

RECUADRO I.1

AUMENTOS RECIENTES EN EL PRECIO DE LOS ACTIVOS A NIVEL GLOBAL

En el último tiempo, el precio de distintos activos financieros, en particular aquellos más riesgosos, ha mostrado incrementos significativos, llegando en varios casos a niveles récord. Este fenómeno también se observa en el precio de algunos activos reales. Por ejemplo, el índice global de precios de vivienda reportado por el FMI se ubica en niveles cercanos a sus máximos de inicios del 2008, y en algunas economías desarrolladas ha sobrepasado holgadamente los niveles previos a la crisis financiera global. Lo anterior sugiere que el mercado financiero tiene una visión optimista sobre el desempeño económico de los años venideros, lo que de alguna manera, contrasta con los bajos niveles de las tasas de interés de largo plazo y curvas de rendimiento planas (gráfico I.11), algo que usualmente se asocia con expectativas de crecimiento bajas^{1/2/}. De hecho, más allá de los mejores datos del último tiempo, las perspectivas de crecimiento de mediano plazo para el mundo y las principales economías desarrolladas, reportadas por el FMI, han bajado en los últimos años. En este contexto, el riesgo de una reversión en el precio de los activos constituye una preocupación relevante. Este Recuadro pone en perspectiva la apreciación reciente del precio de los activos y discute sus posibles causas.

Evolución reciente del precio de los activos

El número de índices accionarios que han registrado máximos históricos en los últimos meses es elevado (gráfico I.6), lo que se repite en los mercados de bonos. Esto, en un contexto donde los indicadores de riesgo financiero están en sus mínimos de varias décadas (gráficos I.4 y I.5). Asimismo, el número de países que exhibe un aumento importante del precio de sus viviendas, ajustados por inflación, es considerable (tabla I.2). Chile no ha estado ajeno a estos movimientos globales. Más allá de las reversiones en el margen, el IPSA ha aumentado 21% en el año y 29% desde inicios del 2016. Medido en dólares el aumento es aún mayor, 26 y 54%, respectivamente. Los precios de las viviendas muestran variaciones positivas, pero moderadas.

¿Qué está detrás del mayor precio de los activos?

En general, el precio de un activo refleja la expectativa de sus flujos futuros descontados a tasas ajustadas por riesgo. En este sentido, los elevados precios actuales sugieren alguna combinación de menores tasas de interés libres de riesgo, una compresión de premios por riesgo y/o mejores perspectivas de los flujos de caja asociados. Así, la pregunta central es si la combinación actual de bajas tasas de interés, perspectivas de mayor crecimiento y bajos premios por riesgos que ha dado soporte a las valoraciones actuales, es sostenible en el tiempo.

En relación con las bajas tasas de interés, hay una serie de factores estructurales y coyunturales que las explican. En los primeros, una amplia literatura ha intentado dar cuenta de la tendencia secular a la baja de las tasas de interés reales. Algunas de las principales explicaciones son el envejecimiento de la población y las menores tasas de crecimiento de la productividad de mediano y largo plazo, factores difíciles de compatibilizar con una visión de mayor crecimiento futuro^{3/}.

Sobre aspectos más coyunturales, la política monetaria a nivel global se ha mantenido en niveles ultra-expansivos en los últimos años, operando no solo en la parte corta de la curva de rendimientos —como es usual— sino que también en la parte larga, a través de la compra de activos y otras políticas no convencionales. En lo más reciente, si bien la Reserva Federal (Fed) ha comenzado el proceso de normalización, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón mantienen sus tasas de política cercanas a 0% y programas de estímulo monetario muy profundos. Hacia adelante, aunque la debilidad de la economía durante los últimos años y, en general, la ausencia de presiones inflacionarias han justificado políticas monetarias extraordinariamente expansivas, la recuperación en la actividad y el cierre de brechas en el mercado laboral debieran requerir menores estímulos para evitar futuros desequilibrios reales o nominales. Así, de darse dicha recuperación, es razonable pensar en un alza de las curvas de rendimiento a nivel mundial^{4/}.

^{1/} Como se explica más adelante, el mayor precio de los activos es también consecuencia de tasas de interés bajas. La pregunta es si la combinación de tasas reales bajas y crecimiento relativamente alto que pareciera estar implícita en la valoración actual de algunos activos es sostenible en el tiempo.

^{2/} Respecto de la relación entre tasa reales bajas y perspectivas de bajo crecimiento futuro ver Summers (2014). Respecto de la relación entre la pendiente de la curva de rendimiento y el crecimiento esperado ver Estrella y Mishkin (1996).

^{3/} Ver Recuadro I.1, IPoM diciembre 2015, para una discusión de los principales argumentos que explican la caída en las tasas largas.

^{4/} La tensión sobre este punto es clara en algunos mercados, como en EE.UU., donde la trayectoria para la Fed Funds Rate implícita en los precios de mercado sigue por debajo de lo que se desprende de la comunicación de la Fed.

