



RECUADRO I.1:

Evolución de las tasas de interés de largo plazo

Evolución de las tasas de interés de largo plazo en las últimas décadas

Tras haber experimentado un sostenido descenso en las primeras dos décadas de este siglo, en los últimos años, las tasas de interés de largo plazo han exhibido un alza relevante. Esto se ha expresado de manera especialmente clara en la tasa de los bonos a 10 años del Tesoro de Estados Unidos que, en las últimas semanas, ha llegado a ubicarse en torno a 250 puntos base (pb) sobre el promedio 2012-2021.

La relevancia de esta situación tanto para la conducción de la política monetaria como para el funcionamiento de la economía hizo que la XXVII Conferencia Anual del Banco Central de Chile —que se llevó a cabo el 4 y 5 de noviembre— tuviera como temática principal la evolución de mediano y largo plazo de las tasas de interés. La Conferencia contó con la participación de destacados expertos internacionales en esta literatura quienes, en conjunto con investigadores del Banco Central de Chile, presentaron una serie de trabajos preparados para el evento.

En la Conferencia se discutieron las distintas fuerzas detrás de estos cambios en las tasas. Dentro de los factores que habrían estado detrás de la caída de las tasas de interés en el período 2000-2020 se destacaron el exceso de ahorro sobre la inversión mundial (*savings glut*), los cambios demográficos —incluyendo una mayor esperanza de vida—, el bajo crecimiento de la productividad, el aumento de la aversión al riesgo y la mayor desigualdad. Por otra parte, dentro de los factores que explicarían el aumento más reciente de las tasas de interés, se encontrarían el aumento en la productividad producto de desarrollos en inteligencia artificial, las inversiones relacionadas al cambio climático y los gastos en defensa, que si no vienen acompañados de reducciones de gasto en otras partidas generarán mayores déficits fiscales.

La Conferencia incluyó un panel de discusión sobre las perspectivas futuras de las tasas y su importancia para las economías emergentes. En este, se señalaron diferencias en los determinantes de las tasas largas entre las economías desarrolladas y emergentes, incluyendo que en estas últimas los shocks externos y los movimientos del tipo de cambio tienden a jugar un rol más relevante. Además, en general, las economías emergentes muestran un desarrollo menor de sus mercados financieros, lo que dificulta que los fundamentos estructurales se reflejen en el nivel de tasas y puede generar mayor volatilidad. Por estas y otras consideraciones, las tasas largas de economías emergentes incluyen primas de riesgo de diversa naturaleza, lo que eleva los costos de financiamiento.

Dinámica reciente de las tasas largas

Más allá de los elementos estructurales analizados en la conferencia, varios factores han explicado la dinámica de las tasas de largo plazo estadounidenses durante los últimos trimestres. Destacan el cambio del ciclo económico y la consecuente reacción de política monetaria, la fortaleza de esa economía y un alza relevante del apetito por riesgo. Se suma la mayor incertidumbre sobre el nivel neutral de la *Federal Funds Rate* (FFR), que estaría provocando una mayor sensibilidad de las tasas largas a cambios en las perspectivas de política monetaria de corto plazo ([Reszczynski et al., 2024](#)).

En comparación con el IPoM de septiembre, la tasa a 10 años en Estados Unidos ha aumentado en torno a 40pb. Parte de ello podría estar relacionado con las mejores perspectivas de crecimiento. El resultado de las elecciones y la agenda de desregulación de la nueva administración también estarían generando cierta preferencia por la renta variable sobre la fija, favoreciendo el aumento de las tasas largas.



Otros factores relevantes en la evolución de las tasas es el aumento de los premios por plazo (gráfico I.16). Ello puede estar incidido por factores como la incertidumbre sobre la tasa neutral, las dudas sobre las finanzas públicas en un contexto de niveles de deuda ya elevados y un complicado contexto geopolítico global que tendría implicancias sobre el gasto en defensa. Se suman las posibles consecuencias inflacionarias del nuevo entorno de comercio global^{1/}.

