

# ZIRP está muerto. Esto es lo que sigue a la era de las tasas ultrabajas.

6 de octubre de 2023

Los mercados mundiales de bonos se han recuperado de algunas de las dolorosas pérdidas de las últimas semanas, pero los rendimientos siguen muy por encima de los niveles observados durante gran parte del período posterior a la crisis financiera mundial. Este cambio al alza refleja un doloroso ajuste de la política de tasa de interés cero (ZIRP) en la que los banqueros centrales llegaron a depender después de esa crisis.

Pero persisten las dudas sobre si la era de las tasas ultrabajas realmente ha terminado y, si el ZIRP realmente está muerto, ¿a qué nivel se estabilizarán finalmente las tasas una vez que disminuya este estallido inflacionario pospandémico?

Es un debate que a menudo invita a acusaciones de tonterías innecesarias. Pero esto no es sólo una distracción de los economistas sentados en torres de marfil. El nivel en el que finalmente se estabilizarán las tasas tendrá implicaciones directas en todo el espectro de precios de los activos y la incertidumbre sobre ese nivel ha sido un factor clave detrás de la reciente liquidación en el mercado de bonos. Es una cuestión que abordaremos en un importante informe que se publicará mañana.

En esencia, se encuentra la cuestión de qué ha sucedido con las tasas de interés reales de equilibrio, o  $R^*$ . Ésta es la tasa de interés (real) que equilibra la inversión planificada y el ahorro deseado en una economía con pleno empleo.

Las tres décadas previas a la pandemia se caracterizaron por una marcada disminución de  $R^*$ . Según estimaciones de la Reserva Federal de Nueva York, las tasas de interés reales de equilibrio en las economías avanzadas promediaron alrededor del 3% en los años noventa. Pero varias fuerzas estructurales, incluida una desaceleración del crecimiento económico potencial y una gran cohorte de trabajadores que ahorran para la jubilación, comenzaron a presionar las tasas reales a lo largo de la década de 2000. Y el proceso de reparación de los balances que siguió a la crisis financiera mundial ejerció una mayor presión a la baja sobre  $R^*$  en la década de 2010, dejándolo en poco más del 0,5% en vísperas de la pandemia. ([Ver Cuadro 1.](#))

**Gráfico 1: R\* en economías avanzadas**  
(%, promedio de EE. UU., Canadá y la zona euro)

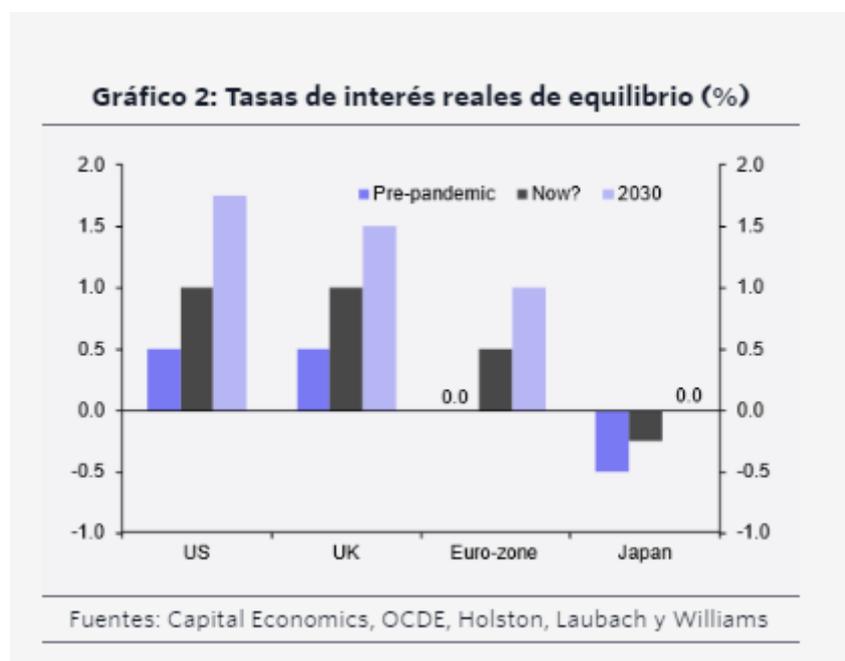


Es más, dado que en las últimas tres décadas también se produjo una fuerte caída de la inflación, el interés *nominal* de equilibrio cayó incluso más que las tasas reales. Cuando las tasas nominales alcanzaron el límite inferior de cero, los bancos centrales se vieron obligados a recurrir a la flexibilización cuantitativa para brindar apoyo monetario adicional tras la GFC.

El desafío para los bancos centrales hoy es radicalmente diferente al de la década de 2010. En lugar de intentar brindar apoyo adicional a la demanda en un contexto de persistentes riesgos deflacionarios y la amenaza de una trampa de liquidez, se enfrentan a un exceso de demanda, mercados laborales fuertes y un resurgimiento de la inflación. Para calibrar la respuesta de política es necesario comprender si las tasas de interés de equilibrio se han movido y en qué medida. Nuestro informe destaca dos puntos importantes. La primera es que, si bien  $R^*$  es un concepto analítico útil, estimarlo es más un arte que una ciencia. La segunda es que, a pesar de los desafíos de medición, hay buenas razones para pensar que ha aumentado en los últimos años.

