



Un mundo de tasas bajas

Estudios y Políticas Públicas
Septiembre 2019

Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1111, piso 5. Santiago

I. Un mundo de tasas bajas

Operar con tasas de interés permanentemente bajas implica no sólo un reto para el diseño de la política económica; debido al potencial incentivo que esto provoca para incrementar el apalancamiento privado y el endeudamiento público, y la menor capacidad de respuesta por parte de los bancos centrales; sino que como señala Sandoval & Morales (2017)¹ vulnera la estabilidad del sistema financiero internacional al incrementar la búsqueda de rendimientos en el mercado e incentivar la absorción de riesgos, lo que puede derivar en afectaciones futuras para el desempeño sostenible de la economía mundial².

Las respuestas de política monetaria que se generaron en casi todo el mundo luego de la crisis financiera que se desarrolló entre 2007 y 2009 fueron sin precedentes, dando lugar a lo que se conoce como “*Quantitative easing*”, donde se intervino masivamente al mercado con el fin de dar liquidez y crédito, y se fijó una postura “ultra-laxa” que derivó en tasas inusualmente bajas, las mismas que han permanecido en dicho nivel casi una década después y que mantienen las tasas de interés nominales a 10 años en mínimos (Gráfico I), con países mostrando incluso tasas negativas. A pesar de que el bajo nivel de tasas ha sido acompañado de una inusual liquidez global –visto en perspectiva histórica-, los bancos centrales se han visto imposibilitados de llevar las tasas a su nivel neutral³, por un lado las expectativas de inflación se han mantenido acotadas, y por otro, países como Chile han seguido la tendencia de sus pares internacionales y han

visto reducir sus tasas de interés a pesar de efectos que se contraponen a esta tendencia (Gráfico II).

Gráfico I. Tasas de interés de bonos a 10 años (Puntos porcentuales)

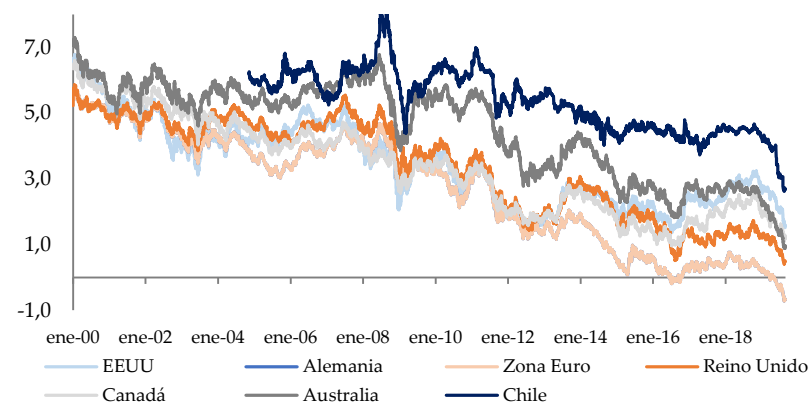
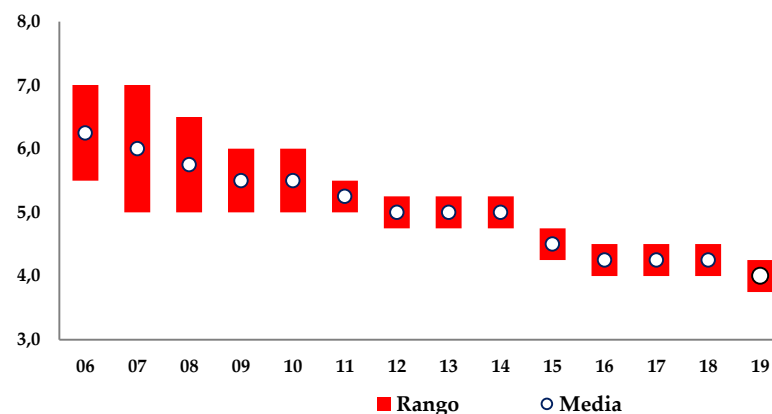


Gráfico II. Estimación de la Tasa de Política Monetaria Neutral Nominal (porcentaje)



¹ “Why are interest rates so low? Jamel Sandoval Hernandez & Samy Morales Guillén (2017)

³ Podría definirse como la tasa de interés coherente con un nivel de inflación alineado a la meta que fija el Banco Central.

Pero ¿qué es lo que ha permitido el relajamiento de tasas para el periodo posterior a la crisis? ¿Será que las condiciones económicas cambiaron para siempre? O ¿solo es un periodo anormal en nuestra historia?

