas monetarias de una mayor complejidad, como es la práctica de políticas expansivas QE. A lo largo de la historia del *quantitative easing* se dificulta establecer un momento en el tiempo como el comienzo, debido a que es posible destacar casos los cuales se pueden considerar como su precedente.

Para 1929 en Estados Unidos se llevaron adelante políticas que son posibles equiparar al QE que hoy se efectúa (Belsie, 2016). En aquel entonces se introdujo gran cantidad de oro, siendo más de lo habitual dentro de los límites del país, lo que dio accesibilidad en la emisión de títulos del Tesoro respaldados por el oro, estos eran llamados Treasury. A su vez la FED realizó la adquisición de un valor aproximado de mil millones de dólares y conceptos de estos certificados de deuda del Tesoro, lo que aumentó la emisión monetaria entre 1933 y 1937 permitiendo alcanzar el fin deseado de esta política que se trataba evitar la deflación en los precios (Bordo & Sinha, 2016).

Como ya se ha comentado antes, la práctica de expansión observable en Japón en 2000 ha sido un precedente para que durante estos últimos tiempos se observarse aplicaciones más frecuentes de este método en diferentes países donde los desafíos económicos cambian entre sí; pero siempre persiguiendo como objetivo el de equilibrar la economía de cada país de forma eficiente de modo que se eviten crisis a un nivel global.

A comparación del resto de los países que han aplicado estas políticas, Estados Unidos es el caso en el que se ha logrado observar que su aplicación fue más extensa, donde el programa fue puesto en marcha en 2008. En ese momento el país transitaba una situación crítica originada por la recesión que originó la crisis del sector inmobiliario en 2006, que se profundizó aún más cuando el banco tradicional y de mucha trayectoria Lehman Brothers se declaró en quiebra en septiembre de 2008 (Trefis Team, 2015).

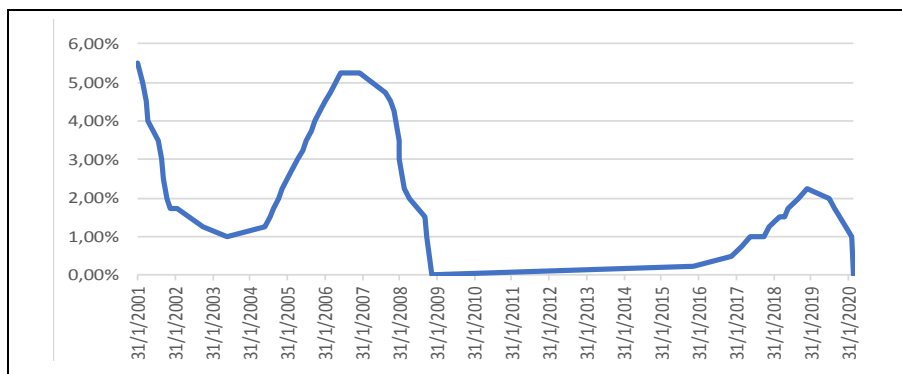
Por su parte el Gobierno de Estados Unidos implementó el programa de QE buscando un incremento de la liquidez disponible tanto en el sector privado como en el sector financiero. En el inicio del programa, Ben Bernanke presidente en aquel momento de la FED lo llamo "Credit Easing" siendo este un programa donde las decisiones desde en un comienzo se enfocaron en el sector de vivienda de los Estados Unidos y no en la economía en general (Neely, 2014).

Este programa aporta estipulaciones donde se incrementa la liquidez monetaria con fuerte enfoque en aquellos sectores económicos que se presentaban mayores consecuencias de recesión, siendo este rasgo un diferencial entre el Credit Easing con el QE dado que éste último dirige la liquidez concentrándose en la economía en general por medio de tasas de interés bajas.

En la ilustración 2 se expone el movimiento de la tasa de interés.

Ya pasando 2009, que fue un tiempo de pausa en la implementación del QE, se realizó una segunda etapa de adquisiciones denominada Q2 para 2010 por parte de la Reserva Federal donde el panorama económico había demostrado una mejora notable. Sin embargo, para mediados de 2010 comenzaron a notarse tensiones deflacionarias, es en este momento donde la Reserva Federal inicia esta segunda fase del programa (Neely, 2014).

Ilustración 2: Tasas de interés de fondos federales



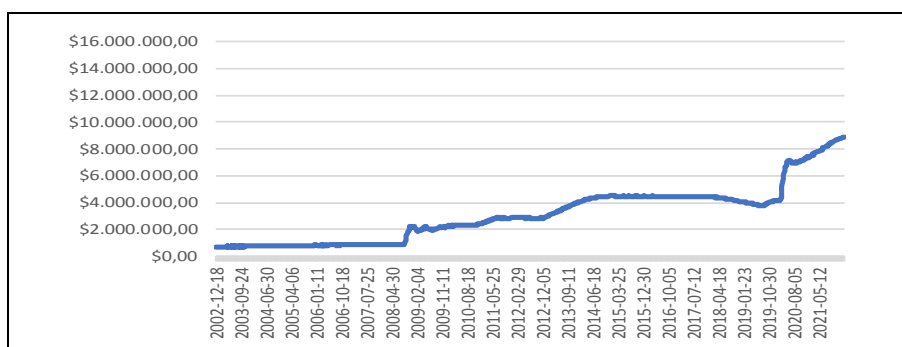
Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

Se determinó que el volumen del balance no debía verse alterado y que se reinvertiría en aquellos activos que encuadraron en la denominada LSAPs. La finalidad planteada, en esta etapa, era la de disminuir, aún más, la tasa de interés para de esta forma lograr sostener el objetivo inflacionario.

A finales 2010 se acrecienta el nivel compra de letras del tesoro llegando a una cifra de 600 mil millones de dólares, teniendo un resultado notable sobre la tasa de interés y en el tamaño del patrimonio activo de la FED (Trefis Team, 2015).

En la ilustración 3 se grafica el movimiento inalterable de la hoja de balance durante el periodo mencionado durante la reinversión de activos LSAPs.

Ilustración 3: Hoja de balance de EE.UU. 2008-2012
En billones (millones de millones)



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

A pesar de esta situación, las expectativas por parte de los inversores fueron mayor tras el aviso de una segunda etapa de expansión, esto tuvo efectos sobre la tasa de interés de las letras del tesoro que reaccionó con un leve incremento, luego haber disminuido en la primera etapa de QE. Esta segunda fase del programa, que duró hasta 2011, contó con un volumen de desembolso mucho menor con respecto con la primera etapa, en este caso el volumen desembolsado fue de 600 mil millones de dólares (Trefis Team, 2015).

En 2011 comenzó a implementarse el programa denominado Maturity Extension Program and Reinvestment Policy (por sus siglas en inglés MEPRP), como respuesta a la aparición de una nueva posible recesión, esto generó una gran presión sobre la Reserva Federal que realizó la adquisición de letras del tesoro en una operación que es conocida como Operation Twist.

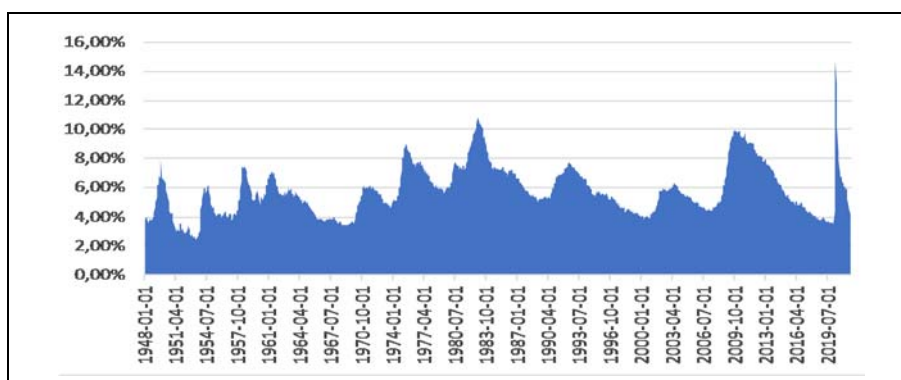
El nombre surge por el objetivo que persigue el mismo, y es el de lograr revertir a la curva de tasa de interés mediante la disminución de la tasa de interés considerada de largo plazo, de forma proporcional la tasa de interés considerada de corto plazo, de esta manera no hubo incremento de la base monetaria (Neely, 2014). Esta estrategia tuvo un mecanismo donde se realizaron la enajenación de activos con vencimiento en el corto plazo, cuyo monto era de 400 mil millones de dólares, y de manera simultánea se realizaban adquisición de activos a largo plazo por el mismo valor.

Durante 2012, la economía estadounidense presentaba un crecimiento, pero el mismo era a un ritmo lento a pesar de ya haber transitado cuatro años de implementación del programa de *quantitative easing* donde las tasas de interés disminuyeron llegando a valores próximos a 0 %.

En junio de 2012 la decisión fue la de extender la Operación Twist realizando compras de letras del tesoro por un monto que ascendió a 267 mil millones de dólares. Sin embargo, la economía continuaba estancada y la atención se mantenía en el mercado laboral que su crecimiento no estaba acorde a las expectativas (Neely, 2014).

A pesar de que la economía generaba nuevos puestos de trabajo, en 2012 el índice de desempleo en Estados Unidos se posicionaba en 8 % y es por ello que la FED dio a conocer una tercera fase del programa de expansión buscando revertir esta situación en el ámbito laboral con consecuencias en la economía. En esta tercera fase se implementó una metodología de adquisiciones diferentes donde se abandona las compras anuales. En la ilustración 4 se expone el nivel de desocupación de Estados Unidos.

Ilustración 4: Tasa de desempleo de Estados Unidos. Período 2000-2021



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

La Reserva Federal implementó adquisiciones mensuales, el monto a desembolsar representaba 85 mil millones de dólares, donde una cantidad de 40 mil millones era para adquirir bonos titulizados, y las diferencias restantes se destinaban a la adquisición de letras del tesoro (Kurt, 2020).

Así, ya finalizada la tercera etapa iniciada en 2012 se le adiciona el anuncio por parte del Comité Federal de Mercado Abierto que informa que se va a sostener a la tasa de interés próximo a 0 % durante 2015. Sin embargo, recién en 2017 la Reserva Federal implementó una

suba de la tasa de interés y fue en dos ocasiones hasta alcanzar 1,25 %. A esto se le sumo la decisión de comenzar a reducir el volumen de su balance, cuyo tamaño tuvo un valor de 4,5 billones de dólares.

Esta última etapa de expansión recibió el nombre de *QE infinity* (CNN, 2012), tuvo una duración que se prolongó durante 2013, y el nombre se corresponde a que el presidente de la FED Ben Bernanke no estipuló una fecha para la finalización de las adquisiciones estipuladas de forma mensual, sin embargo, la condición que perseguía la FED para concretar la finalización del programa estaba sujeta a lograr reducir el índice de desocupación en un menor nivel de 7 %.

En la tercera etapa de expansión no se utilizó como mecanismo el llevado adelante en la Operación Twist, es decir, no existió enajenación alguna sobre Letras del Tesoro de corto plazo. Cuando la actividad creció y la economía ofreció las señales de un crecimiento y de manera constante posicionando así a la tasa de desempleo en 7 %. Alcanzado este objetivo, a finales de 2013, Bernanke da a conocer la siguiente etapa dando inicio a *tapering* de forma gradual.

En ese momento el presidente de la Fed, Ben Bernanke, dio aviso sobre una disminución en la compra de los bonos, como parte de políticas que pretendían reorganizar el patrimonio activo de la Fed, lo que generó que los inversores posicionados en bonos tuviesen una reacción de pánico dado que expectativa sobre esta política futura es una fuerte caída de los precios.

Este anuncio generó un estado de alarma a nivel general entre los inversores. A esta situación se la denominó *taper tantrum* donde el pánico en los mercados desencadenó un incremento en el beneficio de los bonos del Tesoro, esto se propagó en otros activos, afectando a los de renta variable, a los commodities e incrementó diferenciales de crédito, sin dejar de lado efectos sobre el dólar.

En las ilustraciones 5 y 6 se muestra el rendimiento de Letras del tesoro.

Ilustración 5: Rendimiento de Letras del tesoro a 10 años

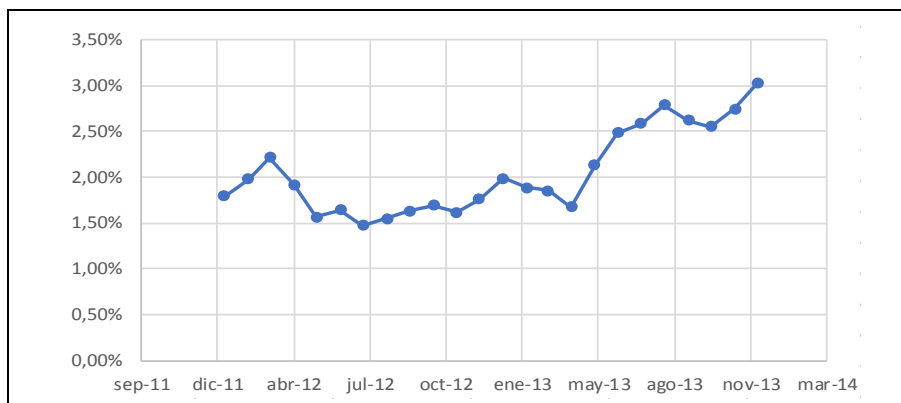


Fuente: Basado en información de Investing (2022)

En 2014, Ben Bernanke fue reemplazado por Janet Yellen como nueva presidente de la Reserva Federal, durante ese mismo año, la nueva presidente redujo las compras mensuales de manera gradual hasta alcanzar un nivel de compras de cero en el mes de octubre. Esto fue posible debido a que la creciente inflación no representaba un riesgo, sumado a esto el índice de desempleo continuaba con su tendencia hacia la baja.

