



RECUADRO I.2:

Movimientos recientes de las tasas largas y su impacto en la inversión

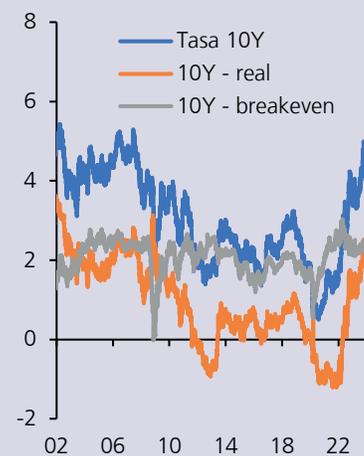
En general, las tasas de interés de largo plazo dependen de la trayectoria esperada de la política monetaria y de un conjunto de premios que compensan los riesgos asociados a invertir en instrumentos con vencimientos lejanos en el tiempo. A esto se le suma la influencia de las expectativas y premios externos, principalmente los de EE.UU., que tienden a traspasarse parcialmente a las tasas locales. Las tasas de interés de largo plazo, tanto globales como locales, tuvieron un aumento importante en el curso del cuarto trimestre, lo que tensionó las condiciones financieras a nivel global. Si bien este fue un fenómeno transitorio, la volatilidad de las tasas de largo plazo ha aumentado y permanece como un elemento de riesgo relevante del encuadre macro tanto externo como local. Este recuadro analiza los movimientos recientes de las tasas largas en Estados Unidos y en Chile, y su impacto sobre la inversión en la economía local.

Factores externos

Comparado con comienzos de 2022, la tasa de interés nominal a 10 años de los bonos del Tesoro de Estados Unidos ha aumentado alrededor de 200 puntos base (pb), fundamentalmente por cambios en la tasa de interés real (+250pb) (gráfico I.18a). Parte de esta alza responde a una mayor restricción monetaria de la Fed, que ha aumentado la *fed funds rate* en 525pb desde marzo del año pasado. Se suma que los tramos más largos de la curva de rendimiento —no influenciados por la política monetaria de corto plazo— también mostraron aumentos considerables. Por ejemplo, las tasas reales 5-en-5 y 10-en-10 han subido cerca de 190pb (gráfico I.18b). Dichos movimientos estarían asociados tanto a las expectativas de una mayor tasa de interés neutral a largo plazo como a la mayor incertidumbre sobre su nivel ^{1/}. Considerado el período entre inicios de 2022 y mediados de 2023, diversos modelos estadísticos indican que el componente de expectativas habría jugado un rol más importante que la incertidumbre para el grueso del aumento de ese lapso (gráfico I.18c).

GRÁFICO I.18 TASAS DE LARGO PLAZO DE LOS BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS

(a) Tasa 10y: real y *breakevens* (porcentaje)



(b) Tasa 10y, 5-en-5 y 10-en-10 (porcentaje)



(c) Tasa 10y: neutral y premios (ACM) (porcentaje)



Fuentes: [Adrian, Crump y Moench \(2013\)](#) y Bloomberg.

^{1/} Modelos que descomponen las tasas en una tasa neutral al riesgo y premios por plazo —[Adrian Crump y Moench \(2013\)](#); [Christensen y Rudebusch \(2012\)](#); [Kim y Wright \(2005\)](#)— sugieren que la tasa a 10 años de EE.UU. ha aumentado principalmente por el alza de la tasa neutral, aunque en lo más reciente se vio también un incremento de los premios. Se han ofrecido múltiples razones para el aumento en la tasa neutral de largo plazo, entre ellas la situación fiscal de largo plazo en EE.UU., las necesidades de inversión para la transición energética, cambios demográficos, potenciales conflictos geopolíticos, entre otros.



