

Tasas de interés negativas en Chile: ¿qué implicancias puede haber?



Introducción

Desde la crisis financiera subprime del año 2008, muchos países han debido enfrentar situaciones económicas adversas dominadas por el estancamiento, el desempleo y el peligro de la deflación. Con el fin de revertir los pobres desempeños económicos y dar una respuesta global inmediata, los bancos centrales optaron por aplicar políticas monetarias agresivas, mediante amplias reducciones en las tasas de interés. Sin embargo, cuando las tasas de interés comenzaron a llegar a 0%, el denominado Zero Lower Bound (ZLB), no produjo el efecto deseado. Por eso, algunos bancos centrales decidieron ir más allá y aplicar medidas no convencionales. Una de ellas, y probablemente la más radical, fue la tomada por varios países de la zona europea –incluido el Banco Central Europeo– y Japón, la cual consistió en llevar las tasas por debajo del ZLB, es decir a valores negativos.

La lógica detrás de esta medida tiene que ver con inyectar liquidez en el mercado, desincentivando el ahorro, para promover la inversión y el consumo. Esto se logra, en teoría, porque ante tasas de interés negativas a los bancos les resulta costoso depositar sus fondos en otro banco o en los bancos centrales, puesto que una tasa negativa significa que una institución tiene que pagar por ahorrar (o depositar) dinero en otro banco. Al desincentivar el ahorro, los bancos deben buscar otros mecanismos para hacer crecer sus activos y poder otorgar más créditos. Al conferir más créditos a las empresas y personas, se incentiva la inversión y el consumo, lo cual redundará en mayor crecimiento económico y aumento en la inflación. Sin embargo, todo esto ocurre en la teoría, pues en la práctica, aquellos países en los cuales sus bancos

Harold Contreras M.

Académico DCS
Ph.D. in Finance, University of Warwick
hcontrer@fen.uchile.cl

Giovanni Malatesta C.

Académico DCS
Ph.D. en Economía de la Empresa,
Universidad Autónoma de Madrid.
gmalates@fen.uchile.cl

centrales han aplicado tasas negativas no necesariamente han provocado los efectos deseados. De hecho, como podemos ver en la Figura 1, las economías que han aplicado estas medidas han mostrado crecimientos del PIB por debajo del promedio, y bajas cifras de inflación

¿A qué se debe esto? Los efectos de las tasas negativas aún siguen siendo relativamente poco comprendidos, pues estamos hablando de un fenómeno bastante reciente. Además, existen pocos datos e investigaciones que permitan entender bien el fenómeno.

En nuestro país, desde fines del año 2013 se comenzó a observar una política monetaria expansiva por parte del Banco Central de Chile (BCCCh), la cual se ha materializado en una tendencia a la baja en la Tasa de Política Monetaria (TPM). Como se muestra en la Figura 2, esta tendencia se acentuó desde comienzos del año 2019.¹

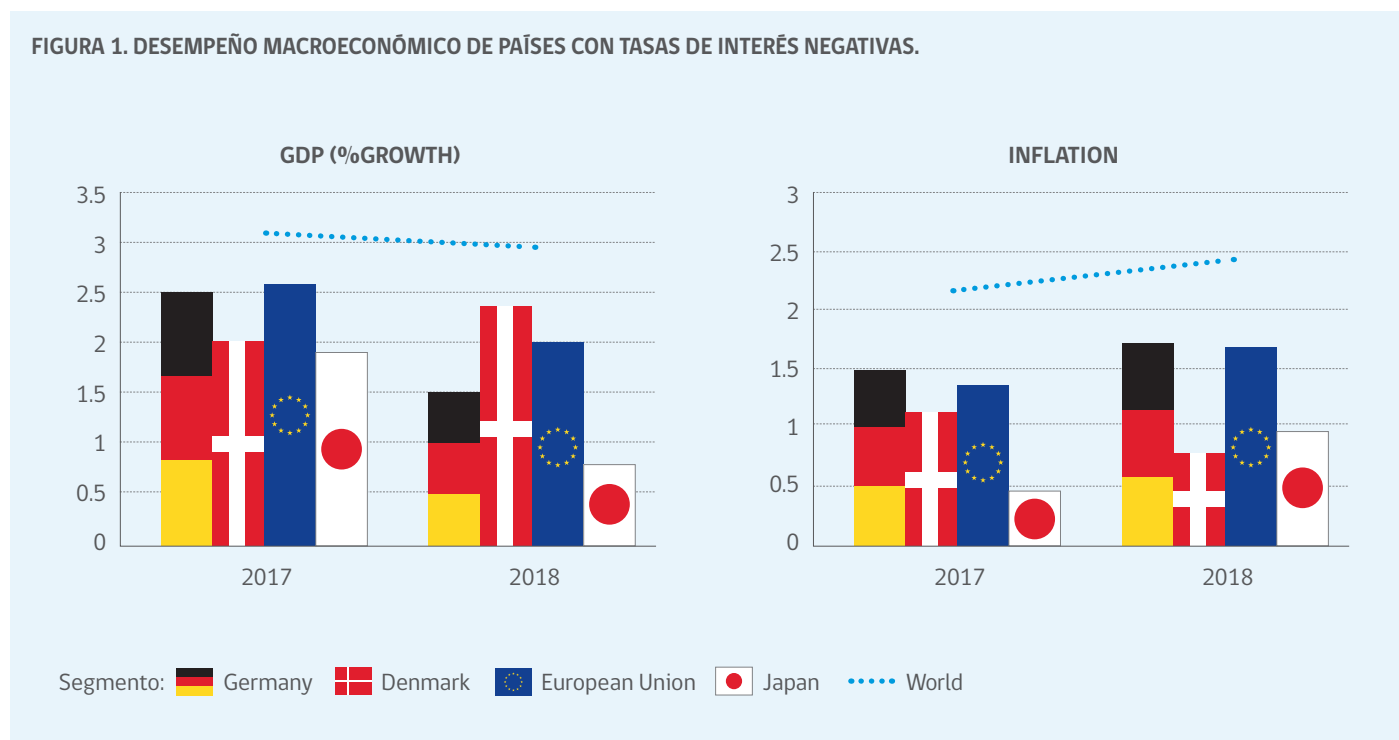
En este contexto, durante el mes de agosto de 2019 en Chile ocurrió algo anecdótico al descubrirse que el sistema computacional del BCCCh no permitía registrar colocaciones de bonos con tasas negativas. Esta situación quedó de manifiesto cuando el Ministerio

de Hacienda quiso colocar un bono en UF a 10 años el día 21 de ese mes, momento en que la tasa de referencia a dicho plazo se transaba en $-0,06\%$. De todas maneras, según información de prensa, la licitación –aun cuando se declaró desierta–, operativamente, se realizó por medios alternativos.

