

Tasas de interés 0%: Implicancias, Fundamentos y Perspectivas



• Gonzalo Sanhueza & Mauricio Carrasco

Las tasas de interés reales en el mundo han mostrado una clara tendencia a la baja en las últimas décadas. Es así como los rendimientos de los bonos de largo plazo del Tesoro Americano pasaron de 4%, a principios de la década del 2000, a niveles cercanos a cero en la actualidad, mientras que, en Alemania y Japón, las tasas de interés de los bonos soberanos se encuentran en niveles negativos.

Chile no ha estado exento de esta tendencia. Los bonos de largo plazo del Banco Central en UF pasaron de niveles en torno a 4%, a principios de 2003, a niveles cercanos a cero hoy, mientras que los bonos a 2 y 5 años registran actualmente rendimientos de -0,5%. Esto implica que, en nuestro país, los mercados financieros estarían dispuestos a entregar recursos al gobierno para que éste se endeude en el corto y mediano plazo, con tal de recibir a cambio únicamente el “retorno” de la inflación.

Este fenómeno ha llamado fuertemente la atención de la academia, Bancos Centrales e inversionistas, debido a los importantes desafíos que plantea desde el punto de vista de la política pública y del desarrollo de las economías y de los mercados financieros.

En efecto, en primer lugar, se reduce la capacidad de la política monetaria convencional para actuar en episodios de recesión económica. Es sabido que los Bancos Centrales pueden actuar recortando sus tasas de interés nominales durante los años de crisis, lo que reduce la tasa de interés real y estimula la demanda agregada. Éste fue el mecanismo utilizado por la FED durante las últimas crisis económicas en Estados Unidos, reduciendo, en promedio, en 500 puntos base su tasa de interés, lo que hoy sería imposible si se considera que dicha tasa se encuentra en 1,75%. Circunstancias similares enfrenta el Banco Central de Chile que, durante las crisis asiática y financiera, recortó la TPM, en promedio, en 750 puntos base, teniendo hoy tan solo 175 puntos de margen. Lo anterior ha obligado a los Bancos Centrales a incursionar en medidas menos convencionales, como la compra directa de activos en los mercados secundarios y la fijación de tasas de interés negativas, las que no han estado exentas de críticas, y respecto de las cuales aún no conocemos sus efectos colaterales.

En segundo lugar, se generan focos de inestabilidad financiera.

Varios organismos internacionales, entre ellos el Banco Internacional de Pagos y el Fondo Monetario Internacional, han manifestado una constante preocupación por la “búsqueda de rendimientos” en respuesta a prolongados períodos de bajas tasas de interés. Este concepto se relacionaría con una toma de riesgo excesiva por parte de los inversionistas, quienes sobreponderarían en sus decisiones de portafolio aquellos activos cuya tasa de retorno esperado fuese más elevada, aumentando la probabilidad de generar burbujas de precios.

En tercer lugar, tasas de interés muy bajas favorecen las decisiones de inversión financiadas con deuda, en particular, de aquellos bienes cuya adquisición suele ser altamente apalancada, como lo es la compra de una vivienda. Entre principios de 2010 y fines de 2018, el precio real de las viviendas en el mercado nacional experimentó un aumento de en torno a 60%, el cual aproximadamente en un 20% puede ser atribuido a la caída en las tasas de interés. En este sentido, si bien la decisión de endeudamiento puede ser perfectamente racional, los mayores niveles de apalancamiento aumentan los grados de vulnerabilidad de las economías ante shocks adversos.

Por último, dificulta la sostenibilidad de los sistemas de pensión y compañías de seguros. En el primer caso, complejiza la tarea que tienen los fondos de pensión de rentabilizar el ahorro. En el caso de las compañías de seguros, el descalce de duración que se produce entre sus obligaciones y activos lleva a que las menores tasas de descuento impulsen el valor de las primeras en una proporción mayor que el de sus activos, lo que afecta directamente la sostenibilidad del sistema, tema particularmente sensible para un sistema de capitalización.

¿Pero cuáles serían las causas detrás de este fenómeno?

