

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

El estado de bajos tipos de interés prolongados desafía la estabilidad financiera

Shushanik Papanyan

22 de diciembre de 2017

La estabilidad financiera se define por su capacidad para facilitar el crecimiento económico. Sin embargo, en el entorno económico "nuevo normal" de crecimiento moderado prolongado, unos tipos de interés nominales y reales bajos, una población que envejece y una longevidad cada vez mayor, el entorno económico conlleva riesgos para la estabilidad financiera. El entorno de bajos tipos de interés a largo plazo ha supuesto en buena medida un desafío para los modelos comerciales y la solvencia de las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones de beneficios definidos. Las compañías de seguros y los fondos de pensiones desempeñan un papel cada vez más importante en la intermediación financiera y en la transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, su capacidad para adaptarse a las nuevas condiciones económicas mediante la modernización de sus modelos comerciales resultará esencial para mitigar los riesgos a medio plazo para la estabilidad financiera.

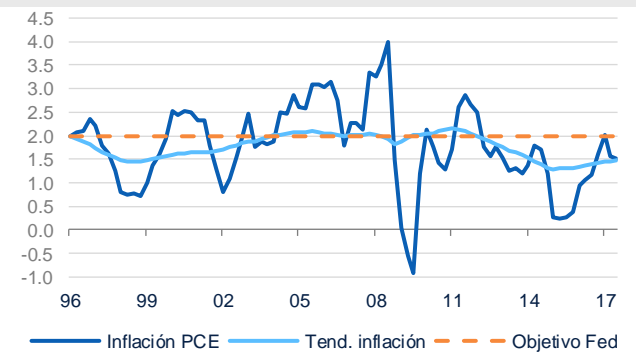
La estabilidad financiera constituye una noción en constante cambio que incorpora una amplia gama de herramientas y medidas que evolucionan a lo largo del tiempo. Resulta más fácil definir la inestabilidad financiera o el riesgo sistémico que definir la estabilidad financiera en sí misma. El estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI) compara el principio de la estabilidad financiera con la salud de un organismo, cuyo dinamismo se produce a lo largo de un continuo. Por lo tanto, el rango de estabilidad normal es amplio y multidimensional. Sus fundamentos implican incertidumbre y evolucionan en torno a elementos de infraestructura, instituciones y mercados, además de estar interrelacionados, ser intertemporales e innovadores. La definición integral establece que "un sistema financiero se encuentra en un rango de estabilidad cuando es capaz de facilitar (en lugar de obstaculizar) la marcha de una economía, y de disipar los desequilibrios financieros que surgen de forma endógena o como resultado de importantes acontecimientos imprevistos".¹

Gráfica 1. Envejecimiento de la población y tipo de interés a largo plazo (%)



Fuente: BLS, FBR y BBVA Research

Gráfica 2. Baja inflación (%)



Fuente: BEA y BBVA Research

1: Schinasi (2004)

La estabilidad financiera implica facilitar el crecimiento económico a través de los procesos financieros de ahorro e inversión, préstamos y créditos, creación y distribución de liquidez, fijación de precios de activos y acumulación y crecimiento de riqueza.² Sin embargo, en el contexto económico actual, en el que las condiciones económicas de EE. UU. han alcanzado su tasa de crecimiento saludable, casi óptima, los papeles se han intercambiado: la "nueva economía normal" supone riesgos y desafíos para la estabilidad financiera.

La "nueva economía normal", que es el resultado de cambios estructurales impulsados por la tecnología y por factores demográficos y por políticas acomodaticias posteriores a la Gran Recesión, se ha basado en un crecimiento potencial moderado, bajas presiones inflacionarias y bajos tipos de interés nominales y reales. El entorno económico de bajos tipos de interés a largo plazo plantea desafíos a los principios de funcionamiento del sistema financiero.

Riesgos de estabilidad para las entidades financieras

Se espera que el entorno de bajos tipos de interés y de crecimiento moderado, junto con los cambios demográficos del envejecimiento y el aumento de la longevidad, se conviertan en un desafío a medio plazo para aseguradoras, fondos de pensiones y cierto tipo de entidades de crédito. Se espera que este contexto afecte en buena medida a las ganancias y a la solvencia de las aseguradoras y los fondos de pensiones. Estas entidades han adquirido obligaciones en un entorno de mayor crecimiento y tipos más altos, pero tendrán que reinvertir la mayoría de sus activos a tasas de rendimiento más bajas antes de que venzan sus obligaciones.

Otro desafío para las entidades financieras surge debido a las cambiantes preferencias de asignación de activos de los hogares en un entorno de crecimiento moderado prolongado y de bajos tipos de interés. La longevidad y el envejecimiento de la población, junto con una red de seguridad social reducida, impulsarán un aumento adicional de la demanda de ahorros precautorios y activos líquidos para cubrir el coste creciente de los gastos médicos personales. Por lo tanto, los hogares se encuentran en un proceso de reasignación de fondos de aseguradoras y fondos de pensiones a fondos de inversión privados. El entorno de tipos bajos también ha ejercido una presión a la baja sobre las comisiones de gestión de fondos, lo que ha hecho que los fondos de inversión de tamaño medio y los fondos de índice resulten más atractivos para los hogares. Los hogares también continuarán aumentando la demanda de depósitos bancarios y bonos en su asignación de activos.