Poco después de este hecho aislado, durante el mes de septiembre ocurrió otro similar que fue destacado en la prensa. Un banco local efectuó una colocación de bonos en UF a una tasa de $-0,03\%$. Si bien el valor fue marginalmente menor a cero, lo importante es que correspondía a un emisor no estatal.

Tomando en consideración estos acontecimientos, ¿qué significa tener tasas negativas y qué efectos podría desencadenar en la economía local? En términos generales, una tasa de interés negativa, teóricamente, podría implicar que una persona que solicita un crédito termine pagando un valor menor, respecto al monto que pidió prestado. Y, por otro lado, para el caso de un ahorrante, este debería tener que pagar por mantener sus ahorros en un banco. Sin embargo, esto no sería tan así en la práctica, pues los bancos difícilmente podrían traspasar las tasas negativas a sus clientes.

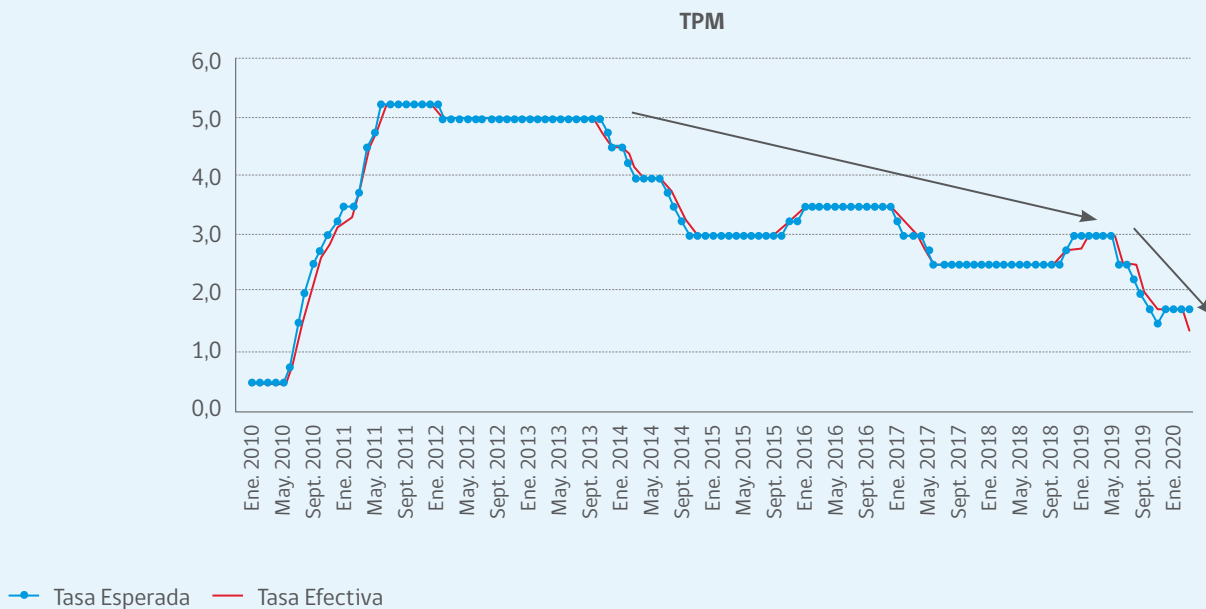
FIGURA 1. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO DE PAÍSES CON TASAS DE INTERÉS NEGATIVAS.



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el Banco Mundial.

1 En el mes de marzo de 2020, la TPM llegó a un mínimo histórico de 1%.

FIGURA 2. EVOLUCIÓN DE LOS ÚLTIMOS 10 AÑOS DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA (TPM) EN CHILE.



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el BCCh.

Por estas razones, cabe preguntarse ¿a quiénes realmente afectan las tasas negativas?, ¿qué significa que en un país se observe una tasa de interés negativa? y ¿cuáles han sido sus efectos? El presente artículo aborda esta y otras cuestiones.

Los efectos de las tasas negativas

Durante los últimos meses del año 2019, el Presidente de Estados Unidos, Donald Trump, urgía insistentemente a la Reserva Federal a tomar medidas macroeconómicas más drásticas, instándolos a reducir la tasa de interés, incluso a niveles negativos². Trump argumentaba la necesidad de rebajar las tasas para activar fuertemente la economía y poder competir con aquellos países que habían implementado tasas negativas. En ese momento, se generó un fuerte debate en Estados Unidos y el mundo sobre la real efectividad de una política como esta.

Una tasa negativa implica que un deudor recibe un ingreso por pedir prestado y un ahorrante debe pagar por depositar su dinero. Sin embargo, esto raramente se les ha traspasado a las personas, pues las tasas negativas afectan mayormente las operaciones interbancarias, es decir las que suceden entre los bancos. No obstante, han ocurrido situaciones anecdóticas. En el año 2016,

grupos de defensa de consumidores de España y Portugal, apoyados en proyectos de ley planteaban que los bancos debían cumplir las condiciones de los créditos pactados a tasa variable, teniendo que pagar a sus clientes los valores correspondientes a intereses de sus créditos. Sin embargo, dichas controversias se originaron algunos años antes. En 2013, los deudores llevaron sus demandas al Tribunal de Justicia de la Unión Europea, observándose inicialmente fallos que prohibían la aplicación de tasas mínimas a los créditos hipotecarios. Si bien en aquel entonces se indicó que no debía continuar dicha práctica, se estableció que los bancos no debían reembolsar los intereses pagados, porque esto podría generar graves trastornos. El contrapunto a esta situación lo representaba Dinamarca, cuyos bancos después de cuatro años de introducción de tasas negativas, pagaban a sus deudores intereses sobre sus créditos hipotecarios. Como contrapartida, los bancos optaron por incrementar los precios de otros servicios financieros.