El aumento en las tasas de internacionales empeora las condiciones de financiamiento externo para emergentes y reduce el precio de materias primas, lo que tiende a depreciar las monedas y a empeorar las condiciones de financiamiento locales. Estos efectos son particularmente intensos cuando la razón del incremento de las tasas globales es un aumento de la prima por riesgo (gráfico I.17) —ver también [Reszczyński et al. \(2024\)](#). De hecho, desde el IPOM de septiembre, la mayor parte de la depreciación del tipo de cambio en Chile y otras economías emergentes se explica por el aumento de las primas de riesgo a nivel global (gráfico I.18).

¿Qué esperar de las primas por riesgo y la evolución de las tasas de largo plazo?

Si bien el componente de prima por riesgo es altamente volátil y podría revertirse en pocas semanas, algunos antecedentes dan cuenta de que parte del aumento reciente podría mostrar cierta persistencia. Destaca la inusual reacción de la tasa a 10 años de Estados Unidos ante la de escalada de las tensiones geopolíticas. En lugar de caer, como es habitual en eventos de *risk-off*, desde la invasión de Rusia a Ucrania ha tendido a aumentar (gráfico I.19). Cálculos en base a modelos empíricos semi estructurales indican que el nivel actual de la tasa incluye un premio geopolítico del orden de 30-40pb ([Reszczyński et al., 2024](#)). Este comportamiento inusual obedecería a dos elementos. Por un lado, la percepción de que se está ante un cambio de equilibrios geopolíticos duradero, con conformaciones de bloques más clara y probabilidad de eventos extremos más elevada, lo que limitará algunos de los mecanismos que en el pasado habían contribuido a la baja de tasas (por ejemplo, el aumento de la demanda global por bonos estadounidenses). Por otro lado, este cambio en el escenario geopolítico global ocurre en un contexto de finanzas públicas en posiciones ya delicadas, por lo que las presiones por mayor gasto en defensa también tenderán a presionar las tasas al alza^{2/}.

Conclusiones

Para las economías emergentes, las condiciones financieras internacionales aparecen como una fuente de riesgos significativa en el escenario de mediano plazo. La incertidumbre en torno a las perspectivas fiscales en el mundo desarrollado, la situación geopolítica y la evolución de los conflictos comerciales han tendido a aumentar la probabilidad de escenarios que hace algunos meses eran solo riesgos de cola o ni siquiera formaban parte del universo de posibilidades. Dada la dificultad de incorporar adecuadamente esos escenarios en los precios de los activos, noticias aparentemente pequeñas están generando reacciones desproporcionadas en los precios de mercado. El escenario más probable es que esta incertidumbre —y la volatilidad asociada— continúe presente en los próximos meses, lo que mantendría la presión sobre las tasas largas a nivel global y, consecuentemente, en los precios de los activos en el mundo emergente.

^{1/} La relevancia de las perspectivas fiscales sobre el aumento de las tasas largas también se observa al analizar la reacción de mercado ante anuncios fiscales en otras economías desarrolladas y emergentes y al aplicar la descomposición de [Ferreira y Shousha \(2023\)](#) para las tasas de EE.UU. ([Reszczyński et al., 2024](#)).

^{2/} Albagli, E., Bauducco, S., Carlomagno, G., Gonzales, L., Wlasiuk, J. "[Climate Change, Wars, and the Natural Rate of Interest](#)". Presentación en la conferencia anual BCCh 2024.



GRÁFICO I.16

Descomposición tasa 10 años EE.UU. (1)
(acumulado desde 28.08.24, puntos base)