Compañías de seguros de vida: Las compañías de seguros de vida se seguirán enfrentando a dificultades con su modelo de negocio de pagos garantizados debido a la brecha de duración negativa. Además, las compañías de seguros tendrán que competir con empresas de inversión al por menor por los ahorros domésticos. Sin embargo, no está claro si podrán resistir la competencia contra los administradores de activos, ya que la flexibilidad de los precios de la demanda de productos de ahorro es alta. Por lo tanto, las aseguradoras probablemente se enfrentarán a pérdidas debido a su incapacidad para aumentar las primas.

Los productos de seguros de vida con rendimientos garantizados probablemente se eliminarán gradualmente en el entorno económico de bajos tipos a largo plazo, ya que los mercados están incorporando los mayores riesgos de solvencia a medio plazo. Debido al entorno prolongado de bajos tipos de interés, una posible desaceleración cíclica, debido a la madurez de la expansión actual, puede tener un mayor impacto material sobre la rentabilidad de las compañías de seguros de vida y puede perturbar la confianza del mercado financiero.

2: King, Brandao-Marques, Eckhold, Lindner, and Murphy (2017)

Fondos de pensiones: Los modelos de negocio de los fondos de pensiones con beneficios definidos afrontarán los mayores retos en este entorno prolongado de envejecimiento de población, aumento de la longevidad y bajos tipos de interés. Estos bajos tipos de interés suponen la aplicación de tasas de descuento más bajas a los pasivos de los fondos de pensiones, lo que incrementa el valor actual de las obligaciones futuras y amplía los déficit de financiación. Se estima que la tasa de descuento de EE. UU. disminuirá del 6,5% en 2008 al 3,5% en 2016.

A fin de minimizar su déficit de financiación y, al mismo tiempo, reducir al mínimo el riesgo de mercado, los fondos de pensiones deberán igualar la duración de su cartera de bonos a la duración de sus pasivos. Esta estrategia de inversión impulsada por pasivos (LDI, por sus siglas en inglés) hace que los fondos de pensiones cambien sus inversiones hacia productos de renta fija, tales como bonos corporativos a largo plazo de alta calidad y bonos del Tesoro de los EE. UU. Sin embargo, es probable que la demanda de duración se convierta en un ciclo autocumplido que presione aún más a la baja a los tipos de interés a largo plazo.

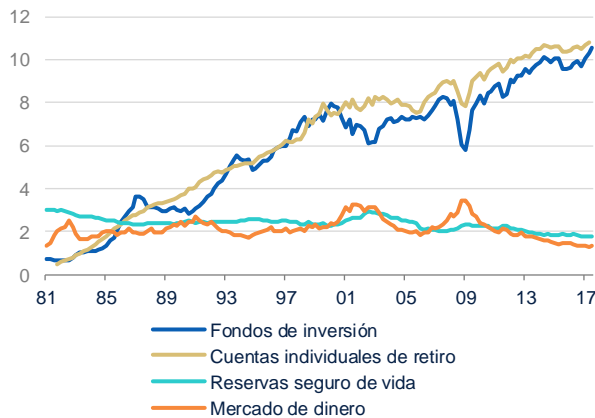
Sin embargo, si bien muchos fondos de pensiones continúan cambiando a una estrategia de LDI, su aplicación se ha vuelto más difícil a medida que la vida de los jubilados se ha ido alargando. El largo período de adquisición de derechos que es típico de los planes de beneficios definidos presionará a los fondos de pensiones, ya sea para embarcarse en carteras con más riesgos, incluida la deuda corporativa de menor calidad y la deuda de mercados emergentes, o para disminuir los beneficios. Una disminución en los beneficios de los fondos de beneficios definidos hará que estos fondos resulten menos competitivos en comparación con los planes de contribución definida.

Entidades de crédito: Un marco teórico sugiere que en el entorno de tipos de interés naturales bajos a largo plazo, las entidades más pequeñas, financiadas con depósitos y menos diversificadas tendrán dificultades para mantener los márgenes entre los préstamos y los depósitos, reduciendo así el ingreso neto por intereses. La lucha podría volverse más intensa si la madurez del ciclo económico resulta en una desaceleración, impulsando una política monetaria acomodaticia consistente en una reducción de los tipos a corto plazo al límite por debajo de cero. El análisis econométrico de los costes de financiación de los bancos japoneses, los tipos de interés del mercado y el rendimiento de los activos respaldan esta conclusión teórica. El análisis ilustra que los márgenes de interés netos han disminuido de manera constante y gradual para los bancos regionales, más pequeños, orientados al sector nacional, menos diversificados y dependientes de depósitos.

