



Las bajas tasas de interés de antaño que no volverán...

Luego del cambio de ciclo originado por el agresivo recorte de tasas de interés en EE.UU., los expertos creen que las tasas de equilibrio o neutrales en el mundo se “estacionarán” en niveles más altos que en décadas anteriores, debido a los altos niveles de endeudamiento de los países y a una inflación estructuralmente más alta. Las tasas de largo plazo y las de financiamiento hipotecario en Chile, a su vez, también seguirán elevadas en el mediano plazo, según los expertos.

Un reportaje de JULIO NAHUELHUAL



El sistema financiero mundial se prepara para su nueva normalidad. Tras el cambio de rumbo de la semana pasada por parte del Banco Central de Estados Unidos, el que decretó la primera reducción de la tasa de los fondos federales en cuatro años, los mercados comienzan a calibrar hasta qué punto seguirán profundizándose los recortes en el influyente país norteamericano y en el resto del mundo.

Sin embargo, lo que ya es un relato común entre los especialistas es que las tasas de interés del nuevo ciclo económico se “estacionarán” en niveles neutrales o de equilibrio más altos de los que durante décadas el mundo estuvo acostumbrado. Esto, coinciden los expertos, implicará costos de financiamiento para personas, empresas y países más caros que otros ciclos de estabilidad de antaño.

Tras la reciente crisis inflacionaria y los efectos críticos de la pandemia global para el mundo, distintas economías iniciaron un rally de baja de tasas de interés y fueron los países de América Latina, especialmente Brasil y Chile, quienes lideraron el año pasado esta tendencia de relajo monetario. Estados Unidos se unió a este grupo el 18 septiembre, con una agresiva baja de 50 puntos base, a un rango de 4,75%-5%. Tres meses antes, el Banco Central Europeo había decidido bajar su tasa de referencia por primera vez desde 2019.

“Viviremos con tasas más elevadas a nivel estructural que las del período prepanoémico. Esto debido a que las fuerzas inflacionarias requieren de una tasa de equilibrio mayor. La inflación, que fue baja durante años, ha demostrado ser más persistente de lo esperado tras las disrupciones de la cadena de suministro, la guerra en Ucrania y el cambio en la demanda global postpandemia. Además, la demografía,

con poblaciones envejeciendo en muchas economías avanzadas, y el cambio hacia un mundo menos integrado, con cadenas de suministro menos centralizadas, influyen. Esto implica que viviremos en un mundo más inflacionario que el que habitamos en la década pasada. Esto se traducirá en que la tasa de equilibrio, que posiciona a la inflación en su rango meta, tiene que ser mayor”, explica Joaquín Aguirre, gerente de estudios de Sartor Finance Group.

“Los consumidores y las empresas deberán acostumbrarse a un costo del crédito más elevado que en el pasado reciente, lo que podría afectar las decisiones de inversión y consumo”, complementa.

La llamada tasa de interés neutral es un nivel teórico de endeudamiento que no estimula ni desacelera el crecimiento y es coherente con un PIB en su nivel tendencial y una inflación que se ubica en la meta determinada por cada economía. En Chile, por ejemplo, la Tasa de Política Mone-

taria (TPM), que hoy está en 5,5%, se considera expansiva cuando está por debajo de la tasa neutral y es contractiva cuando se ubica por sobre la tasa de equilibrio.

El último informe de Política Monetaria (Ipom) del Banco Central de Chile ubicó la tasa de interés neutral entre el 3,5% y 4,5% y muchos economistas estiman que, bajo las actuales condiciones, el nivel de equilibrio está mucho más cercano al techo de la banda proyectada por el BC.

La Reserva Federal, a su vez, subió la semana pasada la tasa neutral de Estados Unidos desde 2,8% a 2,9%, lo que está por sobre las estimaciones de décadas anteriores. Carolina Grünwald, economista jefa de Prudential AGF, recuerda que la actual proyección supera al nivel de 1,78% promedio que tenía la economía norteamericana entre los años 2000 y 2019 y también es mayor al promedio de tasa neutral de entre 2020 y la actualidad (2,3%). “Esto implica un costo de financiamiento más alto”, concluye la economista de Prudential AGF.

Lo que hay detrás

“Es probable que las tasas neutrales sean más altas que en décadas pasadas debido a una combinación de factores económicos y estructurales. Esto tendrá amplias implicaciones para el crédito, inversión, mercados financieros y política fiscal a nivel global”, reconoce Diego Valda, *head* de Economía y Estrategia de Zurich Chile AGF.