Los expertos indican que los bancos tratarán de no traspasar tasas negativas a sus clientes. Si no lo hicieran, nadie tendría intención de depositar o ahorrar en un banco con tasas negativas. Como consecuencia de esto, podría originarse un rescate de fondos masivo. A su vez, un banco tampoco pretendería pagarle a un deudor por un préstamo, por muy poco riesgoso que este sea. Los bancos seguirán cobrando tasas positivas por sus préstamos y asumiendo el costo de fijar una tasa positiva a sus ahorrantes.

² Ver <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-11-12/trump-slams-fed-again-says-shunning-negative-rates-hurts-u-s>

El efecto producido por las tasas negativas lo han ido absorbiendo los bancos, los que han visto reducir su competitividad, llevándolos a tomar más riesgos. En una investigación reciente, Molyneux, Raghezza and Xie (2019), muestran que en aquellos países que se aplicaron tasas negativas, los bancos locales han reducido el otorgamiento de préstamos. Los autores atribuyen este efecto a una disminución significativa de la rentabilidad de las entidades producto del aumento en los costos que implica operar con tasas negativas. Del mismo modo, Heider, Saidi y Schepens (2018), argumentan que aquellos bancos que cuentan con una gran proporción de ingresos basados en productos de ahorro, han debido incurrir en mayores riesgos, para poder compensar los costos asociados a las tasas negativas. Estas dos investigaciones muestran que no solo las tasas negativas han mostrado ser poco efectivas para fomentar el consumo y la inversión, sino que también pueden resultar peligrosas para la estabilidad de los bancos y la economía en general.

Las tasas negativas en Chile

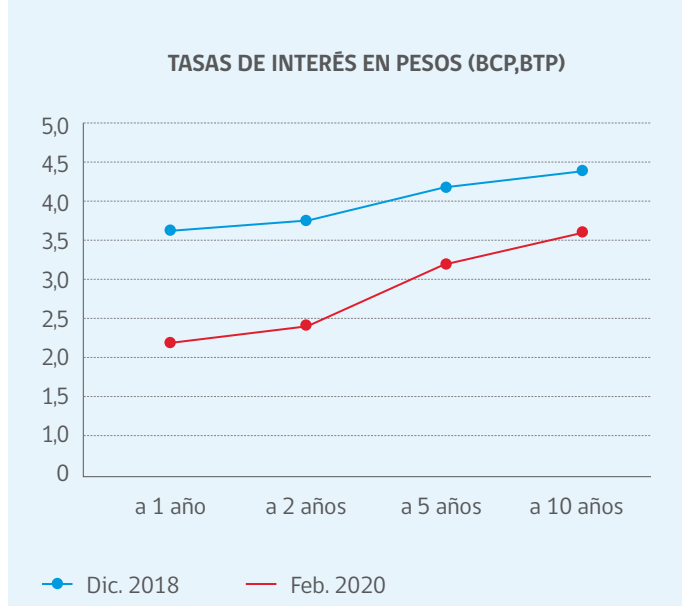
Como se indicó en la introducción, en nuestro país, desde comienzo de 2019, se intensificó la tendencia a la baja que venía mostrando desde algunos años antes la TPM. Durante 2017, se observó una baja de 90 p.b. (desde 3,40% en enero hasta 2,50% en diciembre), mientras que en el siguiente ciclo de bajas se advirtieron reducciones de 163 p.b. (desde 2,75% en mayo de 2019 hasta 1,38% en marzo 2020).

Durante 2017, se observó una baja de 90 p.b. (desde 3,40% en enero hasta 2,50% en diciembre), mientras que en el siguiente ciclo de bajas se advirtieron reducciones de 163 p.b. (desde 2,75% en mayo de 2019 hasta 1,38% en marzo 2020).

Las variaciones en la TPM poseen efectos inmediatos sobre las tasas de interés de corto plazo. Sin embargo, sus repercusiones también alcanzan a las tasas de largo plazo. En la Figura 3, se puede observar que las reducciones anteriores generaron un desplazamiento en la curva de tasas, incluso para bonos con vencimientos a 10 años.

El efecto anterior se produce por el relajamiento monetario de las tasas a las que se transan los instrumentos de diferentes plazos. En la medida que las tasas corresponden a instrumentos de mayor madurez, la afectación es menor. La Figura 4 muestra que la evolución de las tasas de instrumentos en pesos a diferentes plazos presenta un comportamiento similar, aunque mantiene diferencias en magnitud.

FIGURA 3. CURVA DE TASAS DE INTERÉS DE BONOS ESTATALES EMITIDOS EN CHILE EN PESOS.



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el BCCCh.

FIGURA 4. EVOLUCIÓN EN LAS TASAS DE INTERÉS DE BONOS ESTATALES EMITIDOS EN CHILE EN PESOS Y CON DIFERENTES VENCIMIENTOS.