La respuesta a esta pregunta sigue siendo materia de acalorado debate y de investigación; sin embargo, existen diversas explicaciones que permiten aproximar el tema.

Una primera explicación surge de la relación entre ahorro-inversión y la tasa de interés real de equilibrio. Esta última corresponde a aquella que iguala el ahorro deseado de la



economía con el nivel de inversión deseado. Un aumento del ahorro deseado induce una caída en la tasa de interés real que incentiva un aumento de la inversión, permitiendo restaurar el equilibrio. Esta hipótesis, denominada Global Saving Glut, fue planteada por el expresidente de la FED Ben Bernanke en 2005. El aumento del ahorro deseado respondería, principalmente, a la decisión de economías emergentes, particularmente de Asia, de acumular reservas que disminuyeran sus grados de vulnerabilidad tras experimentar diversos episodios de crisis.

Una segunda explicación serían las políticas monetarias ultra expansivas de los Bancos Centrales. Tras la crisis financiera de 2008, los principales Bancos Centrales del mundo redujeron sus tasas de interés hasta prácticamente 0%. No obstante, la caída resultante en las tasas de interés de largo plazo fue considerada insuficiente para estimular la demanda y, en última instancia, la inflación. Por lo mismo, éstos decidieron implementar programas de compras masivas de bonos soberanos (Quantitative Easing), aumentando de forma significativa el tamaño de sus hojas de balance. Distintos estudios, principalmente de la FED, sugirieron que el principal efecto de estos programas fue la compresión del componente de premio por plazo de las tasas de interés. La demanda vegetativa generada por los Bancos Centrales redujo el premio exigido de estos instrumentos, aumentando sus precios y reduciendo las tasas de interés.

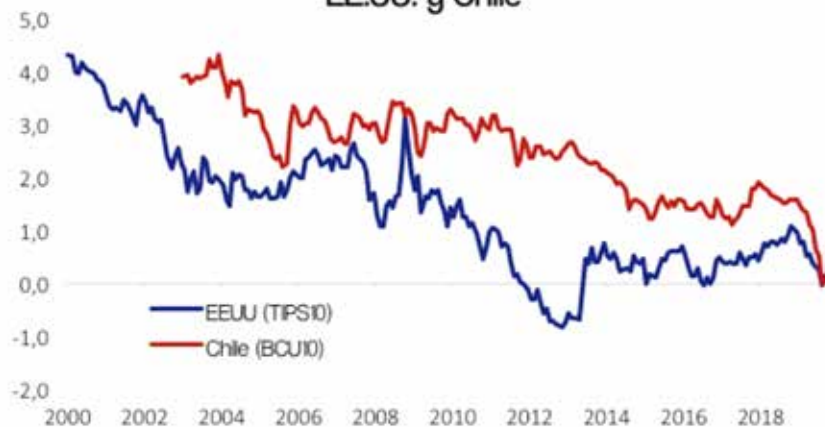
Estos dos elementos, que son de carácter internacional, resultan relevantes para una economía pequeña y abierta como la chilena, puesto que terminan transmitiéndose hacia las condiciones financieras locales por arbitraje. El Banco Central, en su Informe de Política Monetaria de junio 2019, consignó el efecto del componente neutral de la tasa de interés externa en la tasa de interés interna en el marco de la paridad descubierta de tasas de interés. Asimismo, y tal como plantea Albagli et al.

(2016), el componente de premio por plazo de la tasa de interés externa también es un elemento importante para considerar. De hecho, los autores concluyen que éste es el principal canal de contagio desde las tasas internacionales hacia las tasas locales de economías emergentes, señalando incluso que este traspaso se ha visto incrementado posterior a la crisis financiera global.