II. Determinantes de las Tasas de interés

Antes de continuar es necesario distinguir el incremento nominal de tasas versus lo que es la tasa de interés neutral (TIN)⁴. Un incremento nominal de tasas puede ser ocasionado por expectativas de mayor crecimiento, o de mayor inflación, un fenómeno que, independiente de su plazo, tiene carácter temporal; a diferencia de la tasa de interés neutral, cuyo concepto alude al “nivel promedio de la tasa de interés tal que el nivel general de precios no tiene tendencia a moverse hacia arriba o hacia abajo”⁵ es decir, aquella tasa que permite alcanzar a los bancos centrales el máximo empleo con estabilidad de precios, convirtiéndose en el punto de referencia para que las tasas actuales puedan entenderse como expansivas o contractivas.

Los bancos centrales pueden ser entendidos como un ente que intenta equilibrar la economía en base a la TIN, y que a pesar de los esfuerzos por normalizar las tasas de política monetaria – las que como señalamos varían dependiendo el ciclo económico-, la evidencia indica que son las TIN las que se han reducido, y que ellas han derivado en un descenso general de las tasas de interés actual⁶, por lo que los bancos centrales tienen y tendrán que mantenerlas bajas.

Antes de continuar es necesario comentar la compresión de premios/spread sobre la tasa de interés de largo plazo, es decir, el

diferencial que se paga por renunciar a la liquidez, que ha ayudado de manera significativa a mantener la trayectoria negativa de las tasas, el cual se atribuye a dos factores⁷.

- a. Cambios en la percepción de riesgo: el que está directamente relacionado con las expectativas inflacionarias y de crecimiento; La “gran crisis”, trajo consigo la compresión de la volatilidad tanto del crecimiento económico, como de la inflación; por lo que el premio que brindaban los bonos en proporción a este riesgo se vio disminuido.
- b. Cambios en la demanda específica de activos: la mayor tenencia de activos de renta fija propició que las tasas de interés se mantuvieran bajas a pesar de que los bancos centrales presionaban la tasa de interés con su política monetaria.

¿Por qué la tasa de interés neutral ha descendido?

Para responder esta pregunta debemos pensar en la influencia de variables económicas en la tasa de interés y no viceversa, como se suele pensar generalmente.

En 2013, una conferencia de Larry Summers⁸ para el FMI se preguntaba ¿y si el mundo en el que vivimos hace años fuese la nueva normalidad? ¿Y si las condiciones de cuasi depresión van camino de mantenerse, no uno o dos años más, sino décadas?

⁴ En este documento el término TIN hará referencia a la tasa real y no nominal.

⁵ Interest and Prices, Knut Wicksell, 1936.

⁶ Ver “Measuring the Natural rate of interest: international trend and determinants”, Holston-Laubach y Williams, 2016

⁷ “Why are interest rates so low? Jamel Sandoval Hernandez & Samy Morales Guillén (2017)

⁸ Economista y ex Secretario del Tesoro en EE.UU.

Estas preguntas, no hicieron más que recuperar el concepto de Estancamiento Secular, quién brinda una explicación a este fenómeno, mostrando que el estado de cuasi-depresión que vivimos sería la norma, con episodios de pleno empleo escasos y distanciados entre sí.

Hipótesis de Estancamiento Secular (HES)⁹

La HES sostiene que por determinadas características estructurales las economías tendían a mostrar una mayor propensión al ahorro respecto a la inversión. Entre los factores que mencionaba era una reducción de la tasa de la población y pocos adelantos tecnológicos, por lo que la teoría estaba completamente equivocada considerando la época en la que se planteó, debido a la aparición de los Baby Boomers que implicó una tasa de natalidad alta, y la enorme inversión que llevó a un enorme crecimiento mundial. No obstante, no todo está perdido, recientemente autores como Robert Gordon (2012) y Lawrence Summers (2013, 2014) retomaron esta idea, aunque con diferencias importantes respecto al planteamiento inicial.

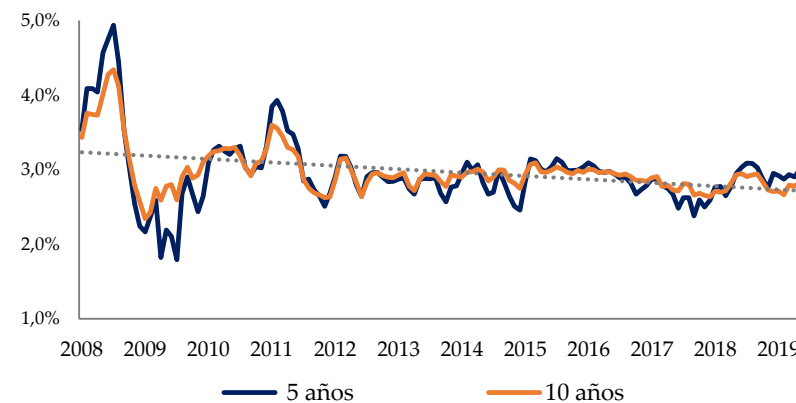
Robert Gordon propone que es el PIB potencial, afectado por la productividad total de factores (PTF), el que se ha visto perjudicado por cambios estructurales las últimas décadas, señalando entre los factores: cambios demográficos, ralentización de la tasa de retorno de capital humano, incremento de la desigualdad y ratio deuda-PIB creciente. Así la caída en el PIB potencial ha provocado una menor TIN.

