

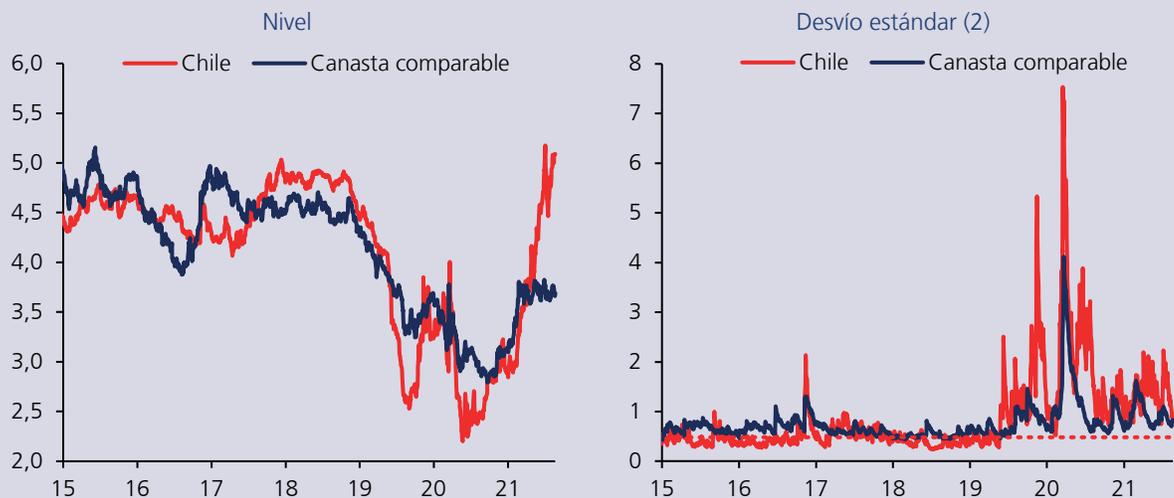


RECUADRO II.1:

Determinantes de los movimientos recientes de tasas de interés de largo plazo

En lo que va del año, las tasas de interés de largo plazo han tenido aumentos significativos, con un inusual desacople respecto de los movimientos de sus símiles externos que se ha acentuado desde inicios del segundo trimestre. Desde comienzos del 2021 a la fecha, el bono en pesos a 10 años (BCP10) ha subido del orden de 200 puntos base (pb) —que se compara con un incremento de en torno a 60pb de sus símiles externos—, mostrando además una volatilidad superior (gráfico II.11). Las consecuencias más visibles de estos movimientos se observan en la rentabilidad de los ahorros a largo plazo —entre ellos la caída en el valor del fondo E de los ahorros del sistema de pensiones—, el alza de las tasas de los créditos hipotecarios y el mayor costo de financiamiento para proyectos de inversión. Dado que las tasas de interés de largo plazo tienen efectos importantes en la dinámica del crédito y la actividad, y que además incorporan valiosa información de las percepciones de hogares, empresas e inversionistas, es fundamental comprender los determinantes de sus movimientos. Este Recuadro analiza los distintos componentes de las tasas largas locales y cómo estos han influido en los aumentos recientes.

GRÁFICO II.11 NIVEL Y VOLATILIDAD DE LA TASA CERO BCP A 10 AÑOS RESPECTO DE ECONOMÍAS COMPARABLES (1)
(porcentaje)



(1) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con la tasa de interés a 10 años de Chile. (2) Los desvíos estándar corresponden al desvío estándar condicional de un modelo GARCH (1,1). Línea punteada horizontal corresponde al promedio 2012-2018 de Chile.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y RiskAmerica.



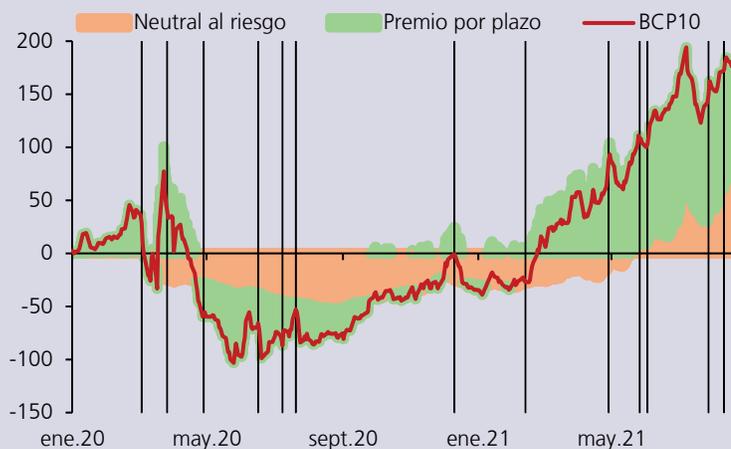
¿Por qué ha aumentado la tasa de interés a 10 años?