Una tercera explicación se asocia al menor crecimiento de la productividad y, consecuentemente, del crecimiento de largo plazo. Esto tiene un correlato directo con las tasas de interés debido a que, en equilibrio, la tasa de interés real, ajustada por riesgo, se equipara al retorno marginal del capital. En Chile, por ejemplo, de acuerdo con el Comité de Expertos de Hacienda, el crecimiento potencial de nuestra economía era 5% en el año 2000, y de 4% a principios de esta década. En la actualidad, según su última estimación, éste sólo alcanza 2,8%. De esta forma, cerca de un punto de la caída en la tasa real de interés de largo plazo en los últimos quince años se podría atribuir al menor crecimiento potencial de nuestra economía.

Finalmente, una cuarta explicación se relaciona a elementos de carácter más técnico: los flujos de inversión. Existen inversionistas institucionales, particularmente las AFP, con grandes portafolios de administración, que ingresan al mercado nuevos flujos de demanda mensualmente. Esta demanda está condicionada, en cierto grado, por regulaciones que obligan a invertir una proporción de estos flujos en el mercado nacional, generando una demanda vegetativa en instrumentos de renta fija. A lo anterior se suma el hecho de que la participación de inversionistas extranjeros en los mercados de deuda pública local ha aumentado de forma significativa en los últimos años, induciendo una presión extra de demanda por estos instrumentos. En concreto, según datos del Ministerio de

Tasa de interés real de largo plazo (10 años): EE.UU. y Chile



Hacienda, su participación pasó desde 3% a fines de 2016, a un 16,5% a comienzos de 2019.

De estas explicaciones, algunas son de carácter permanente mientras que otras no, por lo cual algunas de ellas podrían revertirse, presionando las tasas de interés al alza. Así, ¿cuáles son las perspectivas a futuro?

En el ámbito internacional, de acuerdo con las estimaciones del Comité Federal de Mercado Abierto de la FED, la tasa de interés real neutral se ubica en 0,5%. A su vez, según cálculos del mismo organismo, las políticas monetarias no convencionales han significado una reducción del premio por plazo de la tasa de interés de largo plazo de en torno a 50 puntos base. Así, la tasa de interés real externa de equilibrio relevante para nuestra economía se sitúa en, al menos, 1% anual, bastante por sobre el 0,2% actual. Es decir, una vez revertidos estos elementos, consistentes con una política monetaria expansiva, dada la posición cíclica de la economía internacional, existe espacio para una normalización de las tasas de interés internacionales y, en consecuencia, un alza de las tasas de interés locales.

Por otro lado, la visión respecto de las variables que determinan el crecimiento potencial: fuerza de trabajo, capital y productividad, no sugieren mayores incrementos de nuestra capacidad de crecer en el largo plazo, presionando las tasas de interés hacia niveles bajos. La caída en la tasa de crecimiento de la población, debido al envejecimiento poblacional, ha sido compensada en el corto plazo por el shock inmigratorio del último par de años, sosteniendo el crecimiento de la fuerza de trabajo. No obstante, es difícil pensar que dicho flujo se sostendrá permanentemente hacia la próxima década. Por su parte, la inversión, si bien logró recuperarse en los últimos trimestres, enfrentaría nuevamente un shock negativo en los próximos

años, atentando contra mayores ganancias de productividad. De esta forma, el crecimiento potencial, en el mejor de los casos, no exhibiría cambios, presentando incluso riesgos a la baja.

Finalmente, la discusión en materia fiscal, perspectivas de ampliación del déficit, y aumento de la deuda pública en términos del producto, puede terminar por afectar la percepción de riesgo del país. El aumento del premio por riesgo exigido por los inversionistas terminaría por castigar el precio de la deuda de gobierno, con el consecuente aumento en las tasas de interés.

Con todo, existen fuerzas estructurales que sugieren que las tasas de interés en niveles bajos llegaron para quedarse y que los niveles vistos en la década del 2000 son cosa del pasado. Sin embargo, en la medida que ciertos factores de índole transitoria se reviertan, las tasas de interés locales de largo plazo debiesen converger a su valor de equilibrio, el cual, en base a consideraciones de crecimiento potencial y condiciones financieras externas, se ubica entre 1,0% y 1,5%.

SOBRE LOS AUTORES

Gonzalo Sanhueza
Socio Econsult

Mauricio Carrasco
Economista Jefe Econsult