El problema entonces es que el estancamiento secular provendría del lado de la oferta y no de la demanda (es decir, un aumento del ahorro respecto a la inversión), por ello la importancia de la PTF

⁹ Planteada por primera vez por Alvin Hansen en “Economic Proress and Declining Population Growth”, 1939

para su explicación; pero si el problema fuera la oferta, sería lógico pensar en un mundo desarrollado que estuviera enfrentando problemas inflacionarios, cuando basta con mirar Chile, aun cuando es emergente, para darnos cuenta que no es así (Gráfico III).

Gráfico III. Compensación inflacionaria instrumentos libre de riesgo



De hecho actualmente, la mayoría de las economías desarrolladas enfrentan riesgos deflacionarios, invitando a algunos a pensar que es hora de redefinir los objetivos en materia inflacionaria, lo que sugiere que el problema proviene por el lado de la demanda, siendo **Lawrence Summers** quién da cuenta de este hecho.

Para Summers es la débil demanda de la inversión la que se ha visto afectada por cambios en las condiciones estructurales, señalando como factores¹⁰:

- **Disminución de la tasa de crecimiento de la población en los países desarrollados**, derivando en un impacto negativo en la dinámica del consumo.

¹⁰ Los argumentos son válidos para Chile

- **Disminución de los precios relativos de los bienes de capital**, reduciendo la capacidad de absorber ahorro de muchas de las inversiones.

- **Reducción en los requerimientos de capital por trabajador**, por la entrada al mercado de nuevos servicios (Uber, Spotify, Netflix, etc) y **la desmasificación de los sectores económicos**.

Así, a diferencia de Gordon no se ha visto afectada la PTF, sino que en realidad la demanda de inversión, tanto por la disminución en la cantidad de inversión como por la caída en los precios de bienes de capital, lo que ha provocado una brecha entre la demanda de inversión y la oferta de ahorros, explicando la caída en las tasas de interés y el contexto actual de baja inflación. Esta idea se resume en que durante las últimas décadas la tasa de interés de equilibrio bajó y con ello la política monetaria de los bancos centrales y el resto de tasas le siguiera.

Varios autores se han sumado a la HES, entre ellos **J. Bradford**, quién señala que el paradigma económico ha cambiado, y que antes de 2008 las crisis adversas al gasto creaban desempleo masivo y capacidad no utilizada, pero sus efectos se limitaban a uno o 3 años, pero que ahora la tendencia es a países como Japón, quién ofrece evidencias de que el corto plazo puede durar décadas, y que no hay retorno a la vieja normalidad sino a una nueva normalidad en la que la depresión de corto plazo tiene consecuencias duraderas.

En síntesis, la HES implica que los factores mencionados anteriormente, a los que se suman un mayor déficit comercial y un ahorro privado que no consigue la rentabilidad necesaria para financiar la inversión privada, han llevado la TIN a niveles bajo

los estimados por los bancos centrales, por lo que para cumplir con sus mandatos deberán ajustarse aún más y será esto la manera en que tendremos que aprender a convivir.

III. Implicancias de menos tasas de interés para Chile

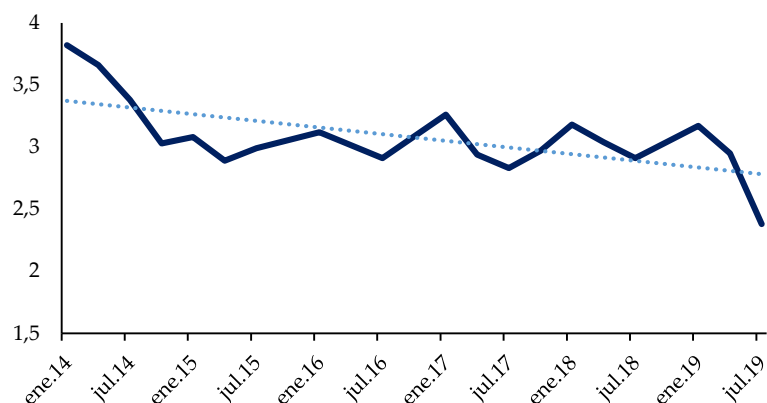
Pensiones

En Chile existen dos modalidades de pensión: Retiro Programado y Rentas Vitalicias.

