



RECUADRO V.1:

Impacto macroeconómico de alzas de tasas de interés de largo plazo

Las tasas de interés de largo plazo guardan una relación tenue con la política monetaria porque están expuestas a un espectro amplio de fuerzas que obedecen a factores globales, particularidades en los mercados en que se transen los instrumentos de deuda, y diversos elementos que inciden sobre las perspectivas económicas de más largo plazo. Por esta razón, el impacto macroeconómico de un alza de la tasa de interés de largo plazo depende crucialmente de cuál sea la explicación de dicho incremento^{1/}. Por un lado, existen factores “positivos”, como una mejora en las perspectivas de crecimiento. En esta situación, el aumento de la tasa será el reflejo de un mejor panorama económico y, por lo tanto, entrega una señal positiva para los mercados que supera al impacto de un mayor costo de financiamiento. Por otro lado, existen factores “negativos”, como el incremento del riesgo. En esta situación, el aumento de la tasa será reflejo de un panorama menos auspicioso y, por lo tanto, entrega una señal negativa para los mercados que amplifica el impacto de un mayor costo de financiamiento^{2/}.

En Chile, la principal tasa *benchmark* de interés de largo plazo —medida por la tasa del BTP-10— ha acumulado un alza del orden de 300 puntos base (pb) durante el 2021, casi el doble que sus pares externos (160pb en el mismo lapso) (gráfico II.1). Los aumentos de las tasas del BTP-10 son significativos no solo en comparación a estos últimos, sino también contra su propia historia reciente, llegando en un período de pocos meses hasta niveles no vistos en más de una década (gráfico V.9). Una descomposición estructural del incremento de las tasas largas muestra que el principal factor tras él ha sido la mayor percepción de riesgo, seguido por las mejores perspectivas de crecimiento para este año. Esta evaluación tiene implicancias importantes para la evolución prevista de la inversión en el escenario central de proyecciones. De hecho, ayuda a explicar que para el 2022 este IPoM anticipe una contracción de esta parte del gasto privado y para el 2023 se proyecte una expansión marginal.

GRÁFICO V.9 TASA DE INTERÉS A DIEZ AÑOS PLAZO (BTP)
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Ver Recuadro II.2 del [IPoM de septiembre 2021](#).

^{2/} Estos riesgos incluyen la incertidumbre sobre las tasas futuras, riesgos de depreciación e inflación, la posibilidad de que la deuda baje de calificación o el emisor entre en *default*, así como riesgos de liquidez.

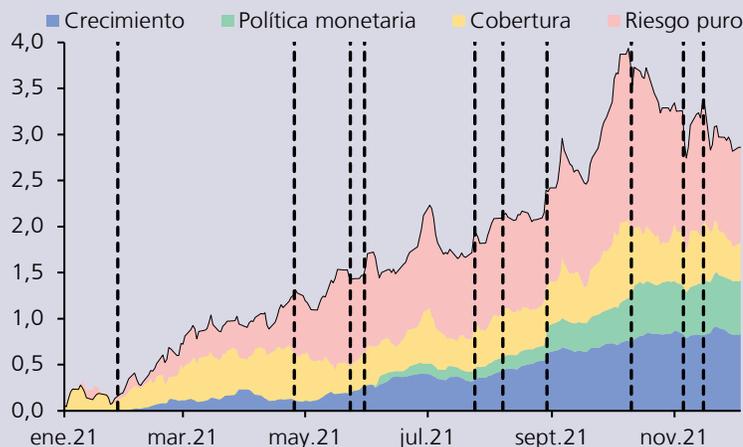


Las causas del aumento de la tasa de interés de largo plazo

La dinámica reciente de las variables financieras y reales ha estado determinada por dos factores principales. Por un lado, un fuerte impulso a la demanda ligado a los masivos retiros de ahorros previsionales y transferencias fiscales, lo que ha elevado las expectativas y riesgos de inflación y, en consecuencia, ha gatillado una reacción de política monetaria. Por otro, un aumento significativo de los premios por riesgo asociados, en buena medida, a los retiros previsionales y a la incertidumbre relacionada con la discusión sobre cambios estructurales. De este modo, las tasas de interés estarían subiendo tanto por razones de sorpresas de crecimiento, como por mayores percepciones de riesgo (ver Recuadro I.1 del [IEF del segundo semestre de 2021](#)).