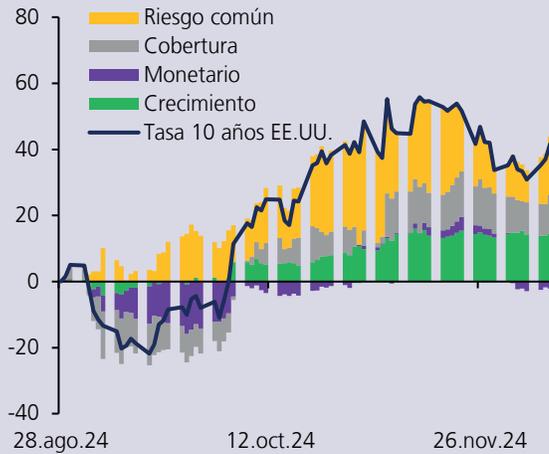
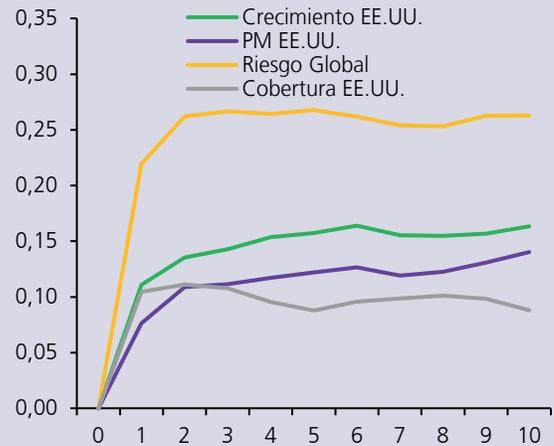


GRÁFICO I.17

IRFs TCN emergentes a shocks globales (2)
(porcentaje)



(1) Descomposición en base a [Cieslak y Pang \(2021\)](#). (2) IRFs obtenidas mediante metodología de proyecciones locales con datos de frecuencia diaria. Shocks estructurales identificados mediante SVAR bayesiano con bloques de países emergentes, desarrollados, EEUU y materias primas. Las IRFs corresponden a la respuesta de las variables a un shock de una desviación estándar. Más detalles en [Reszczyński et al. \(2024\)](#).

Fuentes: [Reszczyński et al. \(2024\)](#) en base a datos de Bloomberg.

GRÁFICO I.18

Descomposición TCN (1)
(acumulado desde 28.08.24, porcentaje)

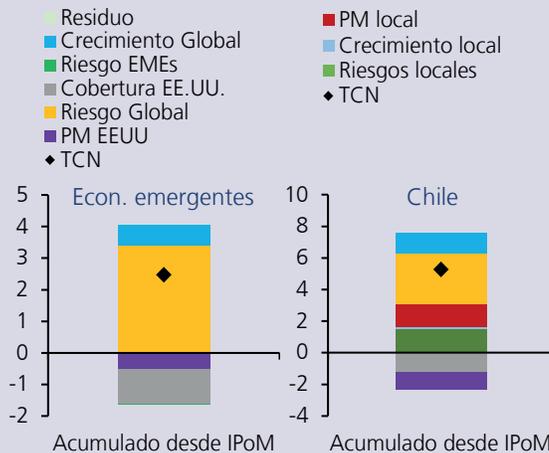
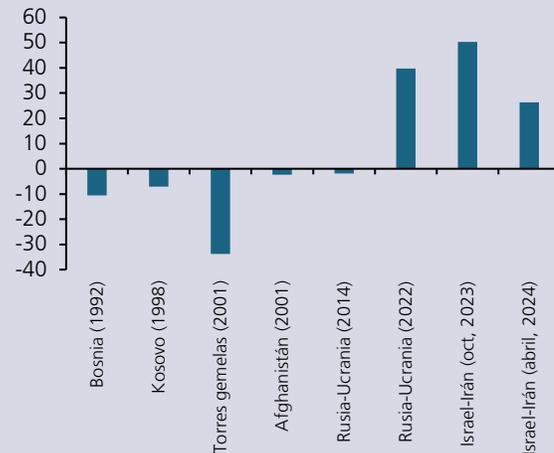


GRÁFICO I.19

Reacción de tasa 10 años a episodios bélicos (2)
(puntos base)



(1) Shocks estructurales identificados mediante SVAR bayesiano con bloques de países emergentes, desarrollados, EE.UU. y materias primas. Variaciones acumuladas son netas del promedio desde 2010. Más detalles en [Reszczyński et al. \(2024\)](#). (2) Cambio tasa 10 años sobre 30 días centrado en el evento. Para las tasas reales los resultados son similares, salvo para la guerra Rusia-Ucrania 2022, donde el aumento de la tasa real es cercano a cero.

Fuentes: [Reszczyński et al. \(2024\)](#) en base a datos de Bloomberg.