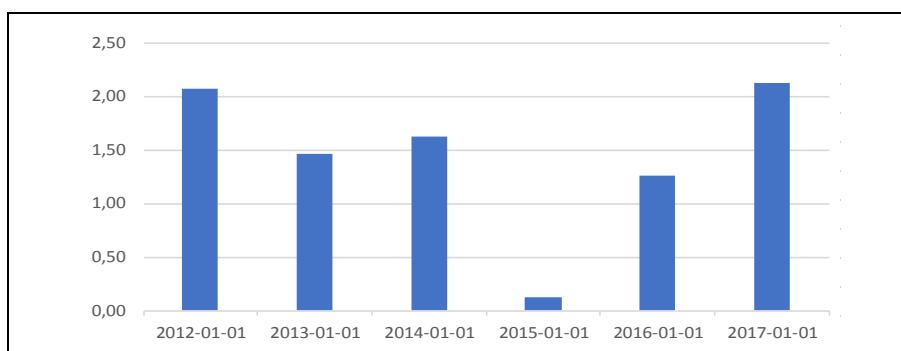
En la ilustración 7 se expone el nivel de inflación de EE.UU.

Ilustración 6: Rendimiento de Letras del tesoro a dos años



Fuente: Basado en información de Investing (2022)

Ilustración 7: Inflación en Estados Unidos



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

En el programa establecido por Yellen en el momento, cuando los bonos están próximos a vencer no son reinvertidos, y en lo que respecta a las letras del tesoro, se deshace de monto equivalente a 6 mil millones de dólares por mes. De manera trimestral se realizan incrementos hasta alcanzar el monto de miles de millones al mes.

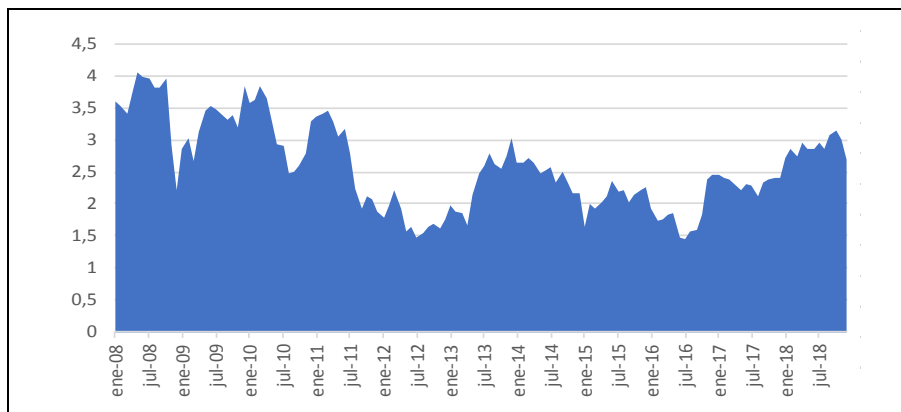
En su mayoría, las adquisiciones se lograban financiar por medio del empleo de las reservas de la Reserva Federal, salvo los mil millones de dólares que fueron posible obtener por la Operación Twist que fueron financiados a través de la enajenación de letras del tesoro. Por todas estas operaciones y por las diferentes etapas del programa se ha logrado un crecimiento desproporcionado del balance original de la Reserva Federal.

2) *Tapering*: historia y expectativas generadas

Los anuncios de la Fed fueron el anticipo sobre el *tapering* a fines de 2021, siendo el segundo que se aplica en la historia dado que el primero fue el llevado adelante en 2013 y como se comentó en apartados anteriores fue un momento de pánico con una gran caída en los precios de distintos activos.

En la ilustración 8 se expone la cotización de bonos a 10 años del tesoro de EE. UU mostrando su comportamiento con el anuncio de la FED desde 2013 en adelante.

Ilustración 8: Rendimiento de Bonos del tesoro a 10 años



Fuente: Basado en información de Investing (2022)

Como ya se ha explicado en el apartado teórico, el *tapering* implica una reducción gradual, pero de manera progresiva de aquellas medidas no convencionales de política monetaria. Esta reducción en los estímulos pretende que los mercados logren una adaptación sin cambios bruscos que impliquen el hundimiento del mismo (De la Cruz, 2021).

El 22 de mayo de 2013 el presidente de la Reserva Federal anunció el momento de terminar con esa política monetaria, esta situación presenta un precedente importante a considerar para el *tapering* que pretende llevarse adelante en la actualidad.

En aquel entonces, tras el anuncio de la FED, los inversores presentaron una mala reacción para los mercados, en concreto, fue en el corto plazo y la bolsa tuvo una caída, en el gráfico precedente se observa que en 2013 y 2014 el mercado tuvo este descenso por esta acción llevado adelante por los inversores.

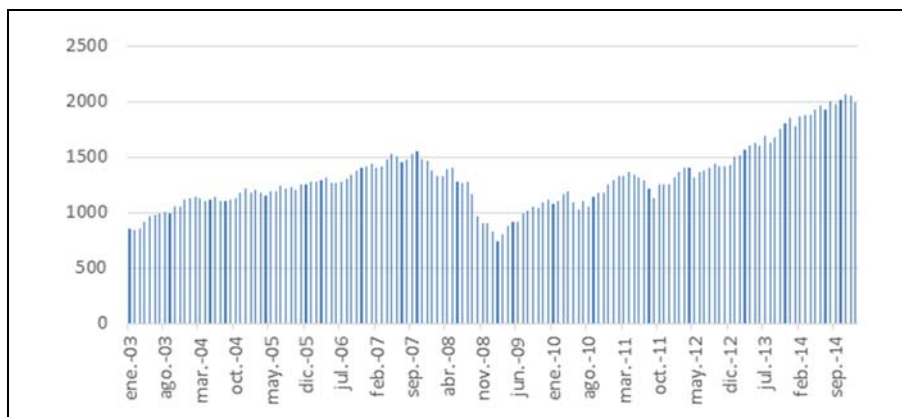
La ilustración 8 muestra el incremento en el rendimiento de estos bonos lo que se traduce que ante un aumento de esta variable, el precio del bono se encuentra ante una disminución, generando así, esta caída. En esta situación primero se originó la venta de estos bonos y por consiguiente el incremento en el rendimiento.

En lo que respecta al mercado accionario, si bien la primera reacción fue la caída del S&P 500 pronto logró una recuperación (De la Cruz, 2021). Este índice representativo tuvo una disminución durante esta fecha de 0,5 % y en el mes un descenso de 4,6 %.

A pesar de este contexto, seis meses después las acciones que componen este índice lograron una recuperación de 7,6 % y un 13% en los próximos 12 meses llegaron a alcanzar 19,5 % de aumento desde aquel 22 de mayo de 2013. En la ilustración 9 se muestra dicho comportamiento del índice.

Para el presidente de la FED de ese momento, Bernanke, fue de vital importancia que la economía real tenga fortaleza necesaria como para no precisar más de las medidas de QE, si bien en los mercados hubo una caída en el precio de las acciones, esta reacción fue de corto plazo dado que poco tiempo después del anuncio el mercado continuó con su senda alcista. Es relevante acentuar que hasta ese momento el aspecto inflacionario no era un tema que preocupe a la Reserva Federal.

Ilustración 9: Índice S&P 500 post anuncio de la Fed de inicio del tapering



Fuente: Basado en información de Investing (2022)

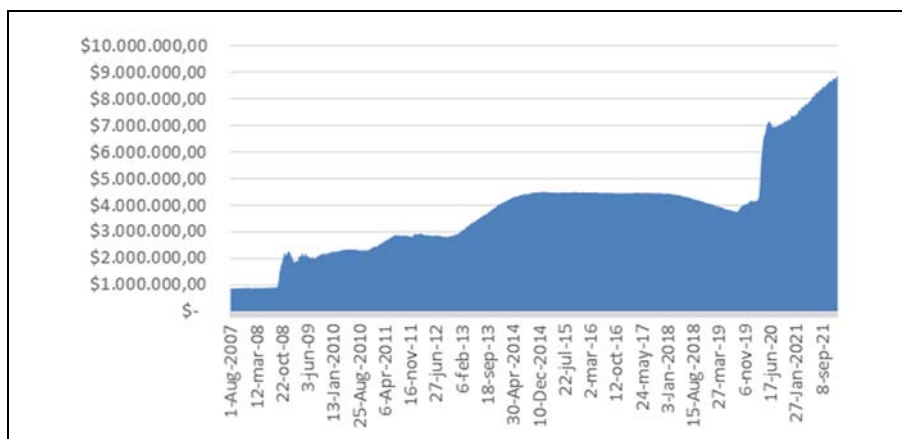
Los sectores más beneficiados de aquel entonces fueron los relacionados al consumo discrecional, el sector financiero, la salud y el sector industrial mientras que los menos beneficiados fueron los sectores de servicios públicos y el sector inmobiliario (Investopedia, 2021).

El interrogante que surge para comprender el escenario actual es cómo será la reacción de los mercados ante el anuncio de esta política teniendo en cuenta que la inflación en este periodo resulta el más elevado de los últimos trece años (Fred Economic Data, 2022).

Con el dato de inflación interanual de 7 % respecto a diciembre de 2021 (U.S Bureau of Labor Statistics, 2022) existe la duda sobre la transitoriedad de la inflación misma lo que coloca a este asunto en el centro de la escena, además, fue el actual presidente de la FED, Jerome Powell el que en noviembre 2021 ante los senadores de Estados Unidos aseguró que el organismo que preside debe centrarse en el problema de alta inflación.

El QE implicó una inyección de liquidez que generó que la hoja de balance de la FED asuma valores muy elevados y el tapering desde fines de 2013 hasta 2019 implicó una ligera reducción de unos 3,9 mil millones de dólares (Fred Economic Data, 2022).

Ilustración 10: Total de activos FED (Total Assets FED)
En billones (millones de millones)



Fuente: Basado en información de Fed (2022)

En la actualidad se plantea un escenario que es comparado con 2013 y el mismo sirve de guía de como evolucionó en el pasado no solo los mercados sino la economía en general. Si bien es cierto que puede marcarse comparativas, el escenario actual difiere dado que tanto la economía como las finanzas son diferentes que en el año del primer *tapering*.

En el contexto de la reunión que lleva adelante el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC) mensualmente, la FED anuncia el inicio del *tapering* en el mes de noviembre de 2021 tras un periodo de fuerte especulación por parte de inversores y analistas.

En el anuncio el actual presidente de la FED Jerome Powell indica que la entidad comienza a recortar las compras mensuales de bonos y que planea culminar esta operación en 2022 posiblemente en el mes de marzo. La reducción de las compras se efectúa de forma gradual y será en 10.000 millones mensuales en conceptos de bonos del tesoro de EE. UU y de 5.000 millones en valores respaldados por hipotecas (Fred Economic Data, 2022).

3. Marco teórico

3.1 *Tapering*

El momento del *tapering* sucede cuando el banco central está en condiciones de definir que ya no es necesario continuar garantizando el estímulo de la economía y es en ese momento donde se anuncia el fin de la política monetaria. Las medidas asumidas al aplicar QE resultan de gran utilidad para reactivar a la economía luego de una crisis, pero esta práctica tiene límites, los mismos se presentan cuando ya no es posible obtener más resultados de la economía, así el programa llega a su fin.

Luego de minimizar la posibilidad de deflación, los bancos centrales inicia la desaceleración del ritmo de adquisición de bonos. Es decir, en la economía donde se practica una política de expansión QE una vez alcanzado sus objetivos dan comienzo al *tapering*, donde el cierre del grifo disminuye el flujo de divisas hasta cerrarlo en su totalidad. Esto genera una inquietud para el mercado, el mismo pretende dilucidar lo que se espera que va a ocurrir cuando ese momento se presente.

Teniendo en cuenta que la práctica de expansión de QE es una política a gran escala, la misma se pone en marcha acorde a la necesidad de cada país según los objetivos pretendidos en su economía y no se establece un momento en el tiempo para su finalización. Es decir, que, en momentos previos a esta situación de finalización, la incertidumbre en lo que respecta a las consecuencias de cada programa es grande y sobre todo en cuanto al momento donde se da anuncio a una fecha de finalización.

En años anteriores, Japón y algunos países de Europa mantenían esta política y se encontraban adquiriendo bonos de deuda de manera regular, aunque en un volumen menor. Por el lado de países como Suecia e Inglaterra, estos no se encontraban incrementando sus balances, aunque su práctica se basa en la reinversión de las utilidades obtenidas por bonos que llegan al vencimiento (Machado, 2016).

La Reserva Federal, por su parte, antes de afrontar una nueva política de expansión originada por la crisis sanitaria, se encontraba en una etapa donde buscaba la disminución en su patrimonio, persiguiendo la finalidad de normalizar su situación. Esto anunciado en 2017 por

FOMC expresando las intenciones de aplicar un programa de normalización de balance siempre que la economía avance acorde a lo previsto (FED, 2019).

Las decisiones aplicadas con respecto al *tapering* se encuentran direccionadas a la tasa de interés. Por su parte, implica también, que cada banco central logre llevar confianza y administrar las expectativas en lo que respecta a las tasas de interés que se esperan en el futuro los inversores. En el general de los mercados, la mayor concentración en las expectativas es sobre la situación futura del mercado de renta fija, ya que es el escenario probable de una posible crisis por la existencia de una burbuja de este mercado (Hoek, Kamin & Yoldas, 2020).

Las políticas de QE incrementan la demanda global en el mercado de bonos, empujando a los precios al alza. Con las decisiones referidas al *tapering* que implican la finalización del programa, es de esperar una reducción de manera contundente en la adquisición de estos bonos, por lo que es de esperar una caída en los valores de los mismos. El resultado más notable que es de esperar supone una salida de una alta cantidad de inversores de renta fija, lo que mejoraría el atractivo de los bonos dado que serían menos costosos ofreciendo una mejor rentabilidad.

Teniendo en cuenta lo antes dicho, es responsabilidad de los bancos centrales, evitar un colapso en los mercados de renta fija, y para ello deben decelerar sus programas de QE, pero de forma progresiva, igual tratativa le corresponde a la subida en las tasas de interés. Es esperable que ante un incremento en las tasas de interés tenga un efecto no favorable en el mercado accionario, convirtiendo así a los activos asociados a renta variable como más arriesgados, por lo que un inversor decidirá por la compra de activos que aporten mayor seguridad convirtiendo a los activos de renta fija en más atractivos (Hoek, Kamin & Yoldas, 2020).