Una descomposición estructural de la tasa larga^{3/} da cuenta que de los 300pb que ha aumentado en lo que va del 2021, el factor principal ha sido la mayor percepción de riesgo (“riesgo puro”), que explica cerca de un tercio del incremento. Algo más atrás se ubica el factor relacionado con las expectativas de crecimiento, que explica algo menos de 90pb del alza. El cambio en las expectativas de política monetaria tiene un rol menor, explicando 55pb del aumento (gráfico V.10). Un segundo factor de riesgo, distinto al riesgo puro, que se denomina “cobertura”, recoge cambios en la perspectiva de riesgo entre activos de renta fija y variable, de modo que ante un *shock* positivo de cobertura los agentes se moverían desde la renta fija a la variable, presionando al alza las tasas de interés. En la coyuntura actual, buena parte del riesgo de cobertura podría asociarse a mayores expectativas de inflación, lo que explica casi 50pb adicionales del alza de tasas^{4/}. Así, considerando los factores de riesgo de manera conjunta (riesgo puro más cobertura), estos explican la mitad del aumento de la tasa larga desde principios de año.

GRÁFICO V.10 DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DE LA TASA CERO A 10 AÑOS (1) (2) (3)
(diferencia respecto del 30 de diciembre del 2020, puntos porcentuales)



(1) Descomposición estructural en base a [Cieslak y Pang \(2021\)](#). (2) Descomposición basada en la tasa *Swap* Promedio Cámara (SPC) cero cupón a 10 años. (3) Líneas verticales de izquierda a derecha indican los siguientes eventos ocurridos durante el 2021: inicio discusión tercer retiro (29-ene.), fallo Tribunal Constitucional asociado al tercer retiro de fondos previsionales (28-abr.), propuesta de gobierno de “mínimos comunes” (26-may.), ingreso de Proyectos de Ley asociados al retiro del 100% de ahorros previsionales (2-jun.), programación de inicio discusión del Proyecto de Ley asociado al cuarto retiro de fondos previsionales (27-jul.), anuncio extensión IFE y subsidio al empleo (10-ago.), publicación del IPoM de Septiembre (1-sep.), RPM de Octubre (13-oct.), rechazo en la cámara del senado del cuarto retiro (8-nov.) y elecciones (18-nov.).
Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

^{3/} Ver [Cieslak y Pang \(2021\)](#) y Recuadro II.2 del IPoM de septiembre 2021.

^{4/} [Cieslak y Pang \(2021\)](#) muestran que el riesgo de cobertura es, en general, procíclico con la inflación.



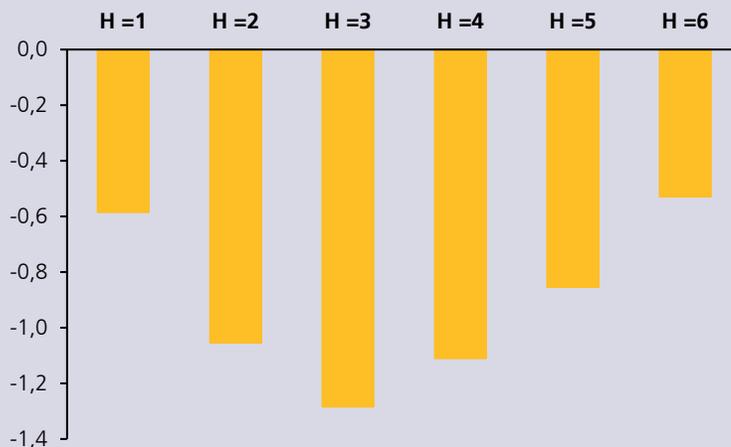
Cabe destacar que los factores de riesgo, particularmente el riesgo puro, han tenido un rol incluso más significativo en el aumento de la tasa larga registrado hasta el 12 octubre: de los casi 400pb que había aumentado la tasa larga, la mitad se debían solamente a premio por riesgo puro. Si bien este premio se ha ido reduciendo en lo reciente, los rezagos con que operan los premios por riesgo sobre las variables reales sugieren que la evolución futura de la inversión aún seguirá respondiendo al *peak* de los premios por riesgo observado en octubre.