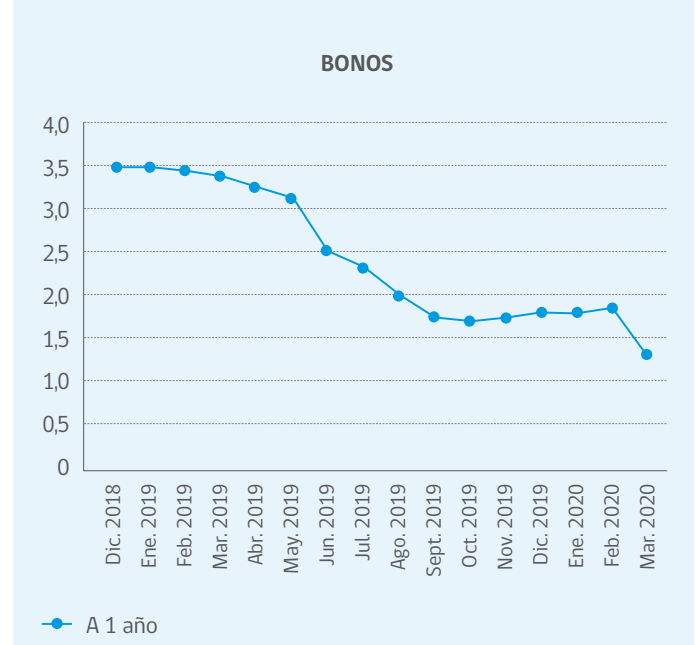
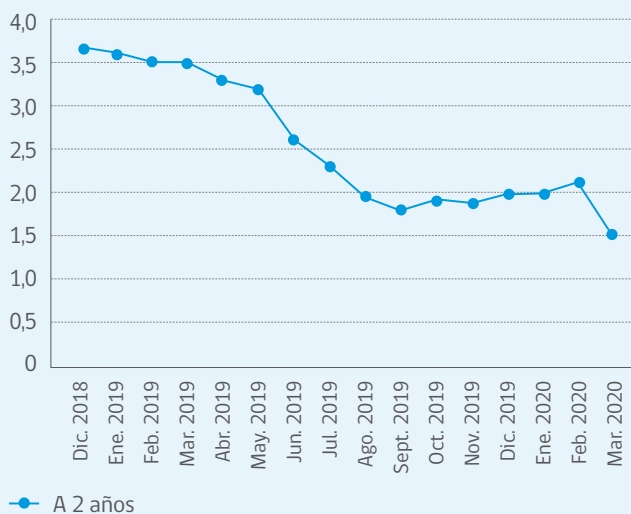
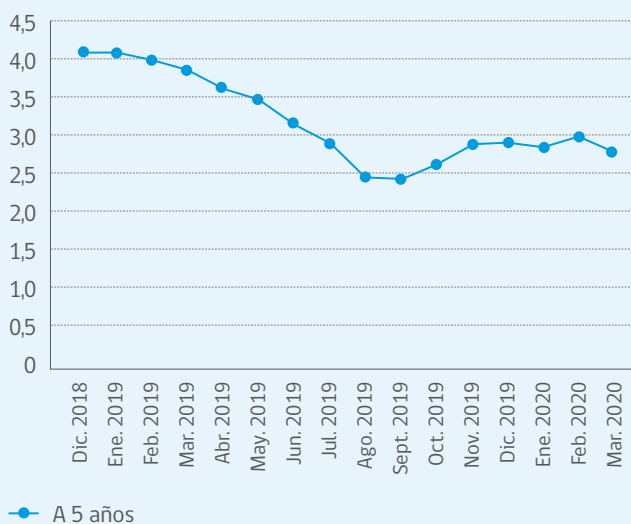


FIGURA 4 (CONTINUACIÓN)

TASAS DE INTERÉS DE MERCADO BONOS EN \$ A 2 AÑOS (BCP,BTP)



TASAS DE INTERÉS DE MERCADO BONOS EN \$ A 5 AÑOS (BCP,BTP)

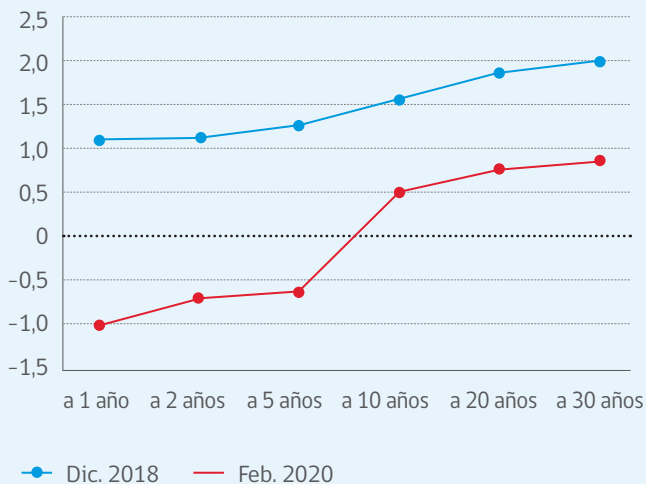


Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el BCCh.

Un punto a destacar, y que corresponde a una particularidad del mercado chileno por la existencia de la UF, es que también es posible observar las tasas de interés reales a través del tiempo. Las bajas experimentadas en la TPM han puesto de manifiesto una cierta persistencia de lo que en un comienzo se señaló como eventos aislados: las tasas de interés reales negativas. La Figura 5 revela que las reducciones de la TPM también afectaron las tasas reales no solo de corto plazo.

FIGURA 5. CURVA DE TASAS DE INTERÉS DE BONOS ESTATALES EMITIDOS EN CHILE EN UF.

TASAS DE INTERÉS DE MERCADO BONOS EN UF (BCU, BTU)



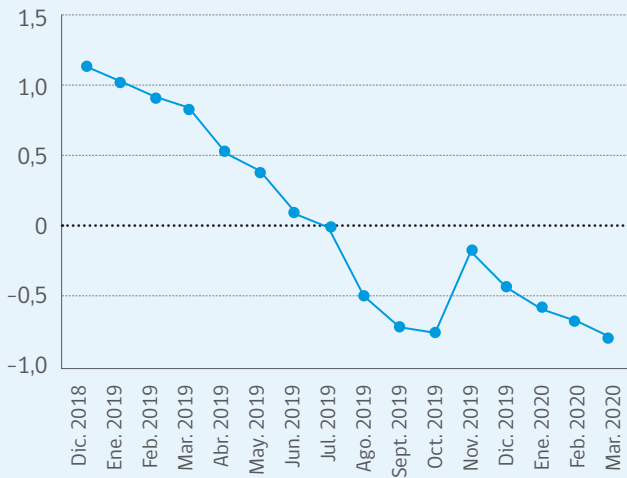
Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el BCCh.