Conceptualmente, las tasas de interés de los bonos a largo plazo tienen dos componentes, el “neutral al riesgo” y el “premio por plazo”. El primero refleja las tasas de interés de corto plazo esperadas para el futuro (la suma de las expectativas respecto de la tasa real, la inflación y la depreciación) y el segundo corresponde a una compensación por los mayores riesgos asociados a un bono de largo plazo. Estos riesgos comprenden, en primer lugar, la incertidumbre sobre la depreciación, la inflación y las tasas reales de corto plazo futuras, cuya variación tiene un efecto mayor en el valor de los bonos largos que sobre los cortos. Se suma un premio asociado a la posibilidad de que la deuda baje de calificación, o el emisor del bono entre en *default* y otro, denominado de liquidez, ligado a la posibilidad de que ocurran pérdidas de capital en caso de que sea necesario liquidar el bono en el mercado secundario antes de su vencimiento.

En la práctica, esta compensación por riesgo puede variar por diversos motivos, reflejando percepciones de riesgo de inversionistas. Por ejemplo, eventos de alta incertidumbre local pueden elevar la compensación de riesgo requerida por distintos instrumentos, incluyendo bonos de largo plazo. Por otro lado, movimientos en los mercados financieros globales también tienden a influir en el premio por plazo de bonos, sobre todo en economías financieramente integradas, como la chilena. De esto se desprende que algunos aumentos de las tasas de interés de largo plazo pueden tener una interpretación benigna —cuando, por ejemplo, están relacionados con mayores perspectivas de tasas de política monetaria asociadas a un mayor crecimiento económico—, mientras que otros tienden a ser menos deseables —cuando se asocian a una mayor compensación requerida por riesgo.

En los últimos trimestres, diversos eventos de carácter local y externo han llevado a que las tasas de interés a 10 años hayan mostrado fluctuaciones significativas (gráfico II.12). Luego del estallido social, el inicio de la pandemia fue el primer evento disruptivo: entre la detección del primer caso de Covid-19 (el 3 de marzo de 2020) y la implementación del programa FCIC (el 23 de marzo), la tasa BCP10 aumentó algo más de 50pb, explicado totalmente por el componente de premio por plazo (gráfico II.13). No obstante, estos movimientos no generaron diferencias significativas con lo que ocurría en otras economías comparables y el nivel alcanzado (3,9%) aún era reducido en comparación histórica.

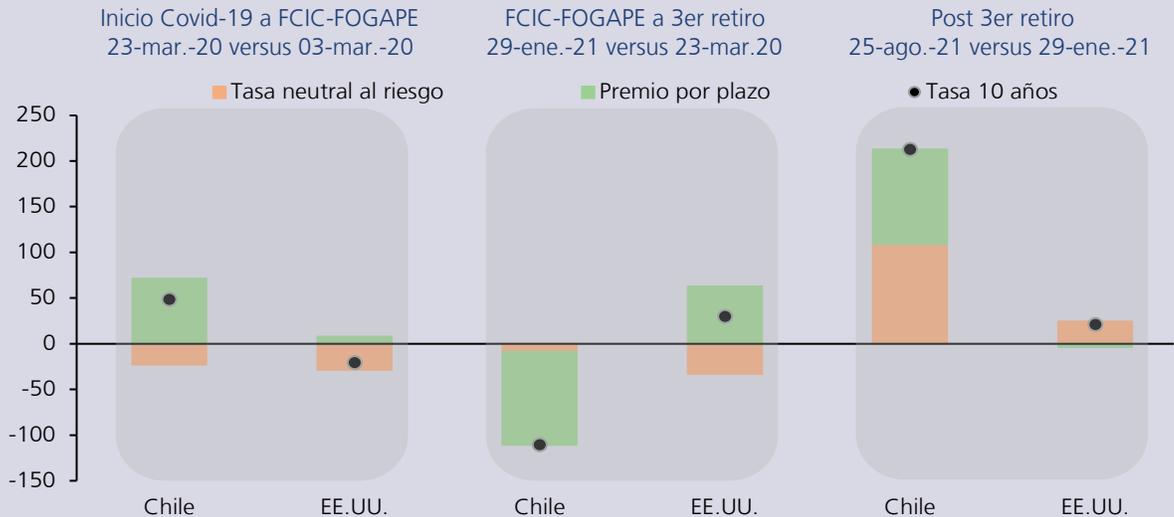
GRÁFICO II.12 DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA CERO BCP A 10 AÑOS (1) (2)
(diferencia respecto de 2 de enero 2020, datos diarios en puntos base)