1. **Retiro programado:** el ahorro previsional se mantiene en las AFP, con cargo a la cuenta de capitalización individual; el monto de la pensión es variable y se actualiza cada año en función del saldo de la cuenta individual, la rentabilidad de los fondos, expectativa de vida del afiliado y la tasa vigente de cálculo para el retiro. Éste último es función de la Tasa de Interés Técnica del Retiro Programado (TITRP), publicada por la Superintendencia de Pensiones (SP) y refleja expectativas del crecimiento futuro del saldo acumulado de los afiliados. Así, *ceteris paribus*¹¹, un mundo de menores tasas implicará menores pensiones a quienes se jubilen. (Gráfico IV).

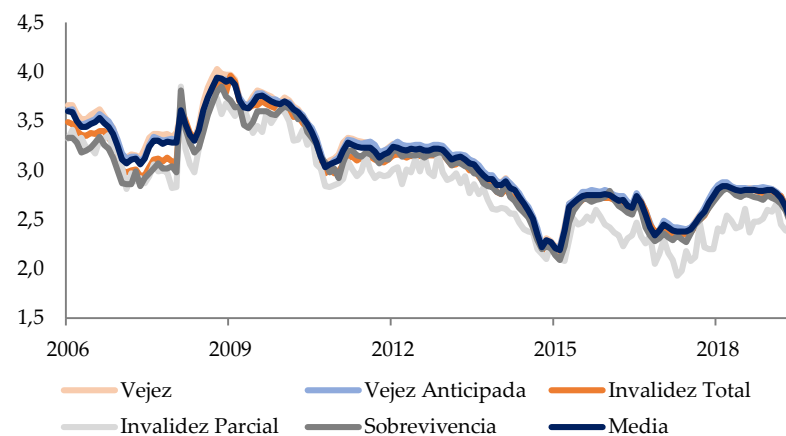
¹¹ *Ceteris paribus* significa que para el análisis todo lo demás permanece constante, pudiendo omitir el efecto de la rentabilidad de los fondos por un mejor comportamiento de renta fija

Gráfico IV. Tasas de interés para el cálculo de los retiros programados (porcentaje)



Rentas Vitalicias: El ahorro previsional del afiliado se traspasa a una compañía de seguros de vida, obligándose dicha compañía al pago de una renta mensual, fija en UF, para toda la vida del afiliado. La modalidad puede ser fija o diferida dependiendo de la fecha en que se comienza a pagar. Las tasas de interés ofrecidas varían en función de la rentabilidad esperada de las inversiones; a medida que las tasas de interés sean menores, entonces menor será la tasa de ventas que las aseguradoras pueden ofrecer y por lo tanto, el cliente recibirá una menor pensión (Gráfico V).

Gráfico V. Tasas de interés para el cálculo de Rentas Vitalicias (porcentaje)



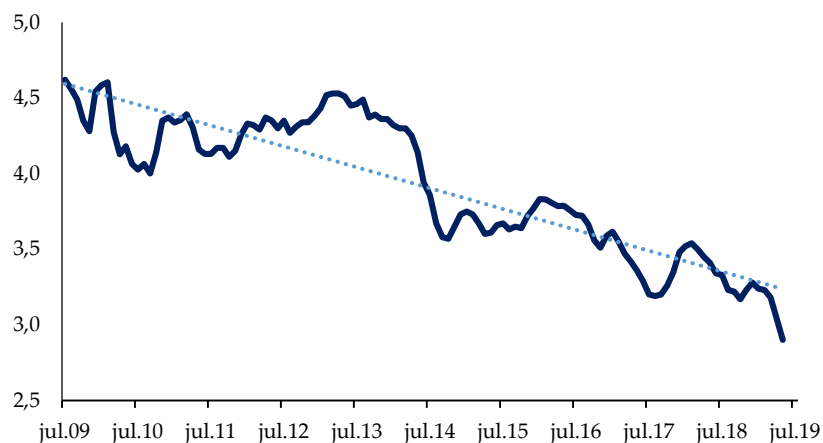
Tasa de Créditos Hipotecarios

La tasa de créditos para la vivienda se puede descomponer en tres componentes: Tasa base + spread bancario + spread comercial. La tasa base varía en función de las expectativas de largo plazo de las tasas libres de riesgo, las que dependen tanto del contexto económico como de la TIN; el spread bancario es el costo de financiamiento para el banco, asociado a su nivel de riesgo, mientras que el spread comercial es el margen neto de utilidad de la institución. Tanto la tasa base como el spread bancario han disminuido, ambos impulsados por una política monetaria más laxa de los bancos centrales al tiempo que existe un mayor apetito por renta fija, llevando actualmente las tasas hipotecarias a 2,37% (Gráfico VI)¹², su mínimo histórico. Importante mencionar las cifras de BancoEstado, quién mantiene el primer puesto en número de operaciones, cerrando el primer semestre con 14.368