Sumado a este escenario es de esperar también una reducción en la solicitud de créditos solicitados al sector bancario, dado que el incremento de la tasa de interés representa un encarecimiento del costo del dinero. Esto se sumará a la disminución de los flujos de dinero disponibles que el banco central había colocado en el sistema financiero.

3.2 Efectos económicos de QE

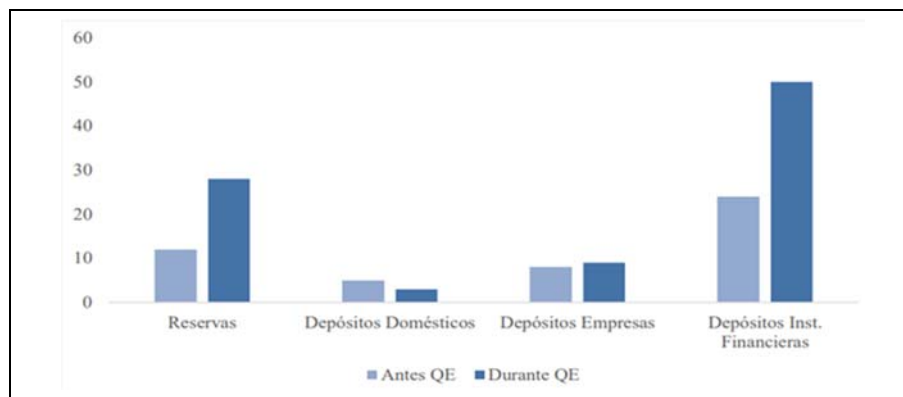
Como se ha comentado también cada aplicación de esta política monetaria no convencional tuvo diferentes métodos en cada país, es por ello que el resultado obtenido tiene diferentes efectos según cada situación particular. Esta sección se realiza el análisis del impacto general teniendo en cuenta tanto el ámbito económico como el político de la política de *quantitative easing* el cual cuenta con un consenso de ser una política que facilitó, a nivel global, la recuperación de la economía luego de la crisis de 2008. Sin embargo, existen economistas que no ven con buenos ojos ni son partidarios de este tipo de políticas debido a que no todos sus efectos pueden ser considerados positivos.

Es por esto que resulta necesario analizar estas consecuencias donde el primer efecto del QE está ligado a la disminución de la tasa de interés, a tal punto que la misma ha llegado a niveles próximos a cero. La teoría económica indica que esta situación genera efectos inmediatos y promueve la reactivación de la actividad económica, dado que motiva a los bancos a otorgar créditos a menor costo acrecentando el consumo privado.

Ahora bien, en la práctica la situación teórica antes mencionada no se ha observado, dado que los bancos, en su gran mayoría han retenido esta liquidez en sus propias reservas (Archer y Moser-Boehm, 2013). Si se toma como referencia la práctica llevada en Reino Unido, en un

estudio realizado por el Banco de Inglaterra en 2015 es posible observar que las reservas generadas por estas políticas en las instituciones financieras han tenido una circulación por el sistema bancario. Esto se observa en la ilustración 11.

Ilustración 11: Variación de reservas en Reino Unido



Fuente: Basado en Ramírez Segura (2018)

Esta disminución en las tasas provoca una alteración en el mercado de renta fija donde los inversores se encuentran a la espera de la percepción de cupones de deuda y posteriormente el pago del principal, una vez que concretado el vencimiento de dicho título. Otro efecto negativo de este decremento de la tasa es la devaluación de las monedas locales, dado que para inversores extranjeros se convierte en un activo menos atractiva. Esto es posible observar en la realidad con la depreciación del dólar estadounidense versus a la moneda de la zona euro.

La depreciación del dólar es de alrededor de 13,2 %, o como así también la corona sueca ha tenido una depreciación contra el euro, que durante el mismo lapso de tiempo se ha depreciado en 7,8 %. Es necesario remarcar que una devaluación de la moneda genera efectos a favor si el objetivo planteado por la FED es aumentar el nivel general de precios provocando inflación, ya que esto convierte a las importaciones más onerosas.

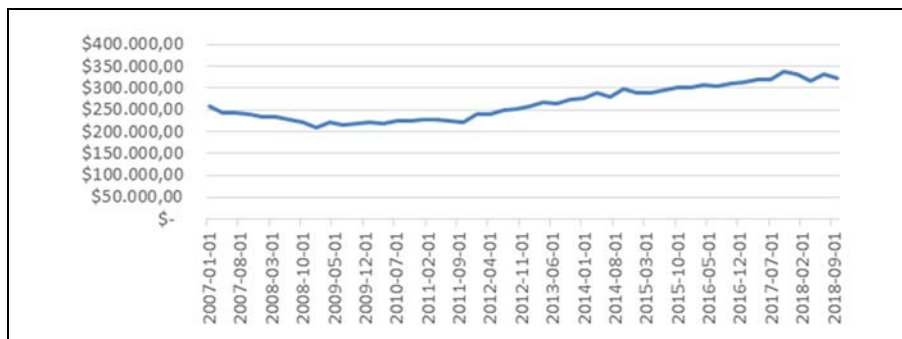
Continuando con los efectos de una baja en las tasas de interés que produce un incremento en el precio de bonos representativos de la deuda del gobierno, esto significa que, un inversor que desea adquirir una mayor cantidad de bonos debe realizar un gasto mayor. Esto genera la reacción por parte del público inversor el cual escapa de los mercados de renta fija con dirección al mercado bursátil pretendiendo mayores retornos.

Por otra parte, las grandes empresas comunican al mercado que los beneficios esperados son superiores a los proyectados por parte de ellas lo cual mejora y recuperación de la confianza de los inversores, lo que se ve reflejado en un incremento notorio de la inversión en el mercado de acciones. A pesar de esto, algunos economistas sostienen que, este incremento solo es el resultado de la inflación que se genera en activos bursátiles.

El efecto sobre los precios de la economía ocasionados por las políticas de expansión no sólo tiene incidencia en los activos que cotizan en los diferentes mercados, sino que también tiene consecuencias en lo que respecta a los activos inmobiliarios. Como referencia se tiene a Suecia, en donde el valor de la vivienda se incrementó en 5,87 % durante 2017 mientras se llevaba a cabo esta política.

A continuación, se muestra el mercado inmobiliario de EE. UU en dicho periodo y como evolucionó el precio de la vivienda en el periodo mencionado.

Ilustración 12: Precio medio vivienda en Estados Unidos

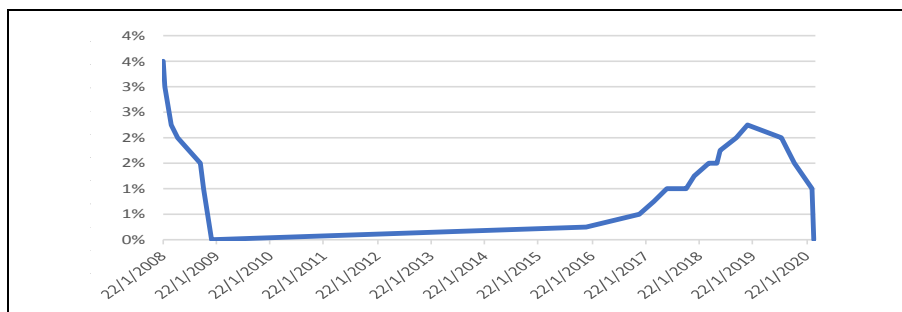


Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

En Estados Unidos analistas de mercado y expertos sostienen que los resultados de la primera etapa de expansión, conocida como Q1, obtuvo resultados muy favorables para la economía donde se proporcionó una gran disponibilidad de flujo de efectivo para todo el sistema bancario-financiero, dado que ambos sectores afrontaban un momento próximo de quiebra. A su vez, se logró que en los mercados las expectativas fuesen favorables lo que significaba mayor confianza en la economía de EEUU y sobre todo en el sector bancario. En el momento que el sector bancario se hizo con la liquidez necesaria, el objetivo de la FED estuvo enfocado en el crecimiento de los puestos de trabajo y en lograr una estabilidad de los precios donde se estableció un objetivo de inflacionario de 2 %.

La FED tiene presente la meta de respetar el límite de no alcanzar valores negativos para la tasa de interés. Al final del año 2008 la tasa de interés se posicionó en un valor de 0,25 %, el cual se sostuvo hasta llegar a finales del año 2015 donde se practicó un incremento de la misma ya que las condiciones establecidas para que ello ocurra se estaba cumpliendo dado que la inflación y el mercado laboral mostraban signos de crecimiento notorios.

Ilustración 13: Tasas de interés de FED Funds



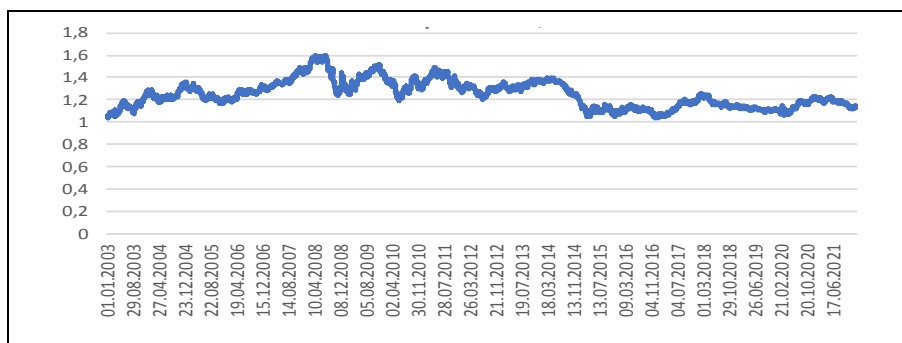
Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

Como puede observarse en el año 2018 la tasa de interés aumentó a 1,5 % siendo el crecimiento de la misma una notable señal de los mejores resultados en la economía estadounidense.

Es de esperar que la Reserva Federal continúe con el incremento de esta variable en los próximos años dado que el resultado de la disminución de ésta es que el valor del dólar se vea fuertemente depreciado.

En la ilustración 14 es posible observar que la cotización euro-dólar de los últimos años QE ha tenido sus efectos en la moneda dado que ha hecho que la divisa mantenga un comportamiento de manera muy irregular. Si analizamos el movimiento del dólar versus su par el euro desde el año 2017 hasta el año 2018, es posible observar que el dólar ha tenido una devaluación del frente al euro en 13 % en un solo año, siendo esto un movimiento anormal en el comportamiento de la divisa.

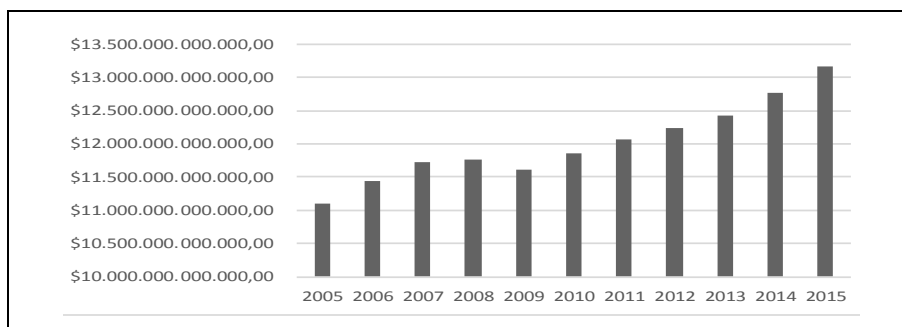
Ilustración 14: Paridad euro/US dolar



Fuente: Basado en información de Investing (2022)

A comienzos de la recesión ocasionada por la crisis de 2008, el nivel de consumo privado se vio fuertemente perjudicado, lo que llevo al nivel general de precios a cruzar el límite del negativo, generando así una alarma de riesgo por deflación. A raíz de esto, la FED mantuvo su objetivo de lograr alcanzar una inflación en torno a 2 % en el programa de expansión cuantitativa. A continuación, se expone el comportamiento del consumo privado.

Ilustración 15: Consumo privado en hogares de Estados Unidos



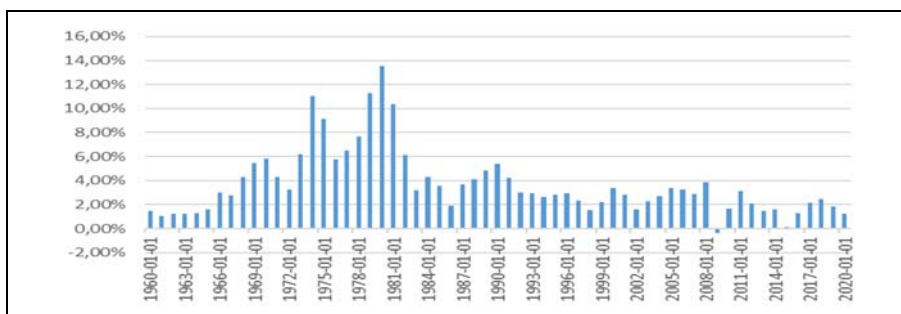
Fuente: Basado en información de Banco Mundial (2022)

La disminución de la tasa de interés hasta niveles cercanos a 0 % ha tenido resultados muy positivos sobre el nivel de inflación estadounidense, que para el año 2018 se situó en 2,2 %. A pesar de esto no se hace factible mantener las tasas de interés en niveles tan bajos durante largos

periodos de tiempo dado a que se llega a un momento en el que existe un alto riesgo de sobrecalentamiento de la economía.

En la ilustración 16 se observa que en el año 2011 la inflación llegó a 3,5 % y, a pesar que las grandes consecuencias estuvieron relacionadas en el sector bancario y financiero, estos efectos lograron expandirse a los demás sectores de la economía. Finalizando el año 2009, el nivel de desocupación alcanzó 10 % y para 2012 y 2013 esta situación del mercado laboral comenzó a ser una de las situaciones de mayor relevancia para la FED, dado los signos de mejora en cuanto al nivel de actividad ya comenzaba a realizar aportes a la creación de empleo (Banco Mundial, 2022).