Tal como ocurre con las tasas en pesos, la evolución de instrumentos reales a diferentes plazos presentó comportamientos similares, pero en este caso se cruza la barrera de valores negativos. Así lo muestra la Figura 6.



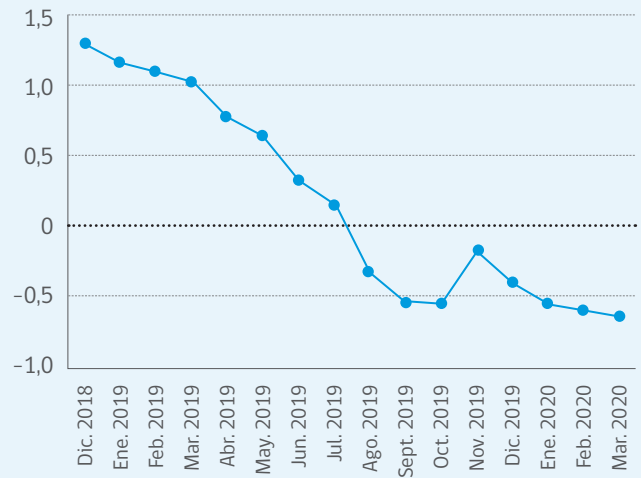
FIGURA 6. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS DE BONOS ESTATALES EMITIDOS EN CHILE EN UF Y CON DISTINTOS VENCIMIENTOS.

TASAS DE INTERÉS DE MERCADO BONOS
EN UF 2 AÑOS (BCU, BTU)



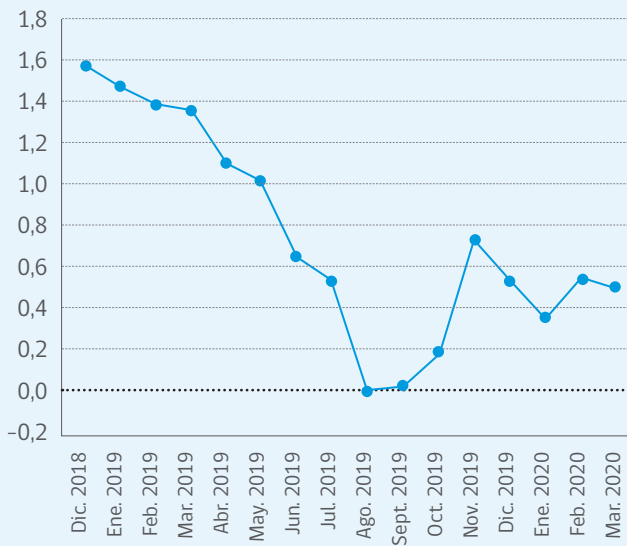
● A 2 años

TASAS DE INTERÉS DE MERCADO BONOS
EN UF 5 AÑOS (BCU, BTU)



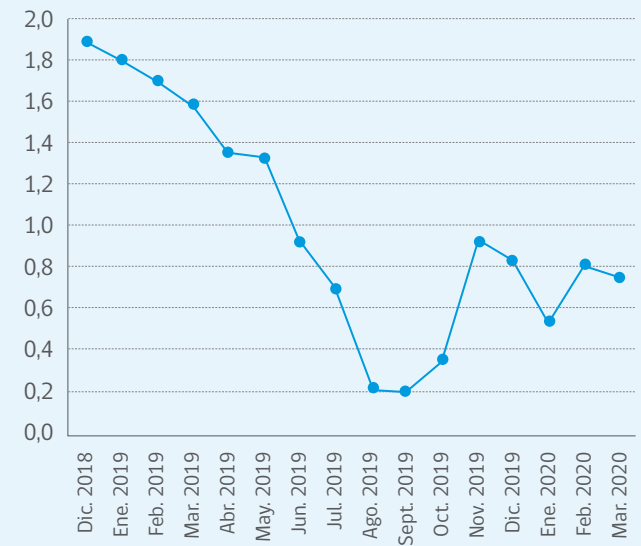
● A 5 años

TASAS DE INTERÉS DE MERCADO BONOS
EN UF 10 AÑOS (BCU, BTU)



● A 10 años

TASAS DE INTERÉS DE MERCADO BONOS
EN UF 20 AÑOS (BCU, BTU)

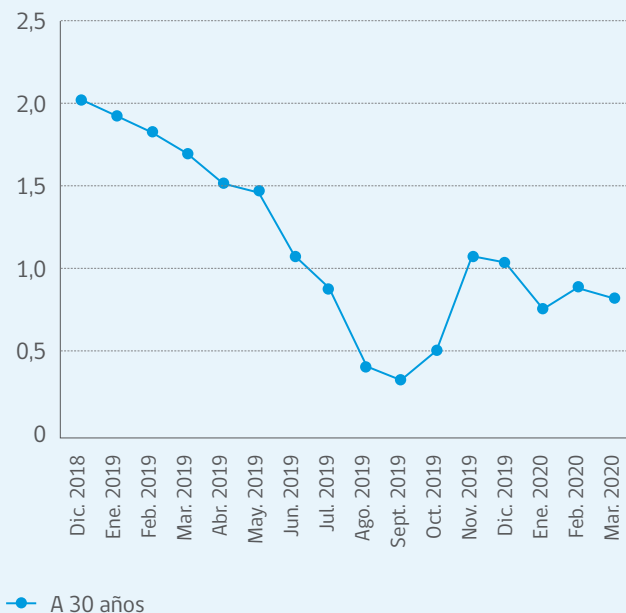


● A 20 años

Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el BCCCh.

FIGURA 6 (CONTINUACIÓN)

TASAS DE INTERÉS DE MERCADO BONOS
EN UF 30 AÑOS (BCU, BTU)



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el BCCh.