(1) Los componentes neutral al riesgo y premio por plazo se extraen de las tasas SPC usando la estrategia propuesta por [Krippner \(2015\)](#) que contempla la existencia de un límite inferior para la TPM. (2) Líneas verticales de izquierda a derecha indican los siguientes eventos: primer caso de Covid-19 confirmado en Chile (3-Mar-20), BCCh establece normas FCIC (23-Mar-20), inicio programa FOGAPE-COVID (28-Abr-20), RPM junio 2020 (16-Jun-20), aprobación idea de legislar primer retiro de fondos previsionales (8-Jul-20), primeros anuncios BCC (20-Jul-20), publicación ley asociada al segundo retiro de fondos previsionales (10-Dic-20), inicio discusión tercer retiro (29-Ene-21), fallo Tribunal Constitucional asociado al tercer retiro de fondos previsionales (28-Abr-21), propuesta de gobierno de “mínimos comunes” (26-May-21), ingreso de Proyectos de Ley asociados al retiro del 100% de ahorros previsionales (2-Jun-21), programación de inicio discusión del Proyecto de Ley asociado al cuarto retiro de fondos previsionales (27-Jul-21) y anuncio extensión IFE y subsidio al empleo (10-Ago-21). Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.



GRÁFICO II.13 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA TASA CERO BCP A 10 AÑOS (*)
(datos diarios, puntos base)



(*) Ver nota (1) del gráfico II.12. Para EE.UU. se utiliza la [descomposición de la Reserva Federal de Nueva York](#).
Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

Durante el segundo trimestre del 2020, la mayor expansividad de la política monetaria local (en la segunda mitad de marzo se bajó la TPM en 125pb y se anunciaron [medidas extraordinarias](#)), el deterioro de las perspectivas económicas producto de la pandemia y la mayor preferencia por activos más seguros (bonos), generaron fuertes presiones a la baja de la tasa larga. Así, en respuesta tanto al componente neutral al riesgo como premio por plazo, la tasa de interés a 10 años se redujo en 150pb, ubicándose en niveles del orden de 2% hacia finales de junio del año pasado. Este movimiento fue de carácter relativamente generalizado en los mercados financieros internacionales.

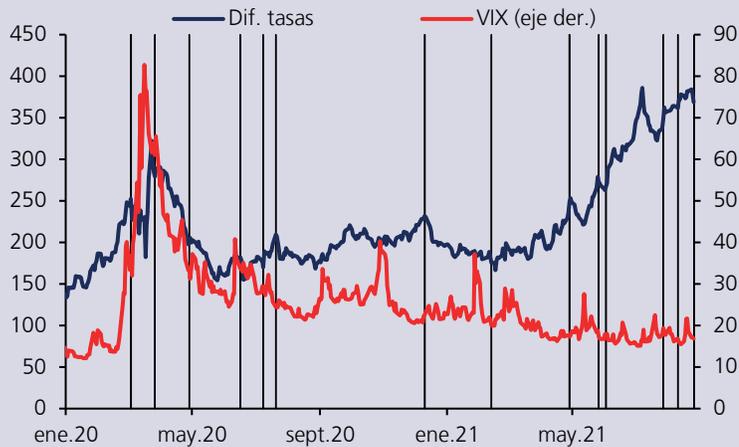
En el segundo semestre del 2020 se observó un cambio y las tasas de interés de largo plazo locales subieron sistemáticamente. El aumento de la incertidumbre derivado de eventos de carácter local parece haber jugado un rol importante en esa dinámica. De hecho, el inicio del alza coincide con la aprobación en la Cámara de Diputados de la idea de legislar el primer retiro de ahorros previsionales, el 8 de julio de 2020. A estos eventos de carácter local, se sumó el aumento del premio por plazo en Estados Unidos. Con todo, esta dinámica no alcanzó a compensar el efecto que, desde marzo, imprimió la acción de la política monetaria en reducir el premio por plazo.

Durante 2021, la tasa de interés del BCP10 ha aumentado del orden de 200pb. La incertidumbre generada por eventos de carácter local —en particular, las discusiones en torno a sucesivos retiros de ahorros previsionales y las crecientes necesidades de financiamiento del Fisco— llevaron a un aumento superior a 100pb del componente de premio por plazo. La otra mitad del alza acumulada en el año se explica por las sorpresas en el nivel de actividad e inflación de los últimos meses, que aumentaron las perspectivas respecto de la evolución de la política monetaria de corto plazo, incrementando la presión al alza sobre la tasa, esta vez, a través del componente neutral al riesgo. Asumiendo que la diferencia entre las tasas nominales y en UF representa únicamente perspectivas de inflación, los cambios en estas últimas (que incluyen cambios en la inflación esperada e incertidumbre sobre la inflación futura) explican aproximadamente 40pb. En este mismo lapso, el premio por plazo y la tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos mostraron aumentos marginales en comparación con lo ocurrido en Chile, lo que reafirma la interpretación de los eventos locales como causas fundamentales del aumento de la tasa a 10 años.