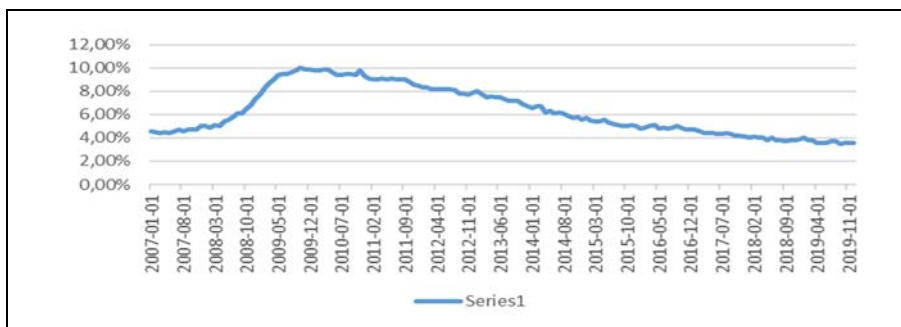
Ilustración 16: Variación índice de inflación en Estados Unidos



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

Sin embargo, los niveles de desempleo continuaban en niveles cercanos a 8 % pero, gracias al impulso generado por el QE, la tasa de desempleo se ha visto reducida hasta llegar a valores cercanos a 4 % para el año 2018 (Banco Mundial, 2022), como se expone en la ilustración 17.

Ilustración 17: Tasa de desempleo en Estados Unidos



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

4. Análisis: consecuencias y perspectivas

4.1 Procesamiento y análisis de datos

1) Efectos económicos de QE

Estados Unidos implementó una política de expansión monetaria conocida como *quantitative easing* (QE). Esta política ha sido ampliamente aceptada como una herramienta que ha facilitado la recuperación económica global después de la crisis financiera de 2008, aunque también ha generado controversias debido a que no todos sus efectos pueden considerarse positivos. Uno de los principales efectos del QE es la disminución de la tasa de interés, que ha alcanzado niveles cercanos a cero. Esta medida teóricamente genera efectos inmediatos y promueve la reactivación económica al motivar a los bancos a otorgar créditos a menor costo, aumentando así el consumo privado. Sin embargo, algunos economistas argumentan que la disminución de la tasa de interés puede generar una inflación de activos financieros y una posible burbuja especulativa en algunos sectores de la economía.

Además, otros efectos del QE incluyen el aumento de los precios de los activos financieros y la reducción del valor del dólar en los mercados internacionales. Estos factores pueden tener consecuencias negativas en la economía real, como el aumento de los precios de los bienes y servicios importados. En cuanto al ámbito político, el QE puede generar tensiones y desacuerdos entre los países debido a los efectos de la política monetaria en las tasas de cambio y en el comercio internacional. También puede aumentar la polarización política en el país al beneficiar a ciertos grupos económicos en detrimento de otros.

En definitiva, el impacto general del QE en la economía y la política de Estados Unidos es un tema de controversia y debate. Mientras que algunos argumentan que esta política es necesaria para estimular la economía y promover la recuperación, otros señalan que sus efectos pueden generar consecuencias negativas en la economía real y aumentar las tensiones políticas a nivel nacional e internacional.

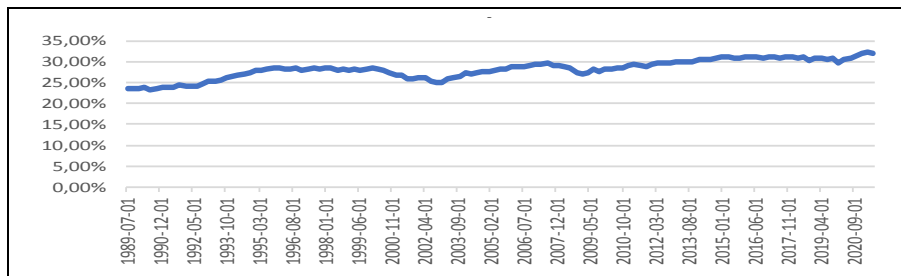
En resumen, la expansión monetaria en Estados Unidos en 2020 tuvo como objetivo estimular la economía y prevenir una recesión prolongada, pero también tuvo efectos negativos, como la alteración en el mercado de renta fija y la devaluación de las monedas locales. Los expertos continúan discutiendo los efectos a largo plazo de estas medidas y cómo afectarán la economía de Estados Unidos y del mundo en general.

En un lapso de tiempo determinado, el dólar estadounidense ha sufrido una depreciación de 13,2 %, mientras que la corona sueca ha experimentado una depreciación de 7,8 % respecto al euro. Es importante destacar que una devaluación de la moneda puede tener efectos positivos si la FED busca aumentar el nivel general de precios y provocar inflación, ya que esto hace que las importaciones sean más costosas. Por otro lado, la disminución de las tasas de interés conduce a un aumento en el precio de los bonos gubernamentales, lo que significa que los inversores deben gastar más para adquirir una mayor cantidad de bonos. Este hecho puede llevar a los inversores a escapar del mercado de renta fija y dirigirse al mercado de valores en busca de mayores retornos.

Llevar adelante la implementación de políticas de expansión por parte de los bancos centrales implica que a ciertos sectores de la sociedad se les beneficiará en detrimento de otros, es decir, pueden aumentar las situaciones donde exista desigualdad entre clases sociales. Esto es

así debido al efecto inflacionario en el precio de los activos financieros lo que favorece a estratos sociales más altos que se ven más enriquecidos teniendo en cuenta que el valor de sus activos se ha potenciado. En la ilustración 18 se expone lo antes comentado:

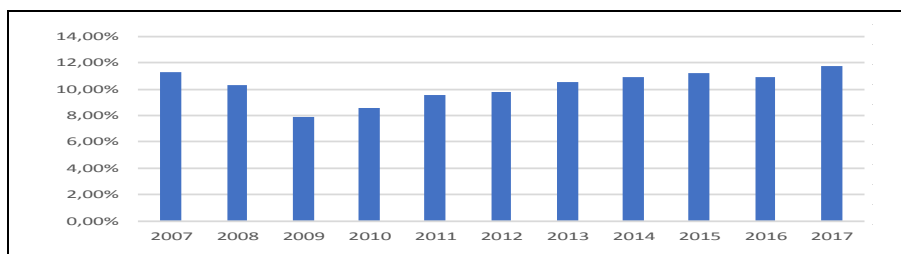
Ilustración 18: Participación del patrimonio neto total en poder del 1 % superior (Percentiles de riqueza 99 y 100)



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

Por otro lado, es el mismo Estado que también se ve beneficiado dado que logra recaudar un alto porcentaje de esas ganancias por el incremento del valor de los activos por medio de impuestos que gravan la plusvalía generada. Mientras que, por otro lado, el sector menos beneficiado se encuentra conformado por los ahorradores, que por lo general se trata del estrato de la población perteneciente a la clase media. En la ilustración 19 se expone el incremento en la recaudación impositiva en términos del Producto Bruto Interno del país.

Ilustración 19: Recaudación impositiva de Estados Unidos (% de PIB del país)



Fuente: Basado en información de Banco Mundial (2022)

El sector antes mencionado se ha visto perjudicado al ver como su posición económica se ve debilitada, lo que implica que para sostener un determinado objetivo de vida se ven obligados en incrementar aún más sus ahorros. Este nivel de desigualdad provoca un descontento esperable por parte de los estratos sociales afectados donde las clases sociales de niveles medios y bajos consideran que gran parte de la riqueza generada no es más que fruto de la sola especulación con activos financieros.

2) Consecuencias del tapering

En 2013, el exrepresentante de la Reserva Federal, Ben Bernanke, anunció el comienzo del *tapering*, lo que provocó un pánico entre los inversores y una disminución significativa en las

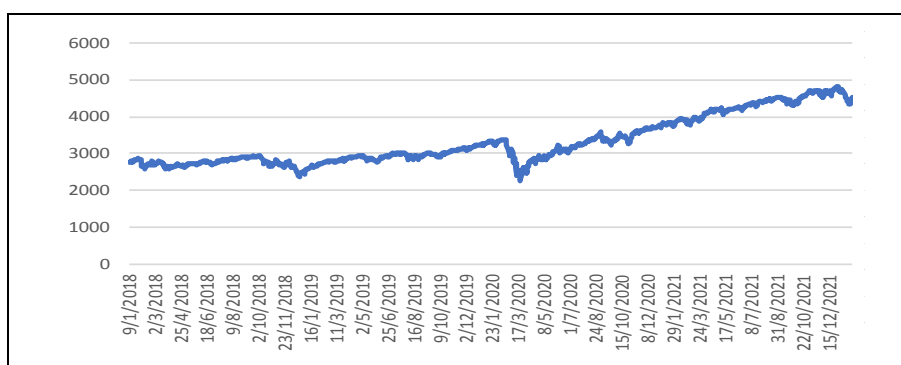
expectativas de ingresos económicos. Los inversores comenzaron a retirar su dinero del mercado de renta fija estadounidense y se produjo un aumento drástico en las tasas de interés (lo que se denominó *taper tantrum*). Sin embargo, los inversores pronto se dieron cuenta de que habían reaccionado exageradamente y que no había razón para generar tanta incertidumbre, por lo que el mercado volvió gradualmente a la normalidad.

La Reserva Federal fue el banco central más avanzado en poner fin al proceso de expansión, y en 2013 tomó la decisión de detener una política que no podía continuar indefinidamente. La FED se centró en obtener beneficios de una economía sólida, medida por el nivel de empleo, para comenzar a poner fin al proceso de QE. En la ilustración 17 se observó que existía una disminución en la tasa de desempleo de 2006 a 2013, pasando de 10 % a 7,5 % en 2013.

La Reserva Federal busca revertir lo que se ha generado con el efecto de las bajas tasas, que es que los inversionistas no adquieren títulos de deuda del gobierno ni tampoco destinan fondos para adquirir moneda local, debido a los mínimos niveles de retorno obtenidos.

Desde el año 2007 hasta el presente, los inversores han dirigido sus fondos al mercado accionario, tal como muestra la ilustración 20, donde se expone la evolución del índice S&P 500, haciendo que el mercado bursátil estadounidense no haya parado de crecer y como ya se ha comentado esto ha logrado que la moneda americana se haya depreciado de manera fuerte ante otras divisas, particularmente ante el euro. Tras la finalización del QE es de esperar que los inversores retornen sus inversiones al mercado de renta fija y a la moneda estadounidense.

Ilustración 20: Standard & Poor's 500



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

A pesar de lo antes comentado, con las tasas de interés en niveles mínimos, el mercado de la renta fija no resultaba lo suficientemente atractivo, pero con el fin del QE es de esperar la suba de los mismos por lo que el valor que se debe desembolsar para adquirir los bonos disminuirá. En este contexto para cualquier inversor no existía sentido para ingresar en el mercado dado que se encontraban en la espera de la suba de las tasas, así el retorno de los bonos será mucho más atractivo.

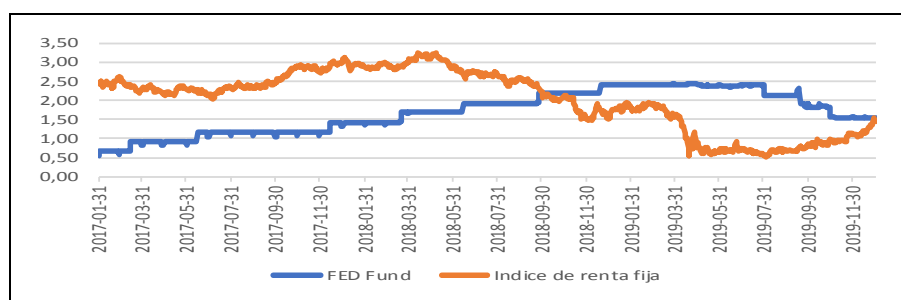
En lo que respecta a la moneda de EE. UU, era de esperarse, que debido al incremento de las tasas la valoración del dólar se fortalezca y, sobre todo, la expectativa se encontraba en que se aprecie, especialmente contra divisas de países considerados emergentes que son aquellos países que se encontraban recibiendo el flujo de capital que Estados Unidos esperaba recibir. La volatilidad es otro factor clave en los mercados dado que los inversores al detectar incertidumbre con respecto al final del *quantitative easing*, y, sobre todo, con el incremento de las

tasas, inclinan su inversión en otros activos como es el caso de commodities o el sector inmobiliario en busca de un resguardo de sus inversiones

3) Perspectivas inflacionarias

Los motivos que se encuentra en este incremento de las tasas se deben a que la actividad económica ya mostraba ser más sólida y ante el repunte de la inflación de este momento. Lo cual permite suponer un comportamiento similar proyectado para los próximos dos años 2022 y 2023.

Ilustración 21: Evolución del precio de la renta fija global contra tasas de referencia



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

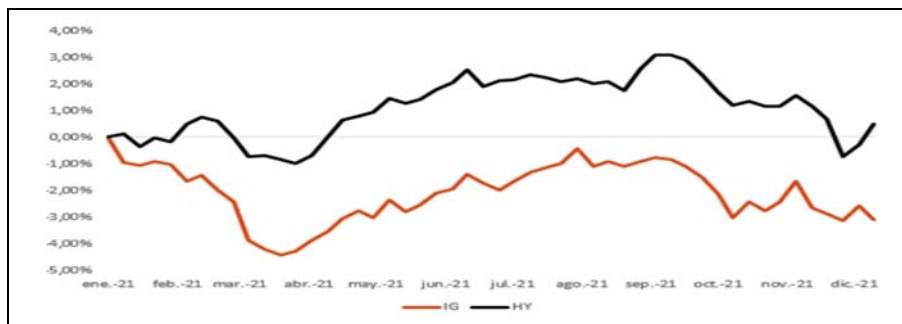
Como se observa en la ilustración el índice de renta fija durante el año 2017 y 2018 tuvo un incremento en su valor durante este plazo con respecto a los FED Funds durante el mismo periodo. A finales del año 2016 la expectativa de los mercados era de un incremento de las tasas de interés por parte de la FED, esta generó una presión sobre las tasas de referencia y en consecuencia tuvo efectos en el valor de los bonos. Para cuando se hizo efectivo el incremento de manera escalonada por parte de la autoridad monetaria se profundizó este impacto, por lo que es posible esperar para 2022 dos incrementos de la tasa y por lo menos tres en 2023 (Yosovitch, 2022).