Los efectos observados y potenciales en Chile

La situación antes descrita corresponde a tasas de interés de mercado de instrumentos estatales, y por tanto no es una situación comparable a la mencionada inicialmente sobre los bancos europeos. Sin embargo, a priori no es descartable que a futuro puedan emerger efectos inesperados, en caso de observarse tasas de interés reales negativas, por un período extenso.

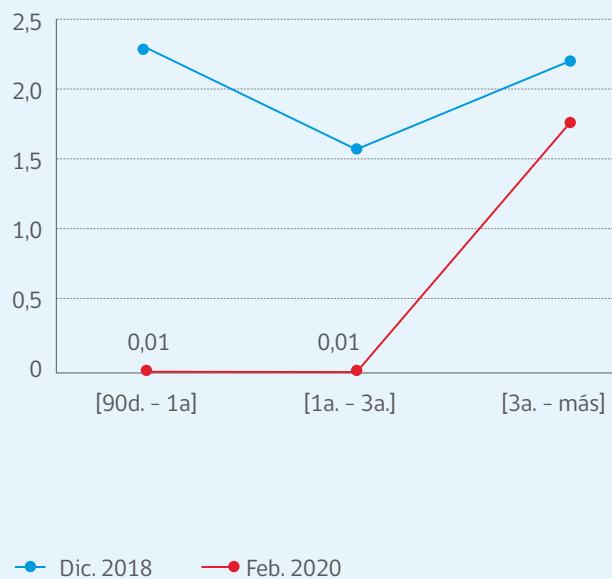
Cabe consignar que los efectos de largo plazo producto de la existencia de tasas negativas no se encuentran ampliamente documentados, básicamente por la reciente ocurrencia de este tipo de fenómeno. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, una política monetaria de recorte de tasas busca ser un mecanismo de transmisión que afecte de manera directa a los bancos. Por lo tanto, si existiera algún efecto como consecuencia de la aplicación de las tasas negativas, esperamos que sea sobre una de las funciones principales de las instituciones bancarias.

Esto es la posibilidad de intermediar entre agentes superavitarios de recursos (ahorrantes) y deficitarios de los mismos (deudores).

De este modo, primeramente, se puede observar que las tasas de interés de captaciones reajustables (en UF) de los bancos han disminuido de manera importante, conforme lo ha hecho la TPM. Un detalle adicional, es que aparentemente esta disminución no solamente estaría afectando las captaciones de plazos cortos, sino que también las efectuadas con plazos de hasta tres años. En la Figura 7, se puede observar que las tasas de captaciones de hasta tres años han llegado a tener valores de casi 0%.

FIGURA 7. TASAS DE INTERÉS BANCARIAS PROMEDIO DE CAPTACIONES REAJUSTABLES EN UF.

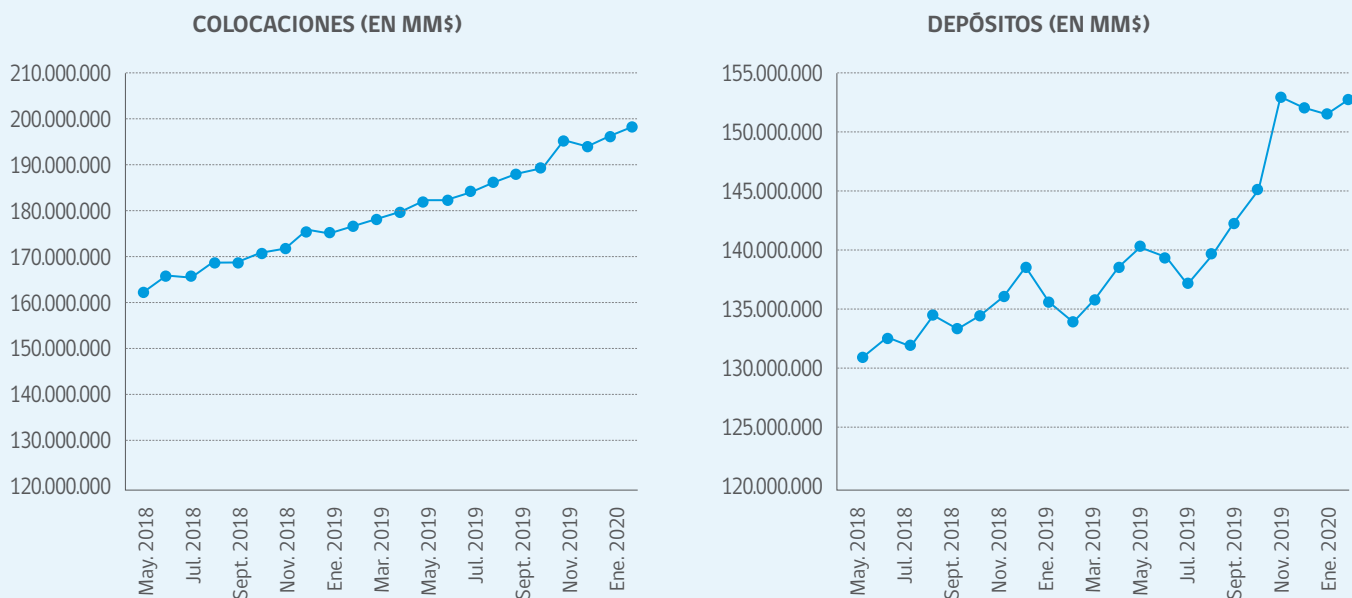
TASAS DE INTERÉS DE CAPTACIONES REAJUSTABLES



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el BCCh.

Por otra parte, en este período de intensificación de reducciones en la TPM, la función de provisión de créditos (captaciones) por parte de los bancos, aparentemente, ha mostrado un comportamiento estable y creciente. En igual período, si bien la captación de recursos que facilitan el ahorro -la que es medida a través de los depósitos mantenidos en los bancos- han mostrado fluctuaciones, y también se revela un crecimiento mayor. La Figura 8 presenta la evolución de ambos conceptos.