Además de las bajas tasas libres de riesgo, el precio de los activos se ha visto favorecido por un elevado apetito por riesgo, el que ha ayudado a comprimir los *spreads* y mantiene acotadas las distintas medidas de volatilidad^{5/}. La baja percepción de riesgo, o la alta disposición a asumirlo, se ha asociado, entre otros factores, a una recuperación sincronizada en el mundo, a que ciertos escenarios de riesgo han ido perdiendo fuerza, al menos en la percepción del mercado, y al mayor rol que ha jugado la política monetaria en la contención de escenarios de alta volatilidad^{6/}. No obstante, no es para nada evidente que el riesgo subyacente sea hoy significativamente inferior a su promedio histórico, como sugieren algunos indicadores como el VIX, tanto desde un punto de vista de los mercados financieros (de hecho el *leverage* en importantes sectores de la economía mundial ha aumentado (FMI, 2017b)) como de las tensiones geopolíticas^{7/}, que parecen estar mejor recogidas en las medidas de riesgo financiero de cola. Por otra parte, tampoco es evidente que la disposición de los bancos centrales a posponer el necesario proceso de normalización sea hoy igual que en el pasado reciente, ya que el contexto macro ha mejorado sustancialmente. Por último, si bien las bases para el crecimiento de corto plazo en las economías desarrolladas son sólidas, como muestra la recuperación cíclica y sincronizada de la actividad global, se debe tener en cuenta que la expansión en algunas de ellas se ha prolongado por un período mayor al habitual. Si se suman los problemas endémicos de baja productividad y las necesidades de ajuste en economías importantes, como China, es evidente que, a pesar de las mejores noticias de los últimos meses, corresponde una nota de cautela respecto de la sostenibilidad de las actuales tasas de crecimiento. En efecto, varios organismos multilaterales han notado que sin reformas que potencien la inversión y la productividad será difícil mantener el actual ritmo de expansión.

Conclusión

Las bajas tasas libres de riesgo, el mayor apetito por riesgo y las mejores perspectivas de actividad han impulsado la demanda por activos y presionado sus precios al alza. Sin embargo, existen argumentos que sugieren que esta combinación de factores podría cambiar a medida que algunos aspectos de la economía global se normalicen. Ello hace que escenarios de reversión abrupta del precio de los activos sean de especial preocupación.

^{5/} Ver Recuadro I.1, IPoM junio 2017, para una discusión respecto de las razones detrás de la baja volatilidad en los mercados financieros.

^{6/} Luego de la reacción negativa de los mercados en el *Taper Tantrum*, las autoridades monetarias de países desarrollados han sido muy cuidadosas en su comunicación y se han mostrado disponibles para aplacar episodios de volatilidad. Dos ejemplos son la reacción de los bancos centrales tras el Brexit y la pausa llevada a cabo por parte de la Fed luego de su primera alza de tasas en diciembre del 2015.

^{7/} Estos riesgos parecen estar mejor recogidos en otras medidas, como el VVIX y el SKEW index (Recuadro I.1, IPoM junio 2017).

El escenario base del IPoM asume que las condiciones financieras externas relevantes para Chile, como las tasas de interés y los premios por riesgo pagados por economías emergentes, convergerán gradualmente a niveles similares a sus promedios históricos más recientes. Al mismo tiempo, asume que las tasas de crecimiento que inciden en los flujos de caja de distintos activos permanecen en niveles coherentes con las tasas libres de riesgo de largo plazo. Sin embargo, no se puede descartar la ocurrencia de reversiones abruptas que pueden traer consigo episodios de estrés financiero indeseados. Estos episodios suelen relacionarse con movimientos sincronizados de agentes financieros que, por su naturaleza, son muy difíciles de predecir y suelen amplificarse si los niveles de apalancamiento con que se opera en ciertos mercados son elevados. Con todo, es importante señalar que no es fácil identificar estos límites.

TABLA I.2

Valoración de activos (1) (2)
(rango percentil)

	Precio/ Ganancias Cicl. Ajustado	Futuro Precio/Ga- nancias	Premio por Riesgo de Capital	Premio por Plazo (10 años)	Spread Corporativo	Precio de viviendas a Ingreso
EE.UU.	83	79	85	7	6	74
Alemania	62	33	86	9	14	39
Japón	28	17	87	5	65	8
Reino Unido	85	60	96	8	8	92
Emergentes	25	58	84	19	5	44

(1) Colores se basan en valoración de cuartiles, rojo (verde oscuro) denota un bajo (alto) premio, *spread*, volatilidad y calidad de emisión, así como una alta (baja) emisión y precios de viviendas a ingresos.

(2) Para detalles sobre la definición y cálculo de las variables, ver FMI (2017b).

Fuente: FMI (2017b).

GRÁFICO I.12

EE.UU.: Tasa real de los bonos del Tesoro a 10 años plazo (1)
(porcentaje)



(1) Construida a partir de expectativas de inflación (IPC) a 1 y 10 años de la Survey of Professional Forecasters de la Fed de Philadelphia.

(2) Previo a 1980, se utilizan las expectativas de inflación a 1 año de la serie de deflactor del PIB.

Fuente: Bloomberg.