¹² Según cifras del Banco Central de Chile para la tercera semana de agosto 2019.

unidades crediticias concedidas, abarcando el 27,9% de los préstamos.¹³

Gráfico VI. Tasas de interés promedio de créditos hipotecarios (porcentaje)



Canal de transmisión¹⁴

Las menores tasas afectan la rentabilidad principalmente a través de menores márgenes por interés neto (MIN). Específicamente cuando las tasas de interés a corto plazo disminuyen, los bancos pueden no estar dispuestos o imposibilitados de reducir las tasas de depósito por debajo de un nivel dado, incluso cuando el rendimiento de préstamos y otros activo disminuye, lo que se traduce en menores MIN. En particular, si las tasas de mercado se vuelven negativas, es posible que los bancos no puedan ajustar las tasas de depósito acorde a este escenario. Una curva de rendimiento más plana debería también implicar MIN más bajos, en la medida en que los préstamos de los bancos y otros activos tienen más mayor duración que sus pasivos.

Sin embargo, hay mitigantes sobre el efecto negativo de menores tasas sobre los MIN. Durante la transición de tasas de interés más altas a bajas, los bancos se benefician de la revaluación de activos de más largo plazo (consistente con una brecha de duración positiva entre activos y pasivos). También pueden amortiguar este efecto con emisión de préstamos más riesgos, o ajustes comerciales, por ejemplo aumentando los negocios basados en honorarios, y en un entorno de demanda agregada deficiente, las bajas tasas de interés pueden respaldar la demanda de préstamos y reducir el efecto sobre los MIN y el retorno sobre activos (ROA). El principal problema es que estas compensaciones pueden resultar difíciles y proporcionar solo una vez o temporalmente beneficios.

Evidencia Internacional

La evidencia indica que un sistema bancario expuesto a menores tasas de interés por mayor tiempo deriva en una menor habilidad para reponer capital luego de un shock negativo y en una menor rentabilidad, lo que deriva en un incremento en la toma de riesgos y por ende un aumento en las vulnerabilidades financieras. Por ejemplo, al observar la rentabilidad del sistema bancario estadounidense versus la zona euro-medido a través del rendimiento sobre activos (ROA)-, se aprecia un diferencial importante (Gráfico IX), el que ciertamente se puede atribuir a una economía europea que ha presentado históricamente tasas más bajas que las de Estados Unidos, lo que está en línea con lo expuesto en el canal de transmisión, cuyo efecto final se observa en la rentabilidad total del sistema y no solo en aquella derivada de los menores márgenes de interés.

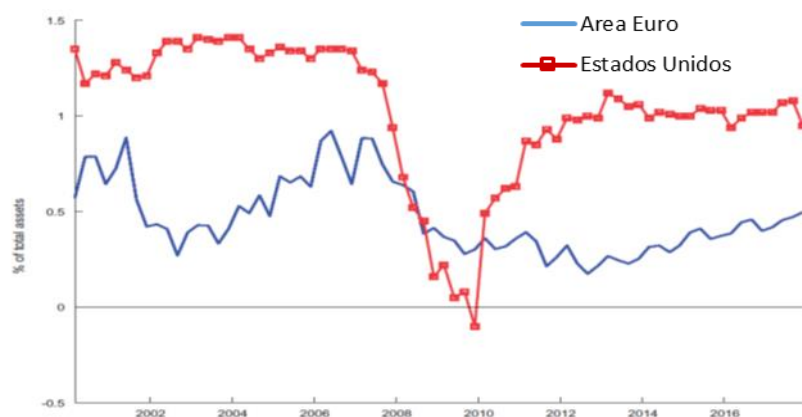
¹³ El gráfico II de este documento muestra que una de las razones para la caída en la tasa de interés neutral nacional fue consecuencia de una baja en las tasas externas, impulsada principalmente por los países desarrollados.

¹⁴ Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates, Bank for International Settlements, 2018.

Esto podría provocar que los bancos de la Zona Euro estén menos capacitados para enfrentar y superar choques adversos inesperados. Esta diferencia se remonta al menos a principios de la década de 2000 y sugeriría que, aunque mejora hacia el final del período de muestra, la baja rentabilidad siguió siendo un desafío importante para el sector bancario de la zona del euro.