FIGURA 8. COLOCACIONES Y CAPTACIONES DE DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO CHILENO EN MM\$.



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en el BCCh.

Sin embargo, como se señaló previamente, parte de las funciones importantes de las instituciones bancarias es que cumplen con intermediar entre ahorrantes y deudores, pudiendo operacionalizar parte importante del ahorro y la inversión total de la economía y también dan la posibilidad de intermediar los plazos. Esta función es provista por los bancos, por cuanto el plazo promedio al cual un ahorrante presta sus recursos, generalmente, es inferior al plazo promedio al que un deudor está dispuesto a pagar los recursos que le son prestados. En este caso, los bancos absorben el costo y el riesgo de este descalce de plazos. En consecuencia, la intermediación a nivel agregado de capitales conlleva una absorción del riesgo, por parte de los intermediarios financieros.

Una manera de aproximarnos a cómo se realiza esta intermediación, es midiendo la cantidad de dinero colocado por cada \$ 1 captado. A esta acción, la denominaremos ratio de intermediación. La Tabla 1 muestra la evolución de este indicador, en los últimos meses.

Sin embargo, como se señaló previamente, parte de las funciones importantes de las instituciones bancarias es que cumplen con intermediar entre ahorrantes y deudores, pudiendo operacionalizar parte importante del ahorro y la inversión total de la economía y también dan la posibilidad de intermediar los plazos.

TABLA 1. COLOCACIONES Y CAPTACIONES DE DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO CHILENO EN MM\$.

	Colocaciones (MM\$) (comerciales+ consumo+ vivienda)	Depósitos (MM\$)	Ratio de intermediación (Dinero colocado por cada \$1 captado)
may.2018	163,353,645	131,178,793	1.245x
jun.2018	166,565,792	132,957,332	1.253x
jul.2018	166,612,927	132,304,114	1.259x
ago.2018	169,481,536	134,799,144	1.257x
sept.2018	169,560,236	133,606,605	1.269x
oct.2018	171,915,353	134,668,998	1.277x
nov.2018	172,632,412	136,284,171	1.267x
dic.2018	177,028,608	138,924,314	1.274x
ene.2019	176,504,593	135,977,620	1.298x
feb.2019	177,250,434	134,339,325	1.319x
mar.2019	179,114,159	136,017,196	1.317x
abr.2019	180,303,266	138,924,999	1.298x
may.2019	183,090,004	140,497,590	1.303x
jun.2019	183,006,627	139,613,655	1.311x
jul.2019	184,624,272	137,579,960	1.342x
ago.2019	187,091,380	139,867,378	1.338x
sept.2019	188,888,397	142,570,671	1.325x
oct.2019	190,231,941	145,261,695	1.310x
nov.2019	195,930,523	153,217,165	1.279x
dic.2019	194,899,837	152,220,783	1.280x
ene.2020	196,965,483	151,798,682	1.298x

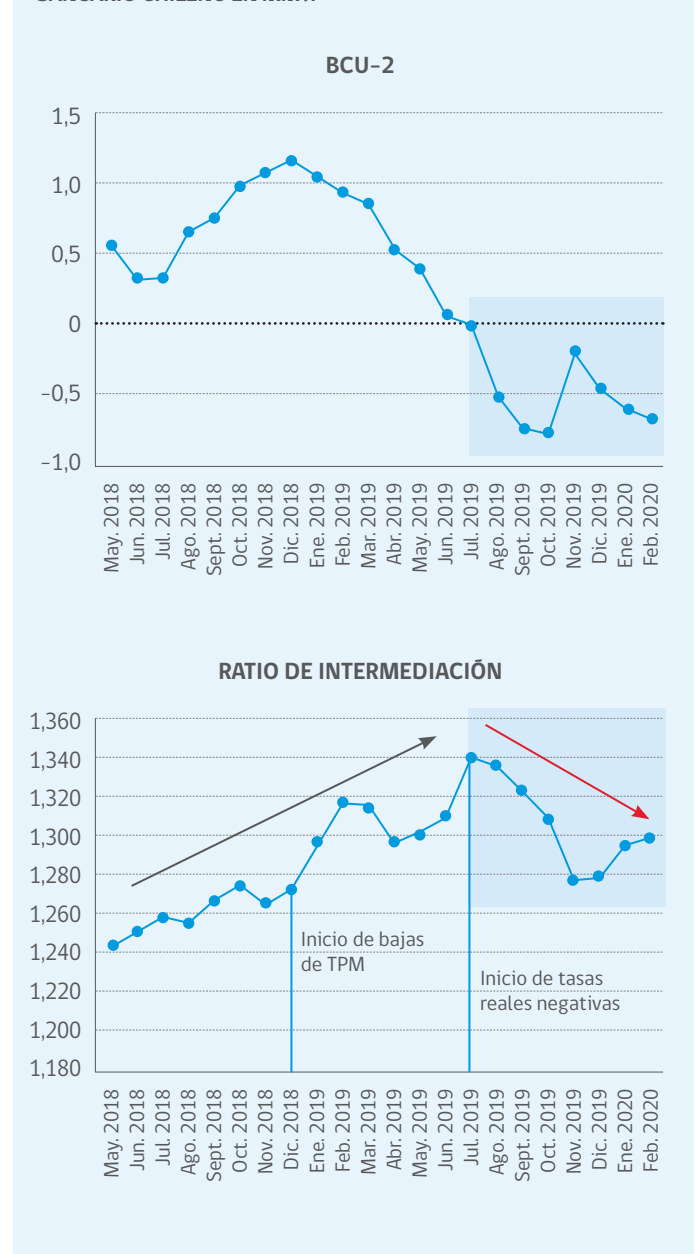
Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en la Comisión para el Mercado Financiero.

Se debe enfatizar que este indicador parece cambiar de comportamiento desde el momento en que las tasas reales se tornan negativas (julio de 2019) y no cuando comienza el período de relajamiento monetario más intenso (comienzos de 2019). En la figura 9, se observa esta situación.