Comentado esta situación, es necesario remarcar que la variable de mayor relevancia que marca el ritmo y la determinación de la medida de la FED es la inflación. En función a los valores asumidos por esta la entidad monetaria se verá ante una mayor urgencia, o no, para retirar los estímulos monetarios. Como se ha mencionado en otros apartados los valores reportados refieren a uno de los registros de inflación más elevado de la historia de EE.UU. desde 1982 y la evolución de esta variable permitirá establecer por parte de la autoridad monetaria las medidas a seguir. El comportamiento de variables tanto reales como monetarias colocará a los inversores ante la elección de como distribuir sus inversiones entre instrumentos de una mayor o menor calidad crediticia dado que un escenario donde exista liquidez y una recuperación continuada durante el año 2022 favorece a activos de mayor rendimiento.

En caso de darse lo contrario, que exista una contracción en la liquidez y eventuales incrementos en la tasa de interés de referencia, el impacto se observará en el ritmo de la actividad económica y en los costos de financiamiento de las empresas. Esta situación invitaría a los inversores a instrumentos de alta calidad crediticia como un refugio ante la posible volatilidad. En la ilustración puede observarse que el comportamiento del índice de rendimiento total que

por sus siglas en ingles se grafica como HY, High Yield, durante buena parte del año 2021 tuvo mayor rendimiento que para lo acumulado para la renta fija de grado de inversión IG.

Ilustración 22: Evolución de los retornos acumulados para la renta fija

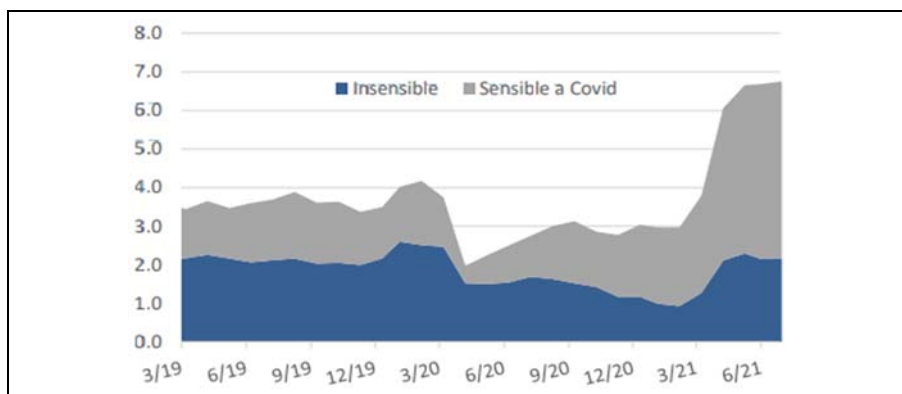


Fuente: Basado en Puento View (2021)

Esto no hace más que graficar el comportamiento de los inversores al inclinarse hacia activos de mayor rendimiento en épocas de liquidez por sobre los activos menos riesgosos. Esta tendencia comienza a revertirse entre noviembre y diciembre cuando ya se conoce las intenciones de la FED. La incertidumbre de la actualidad beneficia, en términos generales, a instrumentos de grado de inversión y con duraciones cortas, siendo menos sensibles a cambios en las variables ya comentadas. Esto trae consigo que los sectores o instrumentos que se verán mayormente favorecidos son los de renta fija con una gestión activa.

Esta gestión refiere a que los inversores verán como buenos prospectos a instrumentos donde el manejo de plazos y flexibilidad para hacerse de oportunidades en sectores claves siendo en este escenario relevante mantener el capital o incluso lograr generar retornos. Los diferentes indicadores en los precios de EE.UU. sugieren que los niveles de inflación son sostenidos. Lo destacable de esta situación corresponde a que estos elevados niveles de inflación tienen correspondencia con una presión de manera decreciente de los costos que se encuentran asociados a la crisis sanitaria. En la siguiente ilustración es posible observar en el gráfico de la ilustración 23 una segmentación de fuentes de carácter inflacionario según sea más o menos sensibles a los efectos de la pandemia, confirmando una menor incidencia de los primeros últimos meses de 2021.

Ilustración 23: Fuentes de inflación. Sensibilidad al covid-19

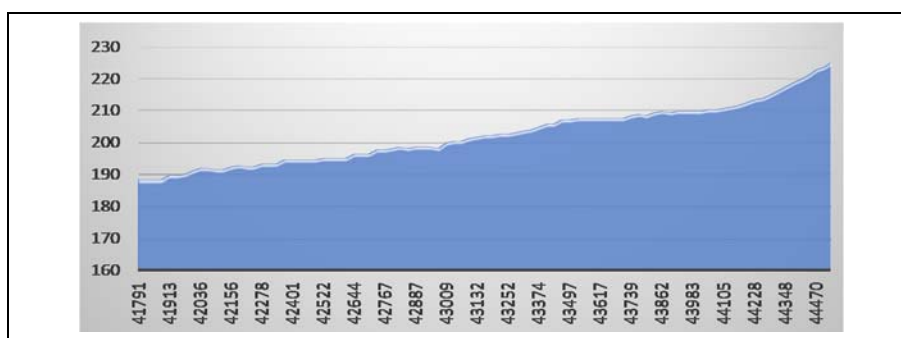


Fuente: Basado en FED San Francisco (2020)

A esto se le puede agregar que los demás precios de la economía con es el caso de alquileres, educación, recreación convergen a una normalidad con respecto a la incidencia de la crisis sanitaria. Esta dinámica que mantiene la inflación genera preocupación por parte de los mercados dado que en algunos casos se compara con la situación vivida en los años 60 si bien resulta exagerado de considerar (CMF, 2021), si bien la fuerte recuperación de la economía y las restricciones que todavía se observan en la oferta anticipan que el escenario inflacionario no resulta transitorio.

En la ilustración es posible ver el comportamiento de la inflación de la economía de EE.UU., los precios mayoristas reflejan dicho escenario de precios, el precio del productor sin considerar alimentos y energía ha tenido un crecimiento anual de 6,8 %.

Ilustración 24: Precios productor, excluyendo alimentos y energía



Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

Hasta el momento los costos relacionados al empleo siguen mostrando resiliencia, pero el incremento en los salarios agrega una dimensión diferente al fenómeno inflacionario de EE.UU. dado que el ingreso por hora muestra un incremento elevado con respecto al último año. En este sentido, la oferta de puestos trabajo muestra un récord mientras que negocios medios señalan que existe una dificultad para conseguir nuevos empleados, situación común para periodos donde se sale de una crisis y donde las habilidades de los nuevos candidatos son diferentes a las ofrecidas (CMF, 2021).

En línea con esto, el seguimiento que realiza la FED de Atlanta indica que las remuneraciones de los trabajadores sin especialización se incrementan en 3,7 % anual (FED Atlanta, 2022a) siendo la mayor tasa desde la crisis del 2008. Una mayor remuneración para aquellos trabajadores que poseen habilidades básicas parece un hecho inevitable y lo normal sería lograr agilizar la oferta de trabajo, lo que no representaría una desestabilización sino más bien una estabilización dado que ayuda a moderar el consumo sacándole la presión a la suba de precios sostenida.

Si bien la versión oficial que ofrece la FED en donde se diagnostica que la inflación es un fenómeno transitorio parece estar en lo correcto, los riesgos de cierta permanencia no debe descartarse ni ser subestimados, si bien los objetivos reformulados con el valor promedio que esta suma le da margen de maniobra a la entidad monetaria. La reciente decisión de desacelerar y disminuir las compras de bonos parece ser la señal de prudencia que envía la entidad. Este anuncio no necesariamente implica que exista un contraste con la transitoriedad de la inflación, pero si permite confirmar que la FED le presta la suficiente atención. Una mayor disminución en las compras de bonos seguirá atado a la evolución del mercado laboral.

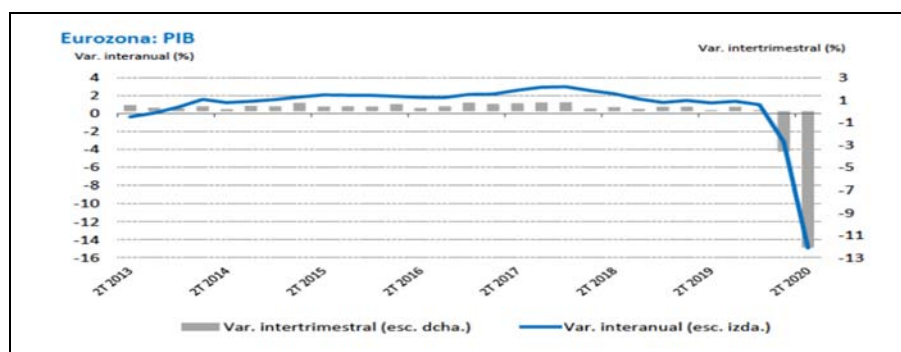
4.2 Defectos y riesgos del *tapering*: Experiencia internacional

El *tapering*, como estrategia de reducción gradual de estímulos por parte de los bancos centrales, implica riesgos y presenta algunos defectos que deben ser considerados. Este enfoque se adopta cuando los bancos centrales consideran que ya no es necesario seguir garantizando el estímulo de la economía, por lo que anuncian el fin de este tipo de política monetaria. Sin embargo, es importante destacar que esta decisión no está exenta de complicaciones (Rambla Marco, 2020). Una de las principales preocupaciones con respecto al *tapering* es su impacto en los tipos de interés de referencia. Estas políticas de *tapering* están directamente enfocadas en los tipos de interés, y los bancos centrales deben gestionar cuidadosamente las expectativas sobre estos tipos de interés en el futuro próximo. Esto es crucial para que los agentes económicos puedan realizar inversiones informadas a medio y largo plazo.

Si nos centramos en la experiencia internacional, particularmente en Europa, el Banco Central Europeo (BCE) ha adoptado un enfoque gradual y constante en la implementación de medidas de *quantitative easing* (QE). Han sido cuidadosos en la comunicación y han tomado medidas de manera constante para mantener un equilibrio en los mercados y evitar reacciones bruscas ante posibles shocks económicos. Este enfoque gradual ha permitido que la transición hacia el *tapering* sea más fluida (Rambla Marco, 2020). Sin embargo, a pesar de los esfuerzos por mantener una transición suave, existen riesgos asociados al *tapering*. Uno de ellos es la posibilidad de una reacción negativa en los mercados financieros. La reducción gradual de los estímulos puede generar volatilidad y desencadenar caídas en los precios de los activos financieros. Esto puede afectar tanto a los inversores como a las empresas que dependen de la financiación a través de los mercados de capital.

Además, otro riesgo importante es el potencial impacto en la economía real. Si el *tapering* se lleva a cabo de manera brusca o prematura, podría afectar negativamente la recuperación económica al disminuir la liquidez en el sistema financiero. Esto podría limitar el acceso al crédito y frenar la inversión y el crecimiento económico. Aunque el *tapering* busca ser una estrategia para reducir gradualmente los estímulos y normalizar la política monetaria, presenta riesgos y defectos que deben ser considerados. La gestión cuidadosa de los tipos de interés, la comunicación clara por parte de los bancos centrales y una transición suave son elementos clave para minimizar los impactos negativos en los mercados financieros y en la economía real. Sin embargo, se debe estar preparado para posibles reacciones adversas y adoptar medidas adecuadas para mitigar los riesgos asociados al *tapering* (Rambla Marco, 2020).

Ilustración 25: Evolución PIB Eurozona desde el segundo trimestre de 2013



Fuente: Basado en Rambla Marco (2020)

En el contexto europeo se ha evidenciado un crecimiento económico desde el año 2014, especialmente después de la implementación de programas como la *quantitative easing* (QE) en 2014. Sin embargo, el crecimiento ha experimentado una ralentización en los últimos años, agravada por la actual situación de pandemia (Rambla Marco, 2020).

Aunque la QE ha contribuido al crecimiento económico en Europa, el *tapering* puede generar ciertos desafíos. Uno de los principales defectos es la posibilidad de una desaceleración económica más pronunciada, como se ha pronosticado para el año 2020 debido al impacto de la pandemia. Se estima una caída significativa del Producto Interno Bruto (PIB) europeo, alcanzando 7 %, lo cual refleja los efectos negativos de la crisis sanitaria en la actividad económica. Otro riesgo asociado al *tapering* es la volatilidad en los mercados financieros. La reducción gradual de los estímulos puede generar incertidumbre entre los inversores, lo que se refleja en una mayor fluctuación de los precios de los activos financieros. Esta volatilidad puede afectar la confianza de los agentes económicos, lo que a su vez puede restringir el acceso al crédito y limitar las inversiones (Rambla Marco, 2020).

Además, el *tapering* puede tener implicaciones en los tipos de interés. A medida que se reduce el estímulo monetario, los bancos centrales pueden ajustar al alza las tasas de interés, lo cual puede encarecer el acceso al crédito para empresas y consumidores. Esto puede impactar negativamente en la inversión y el consumo, ralentizando el crecimiento económico. Es importante mencionar que la comunicación y la gestión de expectativas son aspectos cruciales en el *tapering*. Los bancos centrales deben llevar a cabo una comunicación clara y transparente para evitar sorpresas en los mercados y minimizar los riesgos de reacciones bruscas. Además, es fundamental considerar el contexto económico y adoptar medidas adecuadas de política monetaria para mitigar los efectos adversos del *tapering* (Rambla Marco, 2020).