Valda cree que entre los factores que influirán en tasas de interés mayores durante el nuevo ciclo que comienza están una inflación más persistente, una política fiscal de los países más expansiva, y la tendencia a la desglobalización y a las tensiones comerciales, las que pueden llevar a un aumento de los costos y una inflación estructuralmente más alta.

“Las tasas más altas implican un mayor costo del crédito para consumidores y empresas, lo que puede ralentizar el crecimiento económico. Desde la perspectiva de los ahorristas, estos pueden beneficiarse de mayores rendimientos, mientras que los inversores pueden enfrentar mayores costos de financiamiento (...) Los gobiernos pue-



Viviremos con tasas más elevadas a nivel estructural que las del período prepandémico. Esto, debido a que las fuerzas inflacionarias requieren de una tasa de equilibrio mayor”.

Se anticipa que las tasas de interés se estabilizarán en niveles más elevados que en el pasado. La pandemia obligó a masivos apoyos desde los gobiernos, que determinaron fuertes incrementos en el gasto y deuda pública”.

Es probable que las tasas neutrales sean más altas que en décadas pasadas debido a una combinación de factores (...) Esto tendrá amplias implicaciones para el crédito, inversión, mercados financieros y política fiscal a nivel global”.

Tengo la impresión que llevará años regresar al (nivel de tasa de crédito) hipotecario de 2% que tuvimos el 2019, previo al estallido (social)”.

El mercado maneja ciertas expectativas de que las tasas, si bien van a la baja, no volverían a los niveles que se observaban previo a la pandemia”.

JOAQUÍN AGUIRRE
Gerente de Estudios de Sartor Finance Group

SERGIO LEHMANN
Economista jefe del BCI

DIEGO VALDA
Head de Economía y Estrategia de Zurich Chile AGF

CAROLINA GRÜNWARD
Economista jefa de Prudential AGF

JORGE HERRERA,
Jefe de Estrategia de Inversión Principal Chile

den enfrentar mayores costos de servicio de la deuda, lo que puede influir en sus políticas fiscales”, añade Valda.

De hecho, los expertos creen que, independientemente de quién sea elegido como nuevo Presidente en Estados Unidos en noviembre próximo (Kamala Harris o Donald Trump), la economía norteamericana seguirá con altos niveles de gasto, déficit fiscal y deuda pública, lo que también presiona a que las tasas se mantengan más altas que en el pasado.

“De cualquier manera, se anticipa que las tasas de interés se estabilizarán en niveles más elevados que en el pasado. La pandemia obligó a masivos apoyos desde los gobiernos, que determinaron fuertes incrementos en el gasto y deuda pública. Reconociendo de ese lado una alta inercia, hoy las necesidades de financiamiento fiscal y, por tanto, emisiones de bonos de gobierno, son sustantivamente más elevadas que hace unos años, llevando a mayores tasas de interés”, coincide, a su vez, Sergio Lehmann, economista jefe de banco BCI.

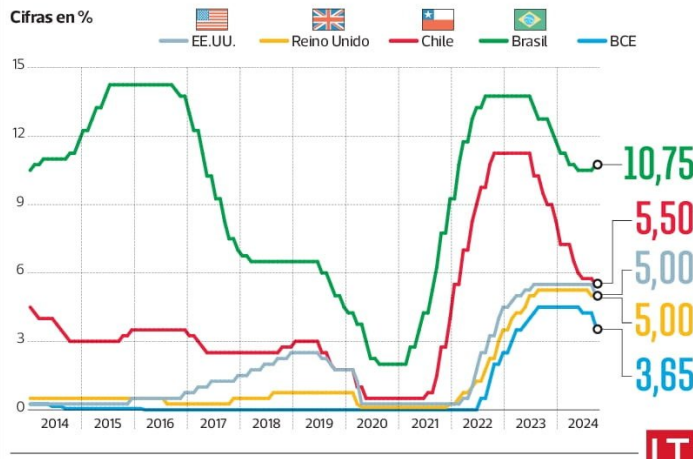
Jorge Herrera, jefe de Estrategia de Inversión Principal Chile, recuerda que la tasa de largo plazo en Estados Unidos, hoy en 2,9%, estaba hasta hace seis meses en 2,5%.

“El mercado maneja ciertas expectativas de que las tasas, si bien van a la baja, no volverían a los niveles que se observaban previo a la pandemia. Parte de las razones que podrían justificar esto las encontramos, entre otras cosas, en la posibilidad de inflaciones más persistente que antes o en la existencia de mayores déficits presupuestarios que deben ser financiados con más deuda y, por ende, con costos mayores”, concluye el especialista.