Cuando las tasas reales se tornan negativas, la disminución del ratio de intermediación se explica, principalmente, por el aumento en las captaciones (denominador del índice), pues las colocaciones se mantienen relativamente estables. Esto, en principio, parece

contravenir uno de los objetivos primordiales de una política monetaria expansiva, el cual es desincentivar el ahorro en pos de una promoción de la inversión y del consumo. Si bien no es posible ser concluyente en el análisis, pues estamos mirando el efecto de una variable sobre otra, al menos sorprende observar movimientos totalmente opuestos a los esperados.

FIGURA 9. COLOCACIONES Y CAPTACIONES DE DEPÓSITOS DEL SISTEMA BANCARIO CHILENO EN MM\$.



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en la Comisión para el Mercado Financiero.

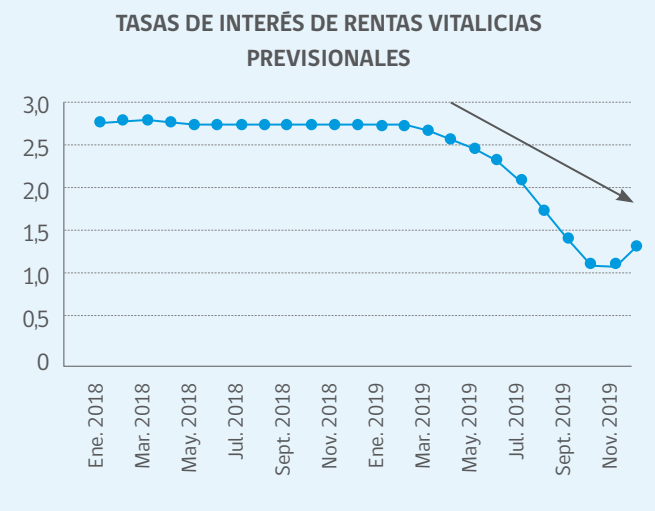
Otra lectura que se extrae acerca de los efectos de las tasas negativas es que podría generar una sustitución de captaciones en UF, por captaciones en pesos. Se considera esto, ya que las tasas de captación en UF de hasta tres años se encuentran en valores cercanos a cero. Si esto fuese lo que está sucediendo en los bancos, entonces las tasas negativas podrían estar afectando uno de los instrumentos de ahorro de bajo riesgo más utilizados por las personas en el mercado financiero: los depósitos a plazo en UF. Estos son una alternativa de inversión importante, especialmente cuando se busca una combinación conservadora entre riesgo y rentabilidad. Si bien existen otros mecanismos de ahorro alternativo a los depósitos en UF ofrecidos por los bancos, los que podrían hacerse cargo del efecto anterior, a nivel agregado son estas instituciones las que llevan a cabo la función de intermediación de plazos, cuando efectúan su gestión de descalses de vencimientos.

En la línea de los efectos potenciales, ante un escenario de tasas negativas sostenidas durante un tiempo, a priori es posible advertir dos posibles consecuencias: (1) distorsión en la medición de riesgos capturados a través de las tasas de interés (estos no pueden ser negativos). Este efecto viene dado por dos situaciones. En primer lugar, tener tasas negativas -o positivas pero muy bajas-, implica que deudores más riesgosos (personas o empresas) vean una buena oportunidad para solicitar créditos. En segundo lugar, ante la necesidad de absorber los costos generados por las tasas negativas, los bancos podrían tener más incentivos para ofrecer créditos a estos deudores. De esta manera, los bancos asumirían mayores riesgos, lo cual podría debilitar la estabilidad del sistema, si es que no se toman los resguardos necesarios. (2) En caso que este fenómeno sea persistente en el tiempo, también podría haber efectos sobre las tasas de largo plazo, alterándose el valor económico de algunos proyectos, lo que provocaría importantes descalses de flujos institucionales, como consecuencia de altos prepagos, o incluso -especialmente importante en nuestro país- podrían verse afectados los montos de pensiones. Respecto de esto último, cabe destacar lo contenido en la Figura 10, la que muestra una pronunciada baja en la tasa de interés de las rentas vitalicias, en el mismo período de importantes disminuciones de la TPM.

Conclusiones

La existencia de tasas de interés negativas es un fenómeno de reciente desarrollo en el mundo, por lo que sus efectos de largo plazo aún no se encuentran comprendidos ni medidos de manera extensa. A nivel local, el proceso es diferente al observado en economías desarrolladas. Sin embargo, se comienzan a manifestar algunos comportamientos que resultan atípicos en algunas tasas de interés, por lo cual pareciera ser oportuno reflexionar sobre el tema.

FIGURA 10. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS ASOCIADAS A RENTAS VITALICIAS.



Fuente: Elaboración propia a partir de la información disponible en la Comisión para el Mercado Financiero.

Las consecuencias que localmente podrían haber, ya sea producto de las tasas reales negativas que se han observado en el último tiempo para algunos plazos, o bien por los efectos colaterales que esto podría tener en caso de prolongarse en el tiempo, son cuestiones que de manera preliminar se exponen en este trabajo.

Las afirmaciones planteadas están lejos de corresponder a conclusiones sobre causas y efectos, sino que buscan plantear preguntas que bien podrían ser abordadas en futuras investigaciones académicas. Por lo pronto, las situaciones expuestas podrían servir de punto de partida para comenzar a conectar de manera directa los efectos en el ámbito financiero (en términos de medición de riesgos, afectaciones de decisiones de ahorro, intermediación de plazos, etc.), que poseen las decisiones de índole macroeconómico, como es a nivel de la TPM.

Bibliografía

Heider, F., Saidi, F., & Schepens, G. (2019). Life below zero: Bank lending under negative policy rates. *The Review of Financial Studies*, 32(10), 3728-3761.

Molyneux, P., Reghezza, A., & Xie, R. (2019). Bank margins and profits in a world of negative rates. *Journal of Banking & Finance*, 107, 105613.