Por un lado, muchas de las fuerzas que suprimieron a  $R^*$  en la década de 2010 se han desvanecido. Lo más obvio es que el proceso de desapalancamiento y reparación de balances que siguió a la crisis financiera global ha llegado a su fin. Como resultado, creemos que  $R^*$  en EE.UU. se sitúa ahora en torno al 1,0% aproximadamente, lo que significa que si la inflación vuelve a caer al 2-3% durante el próximo año, como esperamos, la postura real de la política monetaria se volverá significativamente restrictiva. al nivel actual de los tipos de interés. Lo mismo ocurre con el Reino Unido y la eurozona.

Más importante aún, creemos que  $R^*$  aumentará aún más en los próximos años. Esto se debe en parte a que el crecimiento potencial del PIB se verá impulsado por un repunte del crecimiento de la productividad a medida que los avances en inteligencia artificial (IA) den frutos. Además de esto, varios factores también inclinarán la balanza del ahorro y la inversión deseados a favor de tasas de interés más altas. Las tendencias demográficas reducirán los ahorros deseados a medida que más personas se jubilen, y las oportunidades en IA y la transición verde ofrecerán incentivos para invertir. Es más, la pandemia parece haber desencadenado un aumento permanente del endeudamiento público que absorberá más ahorro privado. Todo esto hará que  $R^*$  aumente con el tiempo. Creemos que aumentará al 1,5-2,0% en Estados Unidos a finales de esta década y al 1,0-1,5% en el Reino Unido y la eurozona. (Ver Cuadro 2.)



En cuanto a la inflación, creemos que los días en los que persistentemente no se alcanzaban los objetivos de los bancos centrales han quedado atrás. Parte del aumento pospandémico en el poder de negociación de los trabajadores se mantendrá y con la fractura entre Estados Unidos y China y el cambio climático aumentando la presión, los *excesos* de los objetivos del 2% serán más comunes en la próxima década.

Todo esto se suma a un aumento significativo de las tasas de interés reales y nominales de equilibrio en comparación con los niveles mínimos que prevalecieron durante la década de 2010. Eso no quiere decir que la venta masiva de bonos globales no haya ido demasiado lejos; como sostuvo la semana pasada, hay buenas razones para pensar que los rendimientos

comenzarán a bajar en los próximos tres a seis meses. Pero lo harán en el contexto de un entorno estructuralmente más alto para las tasas de interés.

Como se argumentará en el informe de mañana, los inversores de todo el mundo necesitan planificar para un período en el que las tasas de interés sean significativamente más altas de lo que están acostumbrados. Y, como dejaremos claro, eso tiene grandes implicaciones para los rendimientos de los bonos y las valoraciones de los activos en todas partes.

*'R\* y el fin de la era de las tasas ultrabajas' estará disponible para los clientes de CE Advance y para los suscriptores de nuestra cobertura de Economía Global, Mercados Globales y Largo Plazo el martes 17 de octubre. Póngase en contacto con [sales@capitaleconomics.com](mailto:sales@capitaleconomics.com) si desea obtener más información sobre nuestro análisis de R\*.*

En caso que te lo hayas perdido:

Nuestra cobertura de las implicaciones macro y de mercado del conflicto entre Israel y Hamas abarca los riesgos para los mercados [de petróleo y gas](#), el impacto en [la dinámica regional](#) y [los efectos en los mercados financieros](#). El último episodio de [nuestro podcast semanal](#) incluye más debates sobre las perspectivas.

Puede que Italia no enfrente la amenaza inmediata de una gran liquidación de su deuda, pero las recientes señales del gobierno –en el contexto de un aumento de los rendimientos a nivel mundial– apuntan a un mayor riesgo a largo plazo, [dice el](#) economista jefe para Europa, Andrew Kenningham.

El director de Economía de China, Julian Evans-Pritchard, muestra por qué una inminente actualización de los controles de exportación de Estados Unidos hará que sea aún más difícil para las empresas chinas mantenerse al día en [la carrera mundial de la IA](#).

Las encuestas a pie de urna sugieren que el partido de oposición de Polonia está en camino de obtener la mayoría en las elecciones parlamentarias del domingo. Liam Peach y Nicholas Farr demostraron por qué el resultado de la votación podría ser tan decisivo para [la dirección de la economía de Polonia](#) en los próximos años.

[https://www.capitaleconomics.com/blog/zirp-dead-heres-what-follows-ultra-low-rates-era?utm\\_source=Sailthru&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=Regular%20Report-5320f769-34d4-4564-958f-a8dd9f71a1b5&utm\\_term=Regular%20Report-5320f769-34d4-4564-958f-a8dd9f71a1b5](https://www.capitaleconomics.com/blog/zirp-dead-heres-what-follows-ultra-low-rates-era?utm_source=Sailthru&utm_medium=email&utm_campaign=Regular%20Report-5320f769-34d4-4564-958f-a8dd9f71a1b5&utm_term=Regular%20Report-5320f769-34d4-4564-958f-a8dd9f71a1b5)