

RECUADRO I.1

TASAS DE INTERÉS EXTERNAS DE LARGO PLAZO: DETERMINANTES Y RIESGOS

Durante las últimas tres décadas, las tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas presentaron una marcada tendencia a la baja, la cual se acentuó después de la crisis financiera global (CFG). En lo más reciente, se observó una reversión significativa en dichas tasas. Esto motiva la revisión de los factores detrás de su evolución, así como los riesgos asociados. En este recuadro, se resumen los determinantes coyunturales y estructurales que explican esta tendencia y se identifican posibles escenarios de riesgo.

Determinantes coyunturales

Uno de los principales determinantes coyunturales de las tasas de interés de largo plazo es la política monetaria. Desde la CFG, los grandes bloques económicos adoptaron políticas monetarias ultra expansivas en conjunto con medidas cuantitativas. Esto ha contribuido a reducir las tasas de interés para todos los plazos. En efecto, Kaminska y Zinna (2014) estiman que, entre el 2008 y 2012, el programa de compras de activos impulsado por la Fed redujo la tasa a 10 años de los bonos del tesoro de EE.UU. en torno a 140pb^{1/}.

La preferencia de los inversionistas por renta fija soberana es otro determinante coyuntural relevante. Esta puede aproximarse a través de los premios por plazo^{2/}. Distintas mediciones de estos sugieren que han disminuido en la mayoría de las economías avanzadas, alcanzando, en algunos casos valores negativos. Hördahl et al. (2016) documentan que, desde la CFG, este fenómeno también se ha observado para economías emergentes, donde el traspaso entre premios por plazo desde economías avanzadas es cercano al 80%.

Determinantes estructurales

Los determinantes estructurales se relacionan con la tasa de interés de equilibrio de largo plazo. Uno de estos determinantes es el cambio observado en niveles deseados de ahorro e inversión globales. Rachel y Smith (2015) estiman que la tasa de interés global real ha disminuido cerca de 450pb durante los últimos 30 años, y que cerca de dos tercios de esta tendencia pueden ser atribuidos a mayor ahorro^{3/}. En particular, destacan como relevantes los cambios

demográficos que ha experimentado la población mundial en ese período, específicamente el aumento en la proporción de personas en edad de trabajar y ahorrar.

Desde una perspectiva financiera, Caballero (2006, 2010) postula que la oferta de activos de bajo riesgo no ha podido satisfacer plenamente la demanda global para ser usados como reserva de valor y colateral, conllevando un aumento en el precio de estos.

Riesgos para estabilidad financiera

Los determinantes coyunturales se asocian a cambios abruptos en tasas de interés de largo plazo. En efecto, utilizando estimaciones publicadas por la Fed de Nueva York, se observa que el 75% del alza en las tasas largas en EE.UU. de noviembre se explica por un aumento del premio por plazo. Este premio depende fuertemente de la volatilidad en distintos mercados financieros (Abrahams et al., 2015), y responde a cambios en la percepción del riesgo global, como ocurrido tras los eventos geopolíticos recientes. En particular, alzas abruptas en las tasas de interés en economías avanzadas originadas por estos factores son seguidas, generalmente, por salidas de capitales desde economías emergentes.

Por otra parte, los determinantes estructurales implicarían un período prolongado de tasas de interés en niveles bajos. Esta situación podría conllevar una sobrevaloración de algunos activos y continuar incentivando la búsqueda de retorno por parte de inversionistas institucionales, como fondos de pensiones y compañías de seguro de vida (GFSR, 2016; Turner, 2011 y 2013). Además, menores tasas de interés de largo plazo afectarían la rentabilidad de los bancos en el corto plazo (Alessandri y Nelson, 2014; Borio et al., 2015).

A los riesgos identificados anteriormente, se adiciona la incertidumbre sobre los distintos aspectos de la política económica a ser ejecutada en EE.UU., que podría presionar la inflación al alza. Esto, en conjunto con una mayor velocidad de ajuste de la FFR impulsaría las tasas de interés externas aún más al alza, elevando el costo de financiamiento para economías emergentes.

^{1/} Las estimaciones de varios estudios fluctúan entre 15 y 25pb de caída de la tasa por cada US\$600 millones de compras (Williams, 2014; Tabla 1).

^{2/} El premio por plazo corresponde al retorno extra requerido por los inversionistas para mantener un bono de largo plazo en lugar de una serie de bonos de menor plazo.

^{3/} Los autores utilizan la tasa de interés global construida por King y Low (2014) a partir de bonos del G7 indexados a inflación.