El *tapering* como estrategia de reducción gradual de los estímulos monetarios presenta defectos y riesgos en la experiencia internacional. Estos incluyen una posible desaceleración económica, volatilidad en los mercados financieros, ajustes en los tipos de interés y la necesidad de una comunicación efectiva por parte de los bancos centrales. Para minimizar los impactos negativos, es necesario implementar políticas adecuadas, considerando el contexto económico y gestionando de manera cuidadosa las expectativas de los agentes económicos.

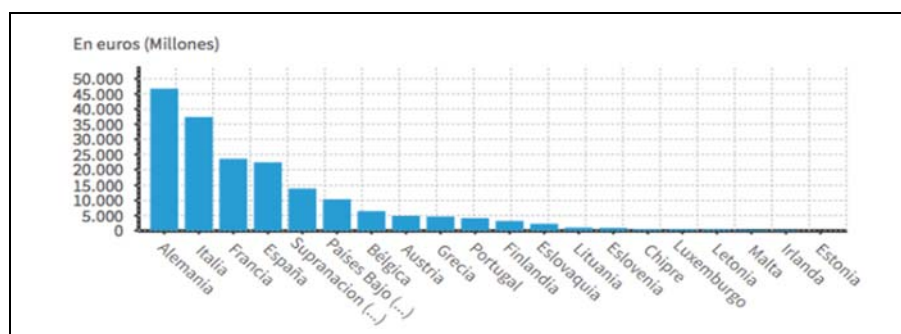
La experiencia internacional en relación al *tapering* ha revelado diversos defectos y riesgos en su implementación. En el caso del Banco Central Europeo (BCE), se anunció el inicio del *tapering* en 2017, reduciendo progresivamente las compras mensuales de activos financieros. Inicialmente, las compras se redujeron de 80 mil millones de euros a 60 mil millones de euros al mes. Sin embargo, debido a los niveles de inflación, se pospuso la disminución de las compras en su totalidad. En enero de 2018, se anunció una segunda etapa del *tapering*, donde las compras mensuales se recortaron aún más, alcanzando los 30 mil millones de euros al mes. Además, se extendió inicialmente la duración del programa de *quantitative easing* (QE) hasta septiembre de ese mismo año. Sin embargo, el BCE se mostró flexible en su enfoque y mencionó la posibilidad de extender el programa si la economía europea mostraba señales de desaceleración (Rambla Marco, 2020).

Uno de los principales riesgos del *tapering* es el impacto en la economía y la inflación. Si la reducción de los estímulos monetarios se lleva a cabo de manera abrupta o inadecuada, podría generar una desaceleración económica más pronunciada. Además, la inflación puede ser un factor determinante en la toma de decisiones del BCE, ya que niveles bajos de inflación podrían retrasar o limitar la reducción de las compras de activos. Otro riesgo asociado al *tapering* es la

volatilidad en los mercados financieros. La reducción gradual de las compras de activos puede generar incertidumbre y expectativas entre los inversores, lo que se traduce en mayores fluctuaciones de precios y una potencial contracción del crédito. Esto puede afectar negativamente a las empresas y los consumidores, limitando la inversión y el consumo (Rambla Marco, 2020).

Asimismo, el *tapering* puede tener consecuencias en los tipos de interés. A medida que los estímulos monetarios se reducen, los bancos centrales pueden optar por aumentar las tasas de interés para mantener la estabilidad económica. Sin embargo, esto puede encarecer el acceso al crédito y afectar la rentabilidad de las inversiones, lo que puede impactar negativamente en la actividad económica. La experiencia internacional en relación al *tapering* ha revelado defectos y riesgos en su aplicación. El BCE ha adoptado un enfoque gradual y flexible en su estrategia de reducción de estímulos, considerando tanto el contexto económico como los niveles de inflación. Sin embargo, es importante tener en cuenta los posibles efectos negativos en la economía, la volatilidad de los mercados financieros y los ajustes en los tipos de interés. Una gestión cuidadosa y una comunicación clara por parte de los bancos centrales son fundamentales para minimizar los riesgos asociados al *tapering* y mantener la estabilidad económica (Rambla Marco, 2020).

Ilustración 26: Programa PEPP entre marzo y mayo de 2020



Fuente: Basado en Rambla Marco (2020)

Por otro lado, teniendo en cuenta la tasa de interés considerando la renta fija, es posible analizar cómo ha evolucionado el mercado de renta fija en términos de tasas, podemos tomar como ejemplo el mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos. Durante el período de *tapering*, es decir, la reducción gradual de las compras de activos por parte de la Reserva Federal, se observaron cambios significativos en las tasas de interés de estos bonos. En general, se esperaba que el *tapering* tuviera un impacto alcista en las tasas de interés de los bonos del Tesoro, ya que implicaba una disminución en la demanda de estos activos por parte de la Reserva Federal. A medida que se reducían las compras de bonos, los inversores comenzaron a exigir mayores rendimientos para compensar el menor respaldo de compra por parte del banco central (Punto View, 2022).

En el caso específico de los bonos del Tesoro a largo plazo, se observó un aumento en sus tasas de interés. Los bonos a 10 años, por ejemplo, experimentaron un incremento gradual en sus rendimientos a medida que avanzaba el proceso de *tapering*. Esto se debió a que los inversores exigían una mayor compensación por la incertidumbre y el riesgo asociados con la disminución de la intervención de la Reserva Federal en el mercado.

Por otro lado, los bonos a corto plazo, como los bonos a 2 años, también fueron afectados, aunque en menor medida. Estos bonos están más influenciados por las decisiones de política monetaria de corto plazo de la Reserva Federal, como los cambios en las tasas de interés de referencia. A medida que el banco central indicaba un enfoque más restrictivo en su política, las tasas de interés de los bonos a corto plazo también experimentaron aumentos. Es importante destacar que la evolución de las tasas de interés en el mercado de renta fija durante el *tapering* no fue lineal. Hubo momentos de mayor volatilidad y reajustes bruscos en las tasas debido a eventos o comunicaciones específicas de la Reserva Federal. Por ejemplo, los discursos de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto o los datos económicos relevantes podían influir en las expectativas de los inversores y generar movimientos rápidos en las tasas (Puente View, 2022).

Durante el período de *tapering*, el mercado de renta fija experimentó cambios en las tasas de interés de los bonos del Tesoro. En general, se observó un aumento en las tasas a medida que se reducían las compras de activos por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, la evolución de las tasas no fue uniforme y estuvo sujeta a la volatilidad y los eventos específicos del mercado. Los inversores estuvieron atentos a las decisiones de política monetaria y a los datos económicos para ajustar sus expectativas y tomar decisiones de inversión informadas.

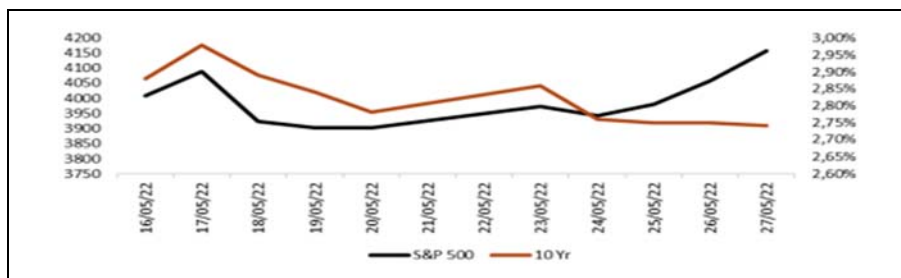
El análisis de la renta fija y los rendimientos de los instrumentos de mayor seguridad puede proporcionar una visión sobre el sentimiento de los inversores hacia otros activos financieros. En términos teóricos, un aumento en el apetito por el riesgo suele llevar a los inversores a alejarse de los instrumentos más seguros, lo que puede impactar en sus precios y generar un incremento en los rendimientos asociados.

Al observar el desempeño del índice S&P 500 en comparación con los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, se puede analizar cómo ha evolucionado el mercado de renta fija en términos de tasas. Para este ejemplo, se examinan las dos semanas previas a la actual. Si el índice S&P 500 muestra un rendimiento positivo y una tendencia alcista, esto podría indicar un mayor apetito por el riesgo por parte de los inversores. En este caso, es probable que se observe una disminución en la demanda de bonos del Tesoro, lo que podría resultar en un aumento de los rendimientos de estos instrumentos (Puente View, 2022).

Por otro lado, si el índice S&P 500 presenta un rendimiento negativo o una tendencia bajista, los inversores podrían buscar refugio en activos más seguros, como los bonos del Tesoro. Esto podría generar una mayor demanda de bonos y, en consecuencia, una disminución en sus rendimientos. Es importante tener en cuenta que los movimientos en el mercado de renta fija no solo están influenciados por el rendimiento de los bonos del Tesoro, sino también por una variedad de factores económicos y financieros. Eventos como decisiones de política monetaria, datos económicos relevantes o crisis financieras pueden tener un impacto significativo en las tasas de interés de los bonos y, por lo tanto, en el mercado de renta fija en general (Puente View, 2022).

El análisis de la renta fija y los rendimientos de los bonos del Tesoro puede proporcionar una perspectiva sobre el sentimiento de los inversores y la evolución del mercado en términos de tasas. El comportamiento del índice S&P 500 puede influir en la demanda de bonos y, en consecuencia, en los rendimientos. Sin embargo, es importante considerar que los movimientos en el mercado de renta fija son multifactoriales y están sujetos a una amplia gama de variables económicas y financieras.

Ilustración 26: Índice S&P 500 y rendimiento (Yield) de los bonos a 10 años



Fuente: Basado en Puente View (2022)

Al analizar la evolución del mercado de renta fija en términos de tasas para el ejemplo planteado, se puede observar que las curvas de rendimiento se movieron en la misma dirección hasta el 24 de mayo, momento en el que se inició una tendencia alcista de corto plazo en el índice de renta variable. En este contexto, es interesante notar la estabilidad e incluso el descenso en el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años. Esto sugiere que los inversores aún carecen de certezas respecto al inicio de la recuperación de mediano plazo y siguen optando por posiciones en activos considerados libres de riesgo de crédito. Esta cautela refleja la incertidumbre que persiste en cuanto a la volatilidad esperada en el corto plazo, lo que lleva a mantener inversiones más conservadoras (Puente View, 2022).

La estabilidad en el rendimiento de los bonos del Tesoro puede interpretarse como una señal de que los inversores prefieren mantener activos seguros en lugar de asumir riesgos adicionales en un entorno incierto. A medida que se esperan noticias económicas y políticas que puedan influir en el mercado, los inversores tienden a buscar refugio en bonos gubernamentales, lo que limita la demanda de otros activos de mayor riesgo y mantiene las tasas de interés en niveles relativamente bajos. Es importante tener en cuenta que la evolución del mercado de renta fija está sujeta a una serie de factores, como las políticas monetarias, los datos económicos, los eventos geopolíticos y las expectativas de inflación. Estos elementos pueden influir en las decisiones de los inversores y generar cambios en las tasas de interés de los bonos (Puente View, 2022).

La evolución del mercado de renta fija en términos de tasas refleja la preferencia de los inversores por activos seguros en momentos de incertidumbre. La estabilidad en el rendimiento de los bonos del Tesoro indica que los inversores aún no tienen claridad sobre la recuperación a mediano plazo y optan por inversiones más conservadoras. La cautela persiste debido a la incertidumbre en cuanto a la volatilidad esperada en el corto plazo, lo que impulsa la demanda de bonos gubernamentales y mantiene las tasas en niveles bajos. No obstante, es importante monitorear los factores económicos y políticos que pueden influir en el mercado de renta fija y generar cambios en las tasas de interés (Puente View, 2022).

5. Resultados

Parece ser inevitable que los trabajadores con habilidades básicas obtengan una mayor remuneración. Para lograr una estabilización en el mercado laboral, se necesita una oferta de

trabajo más ágil, lo cual no desestabilizaría la economía, sino que la estabilizaría al reducir la presión inflacionaria. Esto se debe a que el aumento de la oferta de trabajo reduciría los salarios, lo que a su vez moderaría el consumo y la suba de precios sostenida. La mejora de la oferta de trabajo puede tener efectos positivos sobre la estabilidad de la economía al reducir la presión inflacionaria y moderar el consumo. Además, un aumento en la remuneración de los trabajadores con habilidades básicas parece ser un cambio necesario en el mercado laboral.

Aunque la postura oficial de la FED de que la inflación es un fenómeno temporal parece ser acertada, es importante no descartar ni subestimar los riesgos de que pueda persistir en el futuro. Por otro lado, los objetivos reformulados con la suma de valores promedio pueden brindar cierto margen de acción a la entidad monetaria en caso de que sea necesario ajustar su política económica.

La decisión de desacelerar y disminuir las compras de bonos parecía ser la señal de prudencia que enviaba la entidad. Este anuncio no necesariamente implicaba que exista un contraste con la transitoriedad de la inflación, pero sí permitió confirmar que la FED le presta la suficiente atención. Una mayor disminución en las compras de bonos seguirá atado a la evolución del mercado laboral.

Ilustración 27: Impacto del recorte de Bonos

Compras mensuales	Repo Rev. 90%	Repo Rev. 75%	Repo Rev. 50%
15/12/2021	105	78,75	52,5
15/01/2022	90	67,5	45
15/02/2022	75	56,25	37,5
15/03/2022	60	45	30
15/04/2022	45	33,75	22,5
15/05/2022	30	22,5	15
15/06/2022	15	11,25	7,5
Total	420	315	210

Fuente: Basado en información de CMF (2021)

En la tabla se busca describir el efecto del recorte de USD 15 mil millones en las recompras mensuales sobre las condiciones monetarias. Se espera que la reducción inmediata del monto de recompra sea de 12,5 % y que este instrumento cuantitativo llegue a su fin en el segundo trimestre del año 2022, manteniendo así una expectativa de valor promedio. Las operaciones de recompra, también conocidas como *repos*, son políticas relevantes ya que pueden amplificar el impacto del ajuste monetario final.