Como se señaló, existen métodos para mitigar los efectos, sin embargo, la evidencia reciente sugiere que a medida en que los bancos de EE.UU. usan derivados de tasas de interés para cubrir exposiciones a tasas de interés es limitada. Para la Eurozona, los bancos usan derivados para reducir sus exposiciones de libros bancarios al riesgo de tasa de interés en un 25%, en promedio. Esta evidencia en los bancos estadounidenses y europeos sugiere que estos intermediarios financieros no están completamente cubiertos por el riesgo de tasa de interés, ya que si lo estuvieran, entonces no debería haber un impacto de la política monetaria sobre acciones bancarias ni CDS.

Gráfico IX. Retorno sobre activos (ROA) (Porcentaje)



Eurozona y los tipos de interés negativo

El 5 de junio de 2014, el Banco Central Europeo tomó la decisión de reducir el tipo de interés de las operaciones de financiación al 0,15% y el de facilidad de depósito al -0,10%¹⁵, alcanzando terreno negativo por primera vez en su historia, con ello se penalizaba el exceso de liquidez.

Si bien la evidencia indica que los tipos de interés de los depósitos son flexibles, cuando la política monetaria se vuelve negativa, los bancos se muestran reacios a cobrar tipos negativos a los depositantes, lo que se traduce en un menor coste de financiación sin depósitos para los bancos, pero no a un menor coste sin ellos, afectando la rentabilidad (Tabla I)

	Retorno sobre acciones				Retorno sobre activos			
	Pre-boom	Boom	Crisis	Post-crisis	Pre-boom	Boom	Crisis	Post-crisis
EC-6	14,1	16,3	2,2	-2,1	0,8	0,9	0,1	0,0
UE Este	18,9	21,0	6,8	7,8	1,9	2,0	0,9	0,9
Otros UE	12,7	15,3	2,4	3,3	0,5	0,6	0,1	0,2
Nórdicos	13,8	15,3	6,4	9,1	0,6	0,7	0,3	0,5
<i>Promedio</i>	<i>13,3</i>	<i>15,7</i>	<i>3,1</i>	<i>3,2</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>

Se puede decir que esto constituye un efecto negativo al patrimonio de aquellos bancos con una gran cantidad de fondos en depósito en relación de aquellos más bajos, conduciendo a una mayor toma de riesgos.

Por lo tanto, una transmisión de interés negativa es diferente de la transmisión normal de política, ya que los estímulos podrían no llegar a la economía si los tipos de interés se mantienen en

¹⁵ En Chile, la banda fluctúa a TPM $\pm 0,25\%$

terreno negativo por tiempo prolongado, y solo tendrían efecto en erosionar la rentabilidad de los bancos debido a que más de la mitad de sus ingresos operativos provienen de préstamos, hipotecas y otros activos que devengan intereses. Ante esto, la alternativa que ha surgido apura mejorar la rentabilidad es subir comisiones, las que representan alrededor de dos tercios de sus ingresos totales no vinculados a intereses, y oscilan entre 20%-30% de los ingresos neto. ¿Por qué esta solución? La respuesta es simple, porque el aumento en la comisión probablemente sea percibido de mejor forma que cobrar por los ahorros.

Impacto en el sector bancario

Como mencionamos en un principio, las bajas tasas de interés provocan incentivos para el apalancamiento privado y endeudamiento público incrementando las vulnerabilidades financieras, sin embargo, sus efectos de corto plazo no necesariamente afectan la rentabilidad de los mismos.

Un período prolongado de bajas tasas de interés tiene un efecto negativo en las utilidades e índices de rentabilidad que, sin embargo, sólo se materializa después de un largo período de tiempo y se ve contrarrestado por mejores condiciones macroeconómicas. Es decir, la política monetaria que alivia las sorpresas durante el período de baja tasa de interés mejora los precios de las acciones bancarias, el nivel de riesgo y utilidad relacionada con los tenedores de renta fija.

Por otro lado, una mantención de bajas tasas de interés por un periodo prolongado puede afectar la rentabilidad y con ello capacidad de los bancos de generar capital a través de la retención de utilidades, pudiendo obstaculizar su capacidad para proporcionar créditos y la resistencia de los bancos a los shocks adversos, lo que podría generar costos adicionales para los tenedores de bonos y los depositantes.

No obstante, las políticas monetarias y la baja en la curva de rendimiento de los bonos han desempeñado un papel crucial para abordar el desempeño macroeconómico débil y apoyar a los intermediarios financieros. Esto se debe a que tales medidas proporcionan un acceso abundante a la liquidez y la reducción de costo de la deuda con consecuencias positivas para el financiamiento bancario y la calidad crediticia del prestatario, respaldando así el capital bancario y reduciendo los préstamos morosos y la provisión para pérdidas crediticias. Sin embargo, también puede haber inconvenientes asociados con la flexibilización de la política monetaria, en particular cuando las tasas de interés siguen siendo demasiado bajas por demasiado tiempo, lo que puede incluir una reducción en el ingreso neto por intereses, que en última instancia podría dificultar la transmisión de la política monetaria.