Tasas largas e hipotecarios

Si bien las tasas de política monetaria que determinan los bancos centrales en el mundo y que afectan principalmente las tasas de corto plazo se encaminan a un rally a descensos, las llamadas tasas largo plazo (a 10 o 30 años, por ejemplo) tienen su propia dinámica y están afectadas también por otros factores como expectativas de crecimiento económico, inflación, tensiones geopolíti-

TASAS DE INTERÉS DE BANCOS CENTRALES



FUENTE: Investing

LA TERCERA **LT**

cas y riesgo financiero, entre otros.

Para los especialistas, el gran referente de tasas largas en Chile y, como consecuencia, de las tasas de interés de los créditos hipotecarios locales es el rendimiento del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, que se ha transado en los últimos días en torno del 3,8% y que tuvo una reacción a la baja luego del agresivo recorte de la Reserva Federal de la semana pasada. Los expertos creen que en el mediano plazo la tasa de este bono del Tesoro de EE.UU. se mantendría en torno al 3,5%, lo que de todas formas es un 1% más alto que el promedio observado en la década antes de la pandemia.

“Las tasas largas han reaccionado al alza durante estos primeros días, de manera muy contraintuitiva”, apunta Carolina Grünwald, de Prudential AGF quien explica que la reacción podría fundarse en las expectativas de que no hay señales hacia adelante de una “gran recesión” o duro aterrizaje en el crecimiento de Estados Unidos.

“Con la información disponible hasta hoy, estas tasas (largas) se van a estabilizar hacia niveles superiores a los que se tenían

en la década previa al Covid. Debemos tener en cuenta que antes del Covid en el mundo había exceso de ahorro, lo que significa que el dinero es barato. Luego del Covid nos encontramos en un mundo con deuda, donde destaca EE.UU. y su incremento de la deuda pública, lo que podría impactar también en su clasificación de riesgo de la deuda soberana, que pega en las tasas más largas”, reflexiona Carolina Grünwald.

La economista añade que si bien el desempeño de las tasas largas en EE.UU. influye en lo que pase en Chile, estima que las tasas de largo plazo en la economía local también están afectadas por temas como el riesgo del país, la salud fiscal y la profundidad del mercado de capitales. “Tengo la impresión que llevará años regresar al hipotecario de 2% que tuvimos el 2019, previo al estallido (social)”, proyecta la economista jefa de Prudential AGF.

Según la última información disponible en el Banco Central, la tasa de crédito hipotecario en Chile bordea el 5%.

El jefe de Estrategia de Inversión Principal Chile, Jorge Herrera, coincide en que las

tasas largas en Chile y las de financiamiento hipotecario se han visto afectadas por una pérdida de liquidez y profundidad del mercado de renta fija local como consecuencia de los retiros de fondos previsionales durante la pandemia y el mayor riesgo país que se observó en Chile luego de los eventos asociados al estallido social de octubre de 2019.

“De este modo, si bien es posible que las tasas hipotecarias presenten algún descenso, ante los ciclos de recortes de tasas de interés tanto en Chile como en Estados Unidos, esto no sería ni algo automático ni en el corto plazo”, añade Herrera.

Sergio Lehmann también reconoce que las tasas largas se han visto afectadas por la menor liquidez del mercado de capitales, producto de los retiros de fondos de pensiones. “Para un bono en pesos a 10 años plazo emitido por el Tesoro Público o Banco Central deberíamos ver que el retorno se estabilice en torno al 5,25%, no muy alejada de las cifras que hoy vemos, pero cerca de 75 puntos base mayor al promedio observado entre 2011 y 2020”, proyecta el economista de BCI.

“Tasas de interés que se equilibran en niveles más altos que en el pasado implican costos de financiamiento más elevados. Ello determina, por consiguiente, tasas más reducidas de crecimiento económico. Del lado hipotecario, se advierten mayores tasas para los créditos y, por ende, un menor dinamismo en el mercado inmobiliario”, insiste Lehmann.

Sin embargo, Joaquín Aguirre, gerente de estudios de Sartor Finance Group, es más enfático. “Los créditos hipotecarios, que dependen de las tasas largas, probablemente serán más costosos en el mediano plazo. Esto encarecerá el acceso a la vivienda para los chilenos, especialmente en un contexto donde los bancos locales también enfrentan mayores costos de financiamiento. Esto tenderá a desacelerar el mercado inmobiliario y limitar el acceso a nuevos compradores, ya que los hogares tendrán que enfrentar pagos mensuales más altos en sus préstamos hipotecarios”, concluye el especialista. ●