Alternativamente, el diferencial de tasas entre Chile y Estados Unidos también da cuenta de dos cambios significativos no relacionados con episodios de mayor incertidumbre global, uno desde julio de 2020 y otro, más sustancial, desde el primer trimestre de 2021 (gráfico II.14).

GRÁFICO II.14 DIFERENCIAL DE TASAS E INCERTIDUMBRE GLOBAL (*)
(puntos base; porcentaje)



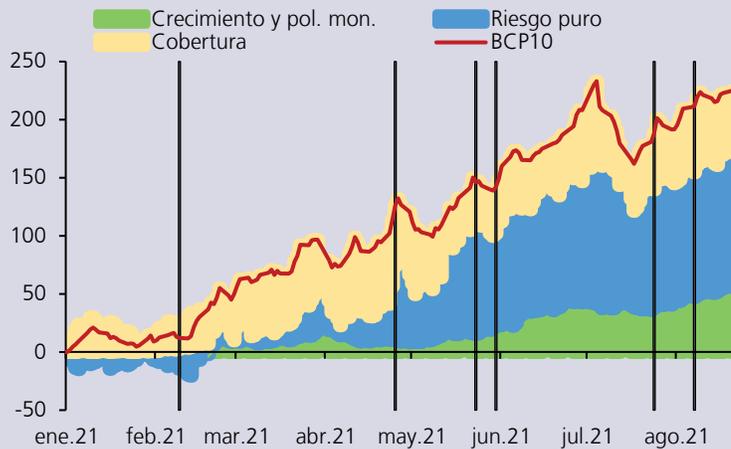
(*) Líneas verticales corresponden a los mismos eventos señalados en el gráfico II.12.
Fuentes: Bloomberg y RiskAmerica.

Un análisis complementario descompone el movimiento de las tasas de interés de largo plazo en tres grupos de *shocks* estructurales: (i) los asociados a crecimiento y expectativas de política monetaria (similar al componente neutral al riesgo), (ii) los de cobertura de riesgo (episodios de incertidumbre que aumentan la preferencia por bonos versus acciones, como lo observado en la primera mitad del 2020) y (iii) cambios puros de la incertidumbre que afectan los premios por riesgo de todos los instrumentos (aumentos de incertidumbre que reducen los precios de las acciones y elevan las tasas de bonos de largo plazo)^{1/}. Esta descomposición entrega conclusiones similares a las ya mencionadas: aproximadamente la mitad del aumento de la tasa del BCP10 ocurrida durante el 2021 se debe a *shocks* a los premios por riesgo (gráfico II.15), coherente con el alza significativa de estas tasas al mismo tiempo que la bolsa chilena mostró un significativo peor desempeño que sus pares internacionales (Capítulo 2).

^{1/} Ver [Cieslak y Pang \(2021\)](#).



GRÁFICO II.15 DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DE LA TASA CERO BCP A 10 AÑOS (*)
(diferencia respecto de 30 de diciembre 2020, puntos base)



(*) Descomposición estructural en base a [Cieslak y Pang \(2021\)](#). Líneas verticales corresponden a los mismos eventos del gráfico II.12 para el año 2021.

Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

Conclusiones

La economía chilena ha enfrentado *shocks* idiosincráticos que han afectado la situación económica actual, aumentado la incertidumbre sobre su estado futuro, elevado las perspectivas de inflación e incrementado los riesgos inflacionarios. Ello ha aumentado significativamente el componente de premio por plazo de las tasas de interés de largo plazo, desacoplado los mercados financieros locales de la evolución de sus contrapartes internacionales. Estos desarrollos están teniendo consecuencias negativas, como la caída del valor de los fondos de pensiones que invierten una porción más relevante en bonos de largo plazo —como el fondo E—, pues la contrapartida del aumento de la tasa es la caída del precio de los bonos. También se ha reflejado en un aumento de las tasas de los créditos hipotecarios —pues las tasas de referencia para ellos son las tasas de largo plazo— y en el aumento del costo de financiamiento de proyectos de inversión de mediano y largo plazo. La mantención o aumento de las primas que están detrás del alza de las tasas de interés de largo plazo podrían generar efectos adversos sobre los niveles de inversión, la productividad y la capacidad de crecimiento de largo plazo. Si, por el contrario, la incertidumbre se redujera, la mejora de las condiciones financieras, entre ellos por la reducción de las tasas largas, y las menores presiones inflacionarias, darían un mayor margen de maniobra a la política monetaria.