Por lo tanto, el efecto neto de lo comentado anteriormente en la rentabilidad bancaria sigue siendo una cuestión empírica, incluso si un escenario de tasas bajas (o incluso negativas) prolongadas durante un período prolongado altera la relación entre tasas y la rentabilidad bancaria.

Como ejemplo de lo anterior, es posible observar que los niveles de rentabilidad del sistema financiero chileno se mantuvieron e incluso aumentaron después de la crisis financiera sub prime del año 2007, en un contexto macroeconómico y financiero de alta liquidez y tasas de interés bajas. Más específicamente, según la teoría económica y la práctica del Banco Central, la política monetaria reacciona (es endógena) a las condiciones económicas y financieras generales actuales y esperadas; si se controlan estos factores, la asociación entre la política monetaria y la rentabilidad bancaria se rompe, así las características del balance bancario, como el capital bancario, la liquidez, los préstamos morosos y la eficiencia, también son importantes. Esto no es sorprendente, ya que la debilidad en los balances bancarios (y el deterioro asociado

en el mecanismo de transmisión) fue una motivación importante para la flexibilización de la política monetaria.

Ante esto, la heterogeneidad de las características del balance bancario es importante para la transmisión de la política monetaria a la rentabilidad bancaria, donde los resultados sugieren que una política monetaria acomodaticia es relativamente más beneficiosa para los bancos con mayor eficiencia operativa y los bancos con menor calidad de activos. Además, un aumento de la curva de rendimiento tiene un impacto relativamente más positivo en la rentabilidad para los bancos que dependen más de las actividades de transformación de vencimientos. Entonces, si bien la flexibilización de la política monetaria no comprime las ganancias bancarias, el estar expuesto a un entorno de bajas tasas de interés durante un período prolongado podría ejercer una presión a la baja sobre la rentabilidad bancaria.

En resumen, mantener bajas las tasas de interés por mucho tiempo (con una estructura de tasas prácticamente plana), los

cambios a corto plazo, ya sea en su estructura y/o en la pendiente de la curva de rendimiento no influyen significativamente en la rentabilidad bancaria una vez que los controles macroeconómicos y específicos del banco se tienen en cuenta adecuadamente. No obstante, **puede haber efectos adversos en la rentabilidad bancaria si las tasas permanecen bajas durante un largo período de tiempo**. De hecho, luego de una disminución en las tasas de interés, los márgenes de interés netos se protegen al principio debido a la revaloración típicamente más rápida de la cantidad pendiente de pasivos en comparación con los activos. Dado que los activos tienden a ser a más largo plazo, los cambios en las tasas de interés aplicados en los nuevos negocios tardan más en reflejarse en la cantidad pendiente de préstamos. Por lo tanto, se podría esperar que un entorno prolongado de bajas tasas de interés sea más perjudicial para los bancos¹⁶. Los gráficos del mercado nacional (VII y VIII) indicarían que aún estamos viviendo los efectos de corto plazo de bajas tasas.

Gráfico VII. Rentabilidad del sistema financiero

* Resultado antes de impuestos sobre patrimonio. ** Resultado antes de impuestos sobre activos

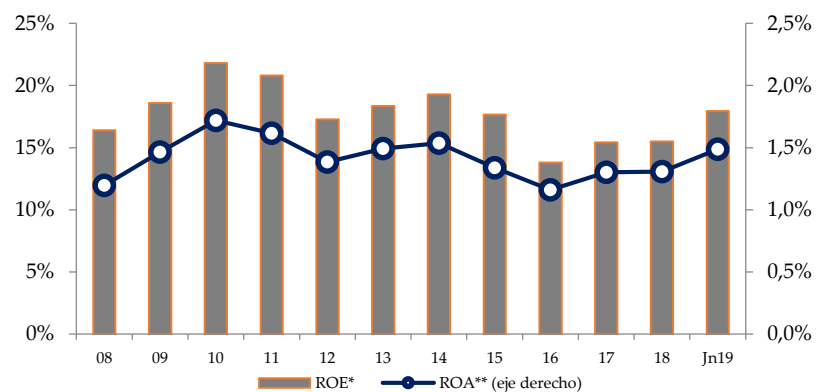
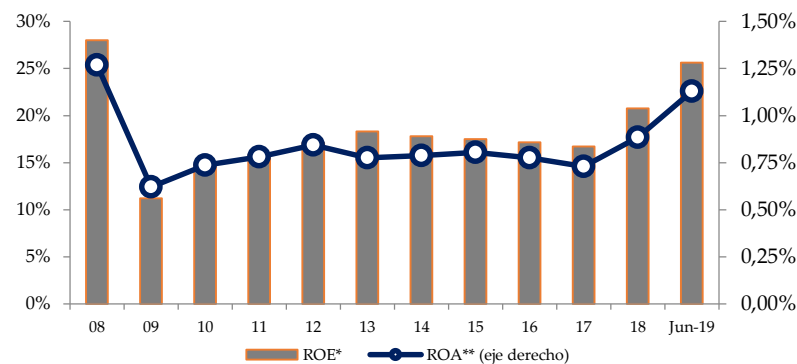