Efectos de mayores premios por riesgo en la inversión

Las tasas de interés de los bonos se transmiten a las tasas de colocaciones que ofrecen los bancos a través de diversos mecanismos (ver [Berstein y Fuentes, 2004](#); [Pedersen, 2016](#), entre otros), de modo que mayores tasas de interés de largo plazo implicarán costos de financiamiento más elevados para los proyectos de inversión.

Para cuantificar el efecto macroeconómico de un *shock* donde aumenta el riesgo, es necesario aislarlo de otros desarrollos que están ocurriendo en la economía al mismo tiempo. Además, se debe considerar que un incremento del riesgo tiene efectos sobre otras variables, como el consumo y la inflación, y que también afectan a la inversión. Utilizando un modelo empírico^{5/} se obtiene que un *shock* de riesgo puro de las características del observado desde principios de año resulta en una contracción de la formación bruta de capital fijo de entre 1 y 1,5% al cabo de cuatro trimestres (gráfico V.11). Estos resultados son opuestos a los que ocurrirían si la misma alza de la tasa a 10 años estuviera causada por mejores perspectivas de crecimiento. El mismo modelo indica que ante un *shock* en las expectativas de crecimiento que aumenta la tasa a dos años en 100pb, la inversión se incrementaría en torno a 2%, lo que se iría diluyendo con el paso del tiempo (gráfico V.12).

GRÁFICO V.11 RESPUESTA DE LA INVERSIÓN ANTE UN *SHOCK* DE RIESGO PURO DE 100PB (*)
(puntos porcentuales)



(*) Función impulso respuesta de un modelo BVAR con restricciones de cero y signo, calibrado con los *shocks* de riesgo puro documentados por [Cieslak y Pang \(2021\)](#). Horizonte H en trimestres.
Fuente: Banco Central de Chile.

^{5/} Se considera un modelo de vectores auto-regresivos Bayesiano (BVAR) semi-estructural estimado en base a la estrategia propuesta por [Korobilis \(2020\)](#). Este incluye un número amplio de variables macroeconómicas y financieras, en conjunto con una estrategia de identificación de los *shocks* que las afectan.



GRÁFICO V.12 RESPUESTA DE LA INVERSIÓN ANTE UN *SHOCK* DE PRODUCTIVIDAD QUE AUMENTA LA TASA A 2 AÑOS EN 100PB (*)
(puntos porcentuales)



(*) Función impulso respuesta de un modelo BVAR con restricciones de cero y signo, calibrado con los *shocks* de oferta. Horizonte H en trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile.

Conclusiones

El escenario central de este IPoM contempla una contracción de la formación bruta de capital fijo para el 2022 de 2,2% anual, dando cuenta del efecto que el deterioro de las condiciones financieras tiene sobre este componente de la demanda. Este Recuadro muestra que el impacto de los aumentos de las tasas de interés de largo plazo sobre la inversión depende de si se originan en una mayor incertidumbre o en mejores perspectivas de crecimiento. También señala que los factores de incertidumbre que actualmente están afectando a la economía chilena —del ámbito político y legislativo— explican una porción relevante del alza de tasas de este año. No puede descartarse un escenario en que la persistente incertidumbre provoque un efecto más negativo que el anticipado en la inversión. Por otra parte, en un escenario donde se reduzca la incertidumbre idiosincrática, aumentaría el dinamismo de la inversión en el mediano plazo.