Considerado el período más reciente, en particular lo ocurrido durante el cuarto trimestre, se estima que los premios por riesgo han jugado un rol importante en la alta volatilidad de la tasa a 10 años de EE.UU. (gráfico I.18c). En ese período, dicha tasa alcanzó niveles en torno al 5%, para luego retornar a valores más bajos hacia el cierre estadístico de este IPoM (Capítulo I). Esto refleja una elevada sensibilidad del mercado a noticias, producto de la alta incertidumbre sobre la evolución de la macro a corto y mediano plazo, incluyendo la tasa de llegada de la Fed. De hecho, la posibilidad de que las tasas de largo plazo vuelvan a mostrar movimientos abruptos y de magnitud relevante constituyen una fuente de riesgo relevante del encuadre macro internacional y local.

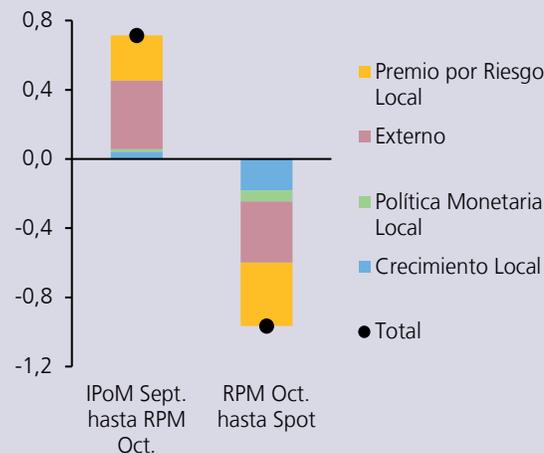
Tasas largas en Chile y su impacto en la economía local

La volatilidad de las tasas largas en EE.UU. también se evidenció en el plano local. Entre principios de agosto y fines de octubre la tasa *benchmark* de largo plazo —medida por el BTP-10— aumentó en torno a 150pb, alza que se revirtió en el último mes. Una descomposición estructural de los movimientos de esta tasa sugiere que en lo más reciente estos pueden atribuirse principalmente a factores de riesgo local y externos (gráfico I.19a).

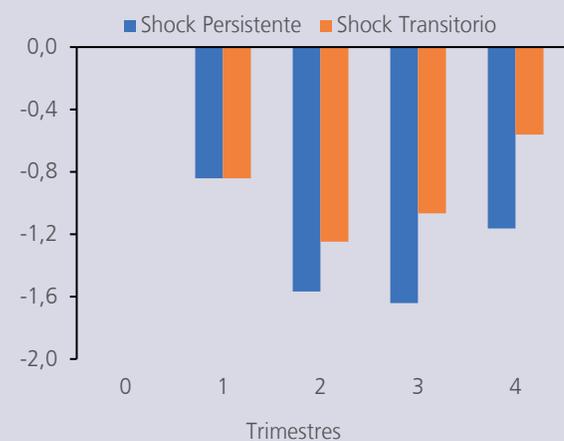
Como se ha analizado en IPoMs previos ^{2/}, aumentos de la tasa larga asociados a shocks de riesgo tienen efectos contractivos en la economía, sobre todo en la inversión. En base a dichos análisis, se estima que un shock de premios por riesgo externos y locales de magnitud y duración similar al episodio reciente (30pb de premios locales y 40pb de externos durante dos a tres meses), tienen efectos negativos acumulados en la inversión a un año en torno a 0,5pp de menor crecimiento. Si las tasas se hubiesen quedado altas, en lugar de bajar como lo hicieron, el impacto negativo en la inversión sería el doble (gráfico I.19b).

GRÁFICO I.19 MOVIMIENTO DE LA TASA LARGA EN CHILE Y ESTIMACIÓN DE SU IMPACTO EN LA FBCF

(a) Descomposición estructural de la tasa cero swap a 10 años (1)
(porcentaje)



(b) Respuesta de FBCF ante un shock de riesgo similar al reciente en la tasa larga (2)
(porcentaje)



(1) Descomposición estructural en base a Eterovic y Eterovic (2022). Dato spot corresponde al 12/12/2023. Para mayor detalle ver [Recuadro V.1 IPoM diciembre 2021](#). (2) Función impulso respuesta de un modelo auto-regresivo Bayesiano (BVAR) con restricciones de cero y signo, calibrado con los shocks de riesgo puro en base a Eterovic y Eterovic (2022). Para mayor detalle ver [Recuadro V.1 IPoM diciembre 2021](#).