Gráfico VIII. Rentabilidad de BancoEstado



¹⁶ Evidencia estilizada internacional sobre el impacto de un período prolongado de baja tasa de interés en la rentabilidad bancaria, indican que

cada año adicional de bajas tasas de interés disminuye la rentabilidad bancaria en aproximadamente dos puntos básicos.

BancoEstado¹⁷

Para BancoEstado Urzua (2019) mostró que el spread es el principal factor que llevó a explicar los resultados en el periodo reciente (2012-2018). BancoEstado logró crecer más que sus competidores, tanto en colocaciones (9% vs 4,2%) como en inversiones (4,2% vs 1%), esto se debió principalmente a una curva de interés con pendiente positiva y más pronunciada, que como señala Urzua “favoreció el negocio bancario de arbitrar maturity, reflejado en el spread”.

Estos antecedentes están en línea con lo expuesto por el Bank for International Settlement¹⁸, donde la ganancia de los bancos depende tanto del rendimiento de la curva, en especial de largo plazo, como del diferencial entre plazos. Por lo que la evidencia es clara al señalar que escenario actual, de tasas relativamente planas, ciertamente tendrá implicancias en el negocio bancario, más aun cuando este se ve acompañado de una débil demanda crediticia.

Conclusiones

El actual escenario económico de bajas tasas en un contexto de inflación acotada encuentra su explicación en un exceso de ahorro sobre el nivel de inversión, como lo señaló Summers; este desequilibrio requiere que la autoridad monetaria persiga persistentemente tasas más bajas para equilibrar lo que hasta ahora ha sido un desfase permanente entre la TIN y las tasas empleadas por los bancos centrales.

La hipótesis de estancamiento secular explica la permanencia de la TIN en niveles bajos, y su aceptación requerirá incluso tasas más bajas que las vistas actualmente, por lo que se requerirán

bancos centrales activos y economistas que estén dispuestos a repensar el entorno macroeconómico que conocemos hasta ahora. Así, la política fiscal también jugará un rol importante en impulsar una economía que pareciera debilitarse lentamente, y para cumplirlo necesitará establecer una estrecha relación con la política monetaria.

El impacto de menores tasas puede traer beneficios a la sociedad (tasas hipotecarias más bajas), pero también desventajas (menores rentas de pensiones), por lo que las conclusiones no son del todo claras.

Para el sector bancario sucede lo mismo, en el corto plazo las menores tasas se traducen en beneficios, principalmente por una mayor valoración de sus activos (renta fija especialmente), no obstante, la permanencia en dichos niveles ocasiona efectos no deseados sobre la rentabilidad de los bancos, principalmente a través de menores márgenes de interés-, además, dificulta el actuar de los bancos centrales, con una mayor dificultad para transmitir su política monetaria, con un posible aumento en las vulnerabilidades. Se debe tener en cuenta además, que para bancos en países en desarrollo, como es Chile, el spread también juega un rol fundamental en los beneficios, por lo que una mantención de tasas relativamente planas podría empeorar el escenario anteriormente descrito.

¹⁷ Para más detalles ver “Determinantes de la evolución de la rentabilidad bancaria sexenio 2012-2018”, Urzua (2019)

¹⁸ Determinants of bank profitability in emerging markets



Este documento fue preparado por la Gerencia de Estudios y Políticas Públicas del Banco del Estado de Chile.

El contenido de este artículo y su publicación es de exclusiva responsabilidad de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de dicha institución bancaria.

Nicole Winkler: nwinkler@bancoestado.cl / +562 2970 3079

Christian Hurtado: churtado@bancoestado.cl / Teléfono +562 2970 5151

Nelson Lucero: nlucero1@bancoestado.cl / +562 2970 5902

Gerencia de Estudios y Políticas Públicas: gepp@bancoestado.cl

Agradecimientos a Rodrigo Urzua por sus comentarios.