Algunos expertos predecían que el primer aumento de las tasas de interés se producirá a finales de 2021, mientras que otros proponen que se realizará a principios de 2022 situaciones que terminaron ocurriendo dado que marzo del año 2022 se dio el primer incremento en 0.25 puntos para completar siete incrementos de tasa durante todo el año 2022 para culminar el año con una tasa de interés equivalente a 4,25 %, llegando a asumir un valor a marzo del año 2023 de 4,75 %.

Se puede comprender que la FED se mostrara pasiva en su accionar debido a la recuperación parcial del empleo y al exceso de ahorro a nivel global, lo que limita el potencial para subir las tasas de interés y da lugar a una disminución en las tasas reales. Ante este escenario, la autoridad

monetaria tenía pocas opciones para actuar. Además, existen dudas sobre la recuperación económica debido a los riesgos asociados al resurgimiento de la pandemia, lo que también influye en la comprensión de las tasas a largo plazo en un contexto de inflación en aumento.

El resultado de esto es una caída de las tasas reales de medio de una recuperación económica sostenida. Estos bajos niveles en variables reales y nominales permiten dar justificación a niveles elevados de diferentes coeficientes accionarios como el caso particular de la ratio P/E.

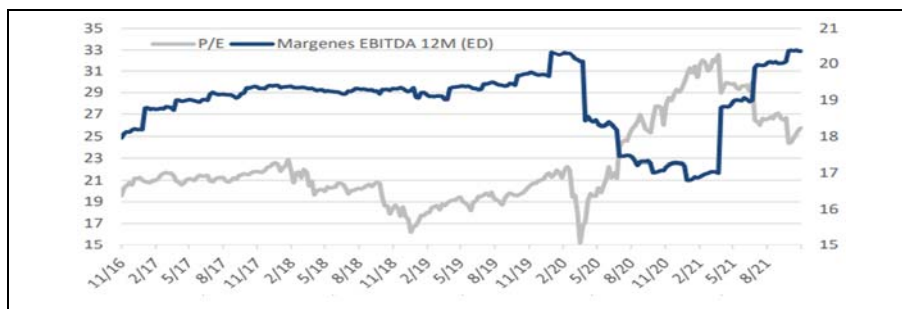
Ilustración 28: Tasas reales y acciones



Fuente: Basado en información de CMF (2021)

La figura ilustrativa muestra la correlación existente entre las tasas y los rendimientos de los mercados. El liderazgo de empresas tecnológicas o comerciales ha permitido justificar los aumentos en la valoración de las compañías y garantizar su permanencia en el mercado. El buen desempeño financiero de estas empresas ha generado un optimismo en cuanto al crecimiento económico, superando las expectativas previas y generando retornos positivos en las corporaciones. Es previsible que la mejora en los mercados sea consecuencia directa de estos factores. En los reportes de diferentes analistas se puede observar una recuperación de carácter extraordinario en la economía lo que posiciona algunas ratios utilizadas para el análisis fundamental en una tendencia favorable luego de una corta interrupción.

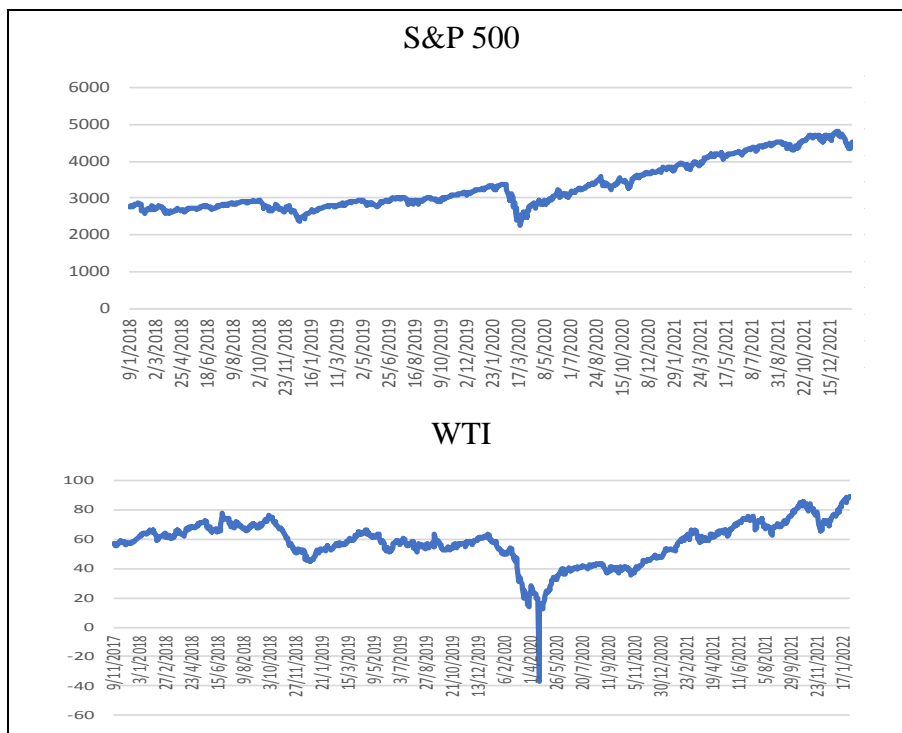
Ilustración 29: Resultados corporativos



Fuente: Basado en información de CMF (2021)

El hecho de que los buenos resultados de las empresas, en gran medida se explican por el aumento de los márgenes presupone que se está cerca del pico de ganancias, es decir, se debe a la exitosa recuperación de las empresas líderes que lograron incrementar sus beneficios luego del shock de la crisis sanitaria. Otro elemento que ha realizado una gran contribución para la recuperación de las acciones se debe al comportamiento de los commodities, y más en particular, el caso del petróleo. En la ilustración 20 se mostró la evolución del índice S&P 500. En la ilustración 30 se pone en relación con el precio de petróleo WTI.

Ilustración 30: Standard & Poor's 500 y precio petróleo WTI

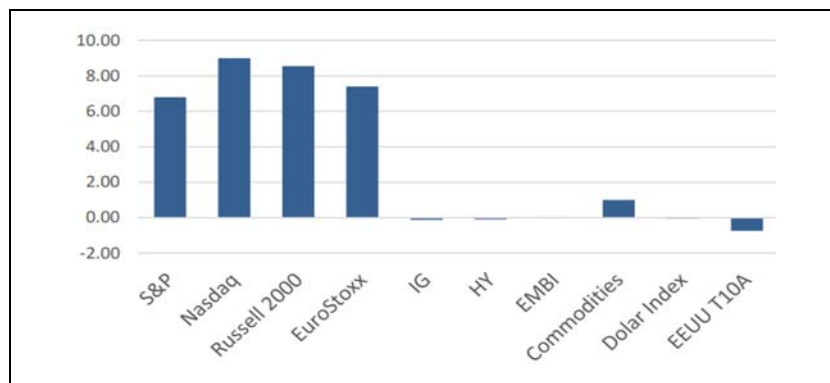


Fuente: Basado en información de Fred Economic Data (2022)

Este comportamiento es explicado por las empresas del sector energético, pero también, por el equilibrio general que ya se ha comentado, donde la inflación que sirve como una retroalimentación del precio de los bienes primarios no se refleja en altas tasas nominales, lo que constituye un escenario que promueve la revalorización de las acciones.

La manera en que el mercado del petróleo se comporta está estrechamente relacionada con la oferta y demanda del mismo, lo cual requiere un equilibrio que pueda ser alcanzado mediante un aumento en la producción. No obstante, existe un factor estructural como la descarbonización que puede tener un impacto en los precios de los combustibles. En este contexto, es importante analizar los rendimientos de los distintos activos financieros, donde el mercado de acciones es el que presenta un mejor desempeño, impulsado por los efectos inflacionarios que no se reflejan en las tasas de interés. Esto se puede visualizar en la ilustración 31.

Ilustración 31: Retornos dos primeros meses año 2021



Fuente: Basado en información de CMF (2021)

Las compañías del sector tecnológico lograron mantener un liderazgo muy claro, mientras que empresas consideradas medias que son las que componen el índice Russell 2000 presentaron un buen rendimiento. El otro conjunto de activos con grandes resultados como se ha comentado es los commodities los mismos sostenidos por las presiones en los precios y por la elevada liquidez.

Si las empresas no logran aumentar sus resultados y las tasas reales salen del terreno negativo, los precios de los activos, tanto de acciones como de bonos, deberían corregirse a la baja. Sin embargo, esta corrección no se produce en el corto plazo. Si se consolida una etapa de recuperación a nivel global, los activos cíclicos o los que representan valor deben tener una mejor perspectiva en comparación con los activos considerados defensivos o de crecimiento a largo plazo.

La elección de un activo se vuelve más compleja debido a la existencia de categorías amplias que combinan empresas consideradas de valor histórico con empresas de crecimiento excepcional. Es importante tener en cuenta aspectos macro y microeconómicos y tendencias de los activos para seleccionar los sectores más beneficiados. Los sectores que se espera que crezcan son el financiero, de la salud y la energía, ya que todavía tienen espacio para apreciarse en términos de valoración de mercado e inversiones. En el sector de la salud, existen condiciones favorables para tener un mayor mercado con una inversión sostenida en investigación y desarrollo. Con todo, elegir un activo en particular sigue siendo un desafío, pero considerando estos aspectos se pueden tomar decisiones informadas.

En una de las últimas reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto, realizada el 3 de noviembre de 2021, se anunció la implementación del *tapering*. La Reserva Federal tomó esta decisión debido a las preocupaciones que la inflación generaba, en contraposición al fortalecimiento sostenido del mercado laboral. Aunque en comunicaciones previas la FED sostenía que la inflación era un fenómeno transitorio, reconocía que estaba durando más de lo esperado y que su trayectoria futura era incierta.

Si se compara la situación actual con la de 2013, el balance de la Reserva Federal actualmente asciende a 8 billones de dólares, más del doble de su tamaño en diciembre de 2013, cuando ascendía a 3,7 billones de dólares. En ese entonces, el presidente de la FED Ben Bernanke inició un proceso gradual de reducción de la compra de activos, que se conoció como *tapering*. Además de la reducción de la acomodación monetaria, el *tapering* también es una

señal de que en el futuro las tasas de interés de la política monetaria serán más estrictas. En 2013, la combinación de la reducción en la compra de activos y la probabilidad de que se incrementen las tasas generó una gran volatilidad en los mercados, conocida como *taper tantrum*, que afectó a los bonos del Tesoro de EE.UU. y a los mercados internacionales de bonos. Por lo tanto, aunque el *tapering* busca mitigar el riesgo inflacionario, su implementación puede generar inestabilidad en los mercados financieros.

Es por esto que, la elección de activos financieros en el contexto del anuncio del *tapering* en 2021 se vuelve más compleja debido a las incertidumbres que este proceso genera en los mercados. Es fundamental considerar tanto los aspectos macro y microeconómicos como las tendencias de los activos para seleccionar los sectores más beneficiados y evitar riesgos innecesarios. A pesar de la volatilidad en los mercados, se espera que sectores como el financiero, la salud y la energía puedan crecer y apreciarse en términos de valoración y de inversiones, siempre y cuando se realice una evaluación cuidadosa de sus perspectivas a largo plazo.

Es importante tener en cuenta que, aunque elegir un activo específico sigue siendo un desafío, tomando en cuenta estos aspectos y manteniendo una estrategia de inversión diversificada, se pueden tomar decisiones informadas que minimicen el riesgo y maximicen las oportunidades de retorno en el largo plazo. Después del anuncio del *tapering* en 2021, se produjo una reacción en los activos financieros que tuvo un impacto significativo en los mercados. La incertidumbre generada por la reducción de la política monetaria de la FED afectó especialmente a los bonos del tesoro estadounidense, que experimentaron una caída en su precio y un aumento en sus tasas de interés. Al mismo tiempo, las acciones de empresas financieras, de salud y de energía tuvieron un rendimiento positivo, ya que se espera que estos sectores se beneficien de un mayor crecimiento económico.

Sin embargo, la reacción de los activos financieros puede ser variable y depender de múltiples factores, como las expectativas económicas, los eventos geopolíticos y la evolución de la pandemia de covid-19. Por lo tanto, es importante seguir de cerca la evolución de los mercados y mantenerse informado para tomar decisiones informadas en cuanto a la selección de activos y la gestión de cartera. Tras el anuncio del *tapering* por parte de la FED en 2021, se ha observado un cambio en las prácticas de gestión de activos financieros por parte de los inversores. Muchos inversores han comenzado a revisar sus estrategias de inversión y a buscar oportunidades en los mercados financieros.

Una de las prácticas que se ha vuelto más popular es la inversión en empresas del sector financiero, de la salud y la energía. Estos sectores se espera que crezcan y se aprecien en términos de valoración de mercado e inversiones. Además, en el sector de la salud, existen condiciones favorables para tener un mayor mercado con una inversión sostenida en investigación y desarrollo. Otra práctica común es la búsqueda de activos menos sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés, ya que se espera que la FED eleve las tasas en el futuro cercano. Los inversores están buscando activos financieros que sean menos vulnerables a las fluctuaciones de los tipos de interés, como los bonos corporativos y los bonos de alta calidad crediticia.

Además, muchos inversores han comenzado a reducir su exposición a los activos financieros más sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés, como los bonos del tesoro de EE.UU. Estos activos financieros son los más afectados por el aumento de los tipos de interés, lo que puede provocar una disminución en su valor. Otra práctica que se ha vuelto más común es la diversificación de la cartera de inversión. Los inversores están buscando una mayor diversificación para reducir su exposición a los riesgos específicos del mercado. Esto puede incluir la

diversificación de activos financieros, como la inversión en acciones de diferentes sectores, así como la diversificación geográfica, con la inversión en activos financieros en diferentes mercados internacionales.

En definitiva, tras el anuncio del *tapering* por parte de la FED en 2021, los inversores han comenzado a revisar sus estrategias de inversión y a buscar oportunidades en los mercados financieros. Las prácticas de gestión de activos financieros se han centrado en la inversión en sectores que se espera que crezcan, la búsqueda de activos menos sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés, la reducción de la exposición a los activos financieros más sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés y la diversificación de la cartera de inversión.