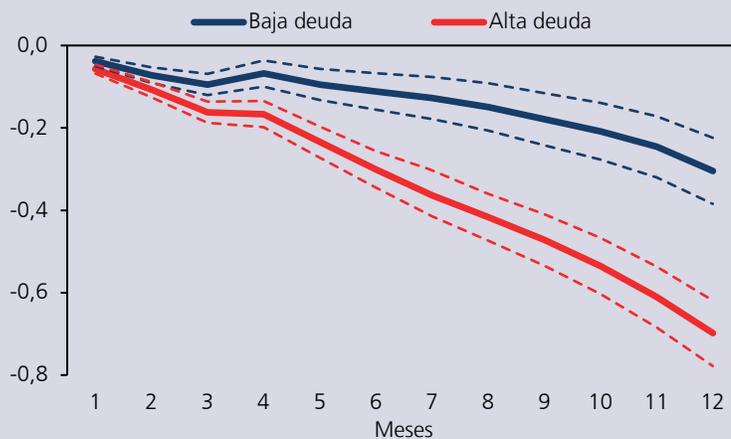
Fuentes: Banco Central de Chile y RiskAmerica.

^{2/} Ver Recuadro V.1 del [IPoM diciembre 2021](#).



Los shocks de premios por riesgos externos y locales pueden tener un impacto heterogéneo a nivel de empresas, siendo su nivel de endeudamiento una de las variables que puede determinar las diferencias. Un análisis en base a microdatos ^{3/} indica que un shock de premio por riesgo de la magnitud observada tiene efectos significativamente mayores en la decisión de invertir de las empresas con altos niveles de endeudamiento ^{4/}. En estas, el impacto negativo en la inversión es de 0,7pp de menor crecimiento a un año plazo, cifra que baja a 0,3pp para las empresas con bajo endeudamiento (gráfico I.20). Cabe destacar que esta heterogeneidad se asocia principalmente a una respuesta diferenciada al shock por riesgo externo y no tanto al local.

GRÁFICO I.20 RESPUESTA DE LA INVERSIÓN A NIVEL DE EMPRESA A SHOCKS EN LA TASA LARGA SIMILAR AL RECIENTE (*)
(porcentaje)



(*) El gráfico muestra el cambio porcentual en la inversión de firmas con alto y bajo apalancamiento en respuesta a shocks de riesgo que generan una caída agregada de la inversión de 0,5pp. Intervalos de confianza del 90% (Andalraft et al. 2023).
Fuentes: Banco Central de Chile, CMF, Risk America y SII.

Conclusiones

El análisis presentado sugiere que movimientos de tasas de largo plazo de las magnitudes y duración de los experimentadas en los últimos meses pueden tener efectos relevantes en la inversión, y consecuentemente, en la actividad. Las fuertes alzas entre septiembre y fines de octubre fueron un fenómeno transitorio, al cual se le asigna un impacto negativo, pero acotado, en la inversión de los próximos trimestres. Su efecto parcial en las proyecciones de inversión a un año plazo —que consideran múltiples elementos, más allá de las tasas largas— es del orden de medio punto porcentual. Sin embargo, la alta volatilidad que han mostrado las tasas largas a noticias macroeconómicas de distinta índole transforma este elemento en una fuente de riesgo relevante en el encuadre macro global y para la economía chilena.

^{3/} Solo se consideran empresas grandes, aquellas sobre la mediana de ventas anuales de cada año en el universo de empresas con más de 5 empleados y se excluye el sector financiero.

^{4/} Empresas con alto endeudamiento se refiere a las que están sobre la mediana de apalancamiento —deuda sobre ventas— de cada año.