6. Conclusiones

El anuncio del *tapering* por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos generó una gran expectativa y volatilidad en los mercados financieros en el año 2021. La decisión de reducir las compras mensuales de activos por un total de 15 mil millones de dólares y la posibilidad de una futura subida en las tasas de interés tuvo un impacto significativo en la valoración de los activos financieros. En el corto plazo, el anuncio del *tapering* afectó a los mercados de renta fija, donde los bonos del Tesoro estadounidense y otros títulos de deuda experimentaron un aumento en las tasas de interés, lo que llevó a una caída en los precios de los bonos. Este efecto se extendió a nivel internacional, con un impacto negativo en los mercados de renta fija de otros países.

Por otro lado, en los mercados de renta variable, la reacción fue mixta. Las empresas tecnológicas y de crecimiento, que habían liderado el mercado durante gran parte del año, experimentaron una caída en su valoración debido a que las altas tasas de interés desalentaron la inversión en este tipo de empresas. Por el contrario, las empresas cíclicas y de valor, como las del sector financiero y energético, experimentaron un aumento en su valoración, ya que se espera que la recuperación económica impulse su crecimiento. El anuncio del *tapering* generó un impacto importante en los mercados financieros, con una reacción negativa en los mercados de renta fija y una reacción mixta en los mercados de renta variable.

Sin embargo, se espera que a largo plazo la economía se recupere y las empresas cíclicas y de valor sigan creciendo, lo que ofrece oportunidades de inversión en estos sectores. En definitiva, el *tapering* es un recordatorio de la necesidad de estar siempre atentos a los cambios en la política monetaria y sus efectos en los mercados financieros, a fin de tomar decisiones de inversión informadas y exitosas.

Además, considerando los objetivos especiales mencionados previamente, este análisis de la reacción de los activos financieros ante el anuncio del *tapering* en el año 2021, tiene como objetivo establecer los efectos de *quantitative easing* como política monetaria en el mercado de valores y activos de la economía EE.UU. Durante la última década, la FED implementó medidas expansivas para mantener bajos los costos de financiamiento y estimular la economía. Entre estas medidas, destacó el programa de *quantitative easing* (QE) que consistió en la compra masiva de activos financieros, principalmente bonos del Tesoro y bonos corporativos.

Como consecuencia de este programa, los precios de los bonos aumentaron y las tasas de interés disminuyeron, lo que llevó a un aumento en los precios de las acciones y otros activos

financieros. Sin embargo, el efecto de esta política monetaria expansiva fue limitado, ya que el crecimiento económico de EE.UU. fue moderado y la inflación fue baja durante gran parte de la última década. En cuanto al segundo objetivo, se busca identificar las prácticas de gestión de activos financieros impulsadas tras el anuncio del *tapering* por parte de la FED. La FED comenzó a reducir gradualmente sus compras de activos financieros a partir de noviembre de 2021, lo que se conoce como *tapering*. Como resultado, se esperaba que los precios de los bonos cayeran y las tasas de interés aumentaran.

Sin embargo, la reacción del mercado no fue tan pronunciada como se esperaba. Los inversores habían anticipado el *tapering* y habían ajustado sus posiciones en consecuencia. Además, la FED había comunicado claramente sus intenciones y había proporcionado una guía detallada sobre cómo sería el proceso de *tapering*, lo que ayudó a reducir la incertidumbre en el mercado.

El análisis de la reacción de los activos financieros ante el anuncio del *tapering* en el año 2021 nos permite comprender la complejidad de las políticas monetarias y su impacto en los mercados financieros. Además, nos muestra la importancia de la transparencia y la comunicación clara por parte de las autoridades monetarias para reducir la incertidumbre en el mercado. Finalmente, nos hace reflexionar sobre la necesidad de un enfoque integral en la gestión de activos financieros que tome en cuenta tanto los factores macroeconómicos como las prácticas de gestión de riesgos y los objetivos específicos de los inversores.

En general, el *quantitative easing* (QE) es un método que ha generado controversia entre los economistas debido a la forma en que se implementa y se finaliza. Desde su inicio, políticos y analistas han rechazado la política debido a la incertidumbre que rodea a sus posibles consecuencias, como el aumento generalizado de precios y el riesgo de hiperinflación. La finalización del QE también ha generado preocupación, ya que no hay eventos históricos comparables para analizar sus efectos, lo que ha llevado a expectativas negativas sobre la economía. A pesar de esto, los bancos centrales que han implementado esta política han actuado de manera clara y contundente para transmitir confianza en los mercados y evitar que los inversores entren en pánico y retiren sus inversiones masivamente.

En términos generales, las prácticas de política monetaria tienen efectos tanto positivos como negativos en la economía y en los diferentes sectores que la conforman, lo que genera una gran controversia entre los economistas. Sin embargo, se puede afirmar que las consecuencias positivas superan a las negativas, ya que estas medidas han contribuido significativamente a la recuperación económica, tanto a nivel nacional como global, como se evidenció tras la crisis financiera del 2008.

En el caso particular de la economía de Estados Unidos, la Reserva Federal ha implementado una política monetaria expansiva que ha logrado una recuperación sostenida de la economía. Entre las medidas adoptadas, se destaca la decisión de mantener las tasas de interés de referencia cercanas a cero, lo que ha permitido una mayor liquidez en el mercado y una reactivación del consumo. La FED toma en cuenta la evolución de la inflación y el empleo en la toma de decisiones de política monetaria, por lo que resulta crucial el seguimiento de estas variables.

Tanto la inflación como el empleo, presentan signos de mejora buscando alcanzar los objetivos establecidos por la autoridad monetaria. Sin embargo, las decisiones deben considerar los inconvenientes que, particularmente, cada una de estas variables donde el aspecto inflacionario es el de mayor relevancia debido a sus implicancias en el funcionamiento de la economía.

El control de la inflación es un tema clave en la toma de decisiones de política monetaria de la FED, especialmente en el contexto de la reducción del programa de compra de activos (*tapering*). A medida que la economía de EE.UU. continúa su recuperación, es importante que la FED mantenga un equilibrio entre el estímulo económico y la contención de la inflación. El anuncio del *tapering* en 2021 tuvo un impacto significativo en los mercados financieros, con una fuerte volatilidad en las tasas de interés y los precios de los activos. Sin embargo, la respuesta del mercado al *tapering* ha sido generalmente positiva, lo que sugiere que los inversores tienen confianza en la capacidad de la FED para manejar la situación.

Es importante tener en cuenta que la gestión de activos financieros es una práctica compleja que requiere un enfoque cuidadoso y bien fundamentado. Las prácticas de gestión de activos financieros que se han impulsado tras el anuncio del *tapering* por parte de la FED deben tener en cuenta tanto los efectos de la política monetaria en el mercado de valores y activos de la economía estadounidense como las posibles implicaciones a largo plazo de la inflación en la economía en general. En definitiva, la FED debe seguir vigilando de cerca la evolución de la inflación y el empleo para asegurar que la economía de EE.UU. se mantenga en un camino sostenible hacia la recuperación y evitar posibles riesgos en el futuro. La gestión adecuada de los activos financieros y la implementación de políticas monetarias cuidadosamente diseñadas son clave para lograr este objetivo.

La reacción de los activos financieros ante el anuncio del *tapering* por parte de la FED ha sido mixta, pero en general se espera que las tasas de interés se incrementen gradualmente a medida que se reduzca la expansión monetaria. La inflación ha sido una de las principales preocupaciones de la FED y, aunque aún se considera transitoria, la trayectoria futura de la inflación es incierta y puede tener implicaciones importantes en la economía y los mercados financieros.

En este contexto, la gestión de activos financieros se ha vuelto aún más compleja debido a la incertidumbre y la volatilidad del mercado. La elección de activos y sectores se ha vuelto más difícil debido a la amplia gama de opciones disponibles y la combinación de empresas de valor histórico y empresas de crecimiento excepcional. Sin embargo, existen ciertos sectores que se espera que se beneficien más de la reducción de la expansión monetaria, como el financiero, el de la salud y la energía.

Es importante tener en cuenta tanto los aspectos macroeconómicos como los microeconómicos al tomar decisiones de inversión informadas. La investigación y el análisis detallados pueden ayudar a identificar las tendencias de los activos y los sectores que tienen más probabilidades de apreciarse en términos de valoración de mercado e inversiones sostenibles. En general, la gestión de activos financieros en el contexto del *tapering* de la FED requiere una mayor atención a los factores económicos y de mercado y un enfoque estratégico a largo plazo. Las decisiones informadas y la diversificación de la cartera pueden ayudar a los inversores a reducir el riesgo y aprovechar las oportunidades que surgen en este entorno cambiante.

La reacción de los activos financieros ante el *tapering* ha sido un tema de gran importancia en el último tiempo. La reducción en la expansión monetaria impulsada por la FED ha generado incertidumbre en los mercados financieros, ya que los inversores buscan adaptarse a un nuevo escenario de menor liquidez y mayores tasas de interés. Por otro lado, la expansión monetaria y el temor a la inflación han sido factores importantes en la toma de decisiones de los inversores. La FED ha sido clara en su intención de mantener la inflación bajo control, lo que ha llevado a un aumento en las tasas de interés y a una reducción en la demanda de activos de mayor riesgo.

Esto ha generado un impacto en la rentabilidad de algunos activos financieros, en especial aquellos que se encontraban sobrevalorados y que dependían de una expansión monetaria sostenida.

En este contexto, la gestión de activos financieros ha cobrado mayor importancia. Los inversores deben estar preparados para adaptarse a un escenario de mayor volatilidad y menor liquidez, y para identificar los sectores y activos que ofrecen mayores oportunidades de rentabilidad en este contexto. La diversificación de la cartera y el análisis cuidadoso de los riesgos son factores clave para lograr una gestión efectiva de los activos financieros.

En definitiva, la reacción de los activos financieros ante el *tapering*, la expansión monetaria y el temor a la inflación han llevado a un cambio en la gestión de los activos financieros. Los inversores deben estar preparados para adaptarse a un escenario de mayor volatilidad y menor liquidez, y para identificar las oportunidades de rentabilidad que ofrecen los distintos sectores y activos. La diversificación y la gestión adecuada de los riesgos son fundamentales para lograr una gestión efectiva de los activos financieros en un contexto de incertidumbre y cambio.

REFERENCIAS

- Amadeo, K. (2021). *What is quantitative easing? Definition and explanation*. En sitio web the-balance.com, 25-10-2021.
- Archer, D. y Moser-Boehm, P. (2013). *Las finanzas de los bancos centrales*. BIS Papers 71.
- Banco Mundial (2022). Datos en sitio web bancomundial.org.
- Belsie, L. (2016). *Fed strategies in the great depression and the great recession*. The Digest, 11. En sitio web nber.org.
- Bordo, M. & Sinha, A. (2016). *A lesson from the great depression that the Fed might have learned: A comparison of the 1932 open market purchases with quantitative easing*. NBER working paper 22581.
- CMF (2021). *Inflación, tasas bajas y utilidades sostienen las acciones líderes*. Newsletter Técnicamente fundamentalista, 1 (4).
- CNN (2012). *Estímulos de la Fed lejos de funcionar*. En sitio web expansión.mx, 12-12-2012
- De la Cruz, I. (2021). *Quien gana y quien pierde dependiendo del mensaje de Jackson Hole*. En sitio web es.investing.com 26-08-2021.
- FED (2019). *Timeline of policy actions and communications: Balance sheet policies*. En sitio web federalreserve.gov, 22-02-2019.
- FED (2022). *Recent trends in monetary policy*. En sitio web federalreserve.gov.
- FED Atlanta (2022a). *Economic mobility and resilience*. En sitio web atlantafed.org.
- FED Atlanta (2022b). *Wu-Xia shadow federal funds rate*. En sitio web atlantafed.org.
- FED San Francisco (2020). Datos en sitio web frbsf.org.
- Fred Economic Data (2022). Datos en sitio web fred.stlouisfed.org.
- Hoek, J. S., Kamin, S. & Yoldas, E. (2020). *When is bad news good news? U.S. monetary policy, macroeconomic news, and financial conditions in emerging markets*. International Finance Discussion Papers 1269.
- Investing (2022). Datos en sitio web es.investing.com
- Investopedia (2021). *Quantitative easing*. En sitio web investopedia.com.

- Jarand, M. & Stahler, K. (2015). *The taper tantrum revisited*. Peterson Institute for International Economics. En sitio web piie.com, 25-03-2015.
- Kurt, D. (2020). *QE3 (quantitative easing): What it is, how it works*. En sitio web investopedia.com 12-11-2020
- Machado, D. (9 de septiembre de 2016). *Ante una crisis estructural del sistema mundo*. En sitio web economiasur.com, 9-09-2016
- Neely, C.J. (2014). *Lessons from the taper tantrum*. Economic Synopses 2014 N° 2, Federal Reserve Bank of Saint Louis.
- Puente View. (2021). *2022: Atado a la FED*. En sitio web puentenet.com.pa, 13-12-2021.
- Puente View. (2022). *Weekly renta fija*. En sitio web puentenet.com.pa, junio 2022.
- Rambla Marco, S. (2020). *La expansión cuantitativa: Su implantación en Europa*. Universidad de Zaragoza, trabajo final de grado.
- Ramírez Segura, M. (2018). *Quantitative easing: Historia y efectos de la política monetaria no convencional*. Universidad Pontificia Comillas, trabajo final de grado.
- Rubio Olmedo, G. (2018). *Quantitative easing y banco centrales*. Universidad Pontificia Comillas, trabajo final de grado.
- Trefis Team (2015). *Quantitative easing in focus: The U.S. experience*. En sitio web forbes.com, 16-11-2015.
- U.S Bureau of Labor Statistics (2022). Datos en sitio web www.bls.gov.
- Yosovitch, J. (2022). *Bancos de Wall Street se alinean*. En sitio web cronista.com, 12-01-2022.