Los estudios del FMI concluyen que, si bien la inesperada expansión monetaria impulsa el rendimiento de las acciones en condiciones económicas normales, los períodos prolongados de tipos de referencia bajos resultan en tipos a plazo más bajos, se interpretan como noticias negativas sobre las condiciones económicas y tienen un impacto negativo en las ganancias de las entidades de crédito. Las estimaciones entre países ilustran que los entornos de tipos bajos a largo plazo – definidos como períodos de tiempo en los que el rendimiento a corto plazo está por debajo del 1 por ciento y el rendimiento nominal para el bono a 10 años de emisión reciente ("on-the-run") es más bajo que el promedio histórico del tipo de referencia – resultan en una disminución del retorno promedio sobre el capital. Cuando los bancos se agregan según el modelo comercial, las estimaciones confirman que las entidades más grandes, internacionalmente más diversificadas y financiadas al por mayor superan a otros tipos cuando se enfrentan a largos períodos de un entorno de tipos de interés bajos. Las estimaciones muestran que en un período sostenible de bajos tipos de interés, un aumento de una desviación estándar en el tamaño del balance de un banco incrementa las ganancias en un 67% en relación con el promedio de muestra estimado para ese período. Del mismo modo, un aumento de una desviación estándar en la participación del financiamiento de depósitos reduce los rendimientos en un 14% y un

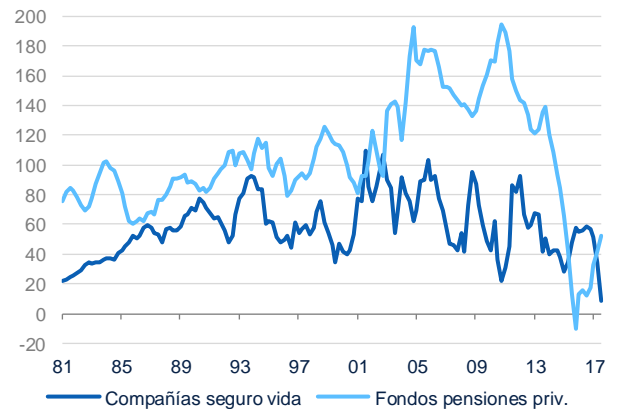
aumento de la desviación estándar en la proporción de préstamos en la cartera de activos incrementa los rendimientos en un 22% en relación con el promedio de muestra estimado para ese período.³

Gráfica 3. Porcentaje de activos financieros de los hogares (%)



Fuente: FRB y BBVA Research

Gráfica 4. Flujos de cuentas financieras (Miles de millones, USD, media móvil de 2 semanas)



Fuente: FRB y BBVA Research

Modernización de los modelos de negocio para garantizar la sostenibilidad

No se espera que los desafíos a los que se enfrentan las entidades financieras en el entorno de crecimiento moderado prolongado y bajos tipos interés disminuyan con las correcciones cíclicas a corto plazo en la economía. Los desafíos son estructurales y deberán abordarse para mitigar los riesgos a medio plazo para la solidez financiera.

Compañías de seguros de vida: El valor del seguro de vida seguirá cayendo conforme vayan envejeciendo los hogares y viviendo más tiempo. Sin embargo, el valor del seguro de salud aumentará. Los modelos comerciales que se expanden en el seguro de salud podrían volverse más sostenibles. Sin embargo, a pesar de dicha extensión, las aseguradoras podrían seguir afrontando desafíos en el entorno de débil crecimiento y bajos tipos de interés. Obtener una gran cuota de mercado podría resultar fundamental para que las entidades de seguros de vida puedan soportar un entorno de bajos tipos a largo plazo.

También podría ser rentable la innovación de nuevos productos que reproducen el ciclo de vida. Se ha ilustrado que el valor del seguro de salud alcanza su punto máximo a una edad mucho más avanzada, mientras que el seguro sanitario a largo plazo aumenta gradualmente de acuerdo con la edad del hogar.⁴ Nuevos productos que optimizan los beneficios en función del perfil del ciclo de vida de los hogares – aquellos que ofrecen un seguro de vida, seguro sanitario a largo plazo y seguro de salud en un mismo paquete, podrían convertirse en un modelo comercial sostenible. La existencia de estos paquetes también eliminaría la necesidad de que los hogares reequilibren sus carteras, algo que resulta costoso.

Fondos de pensiones: Los planes de contribución definida serán más atractivos con el tiempo. Estos planes también son transferibles y atraen a los empleados más jóvenes que valoran la movilidad laboral. A medio plazo, la proporción de planes de contribución definida seguirá creciendo dentro del componente de beneficios de pensiones e incluso podría ser testigo de un

3: Fondo Monetario Internacional (2017)

4: Kojien, Van Nieuwerburgh, and Yogo (2016)

crecimiento acelerado. Además, una transferencia de la obligación de pensión de beneficios definidos a las aseguradoras podría resultar una opción viable. Liquidar y vender planes de beneficios definidos a las aseguradoras sería la opción más beneficiosa para las entidades no financieras, dado que la normativa facilita esa transacción.⁵

Entidades de crédito: Los cambios estratégicos llevados a cabo con éxito en los modelos de negocios podrían mejorar la resiliencia ante períodos largos y sostenibles de crecimiento moderado y bajos tipos de interés nominales y reales. Para las entidades de crédito más grandes, esto podría abarcar la expansión de la actividad de préstamos y valores en mercados emergentes de mayor crecimiento. Mientras tanto, para las entidades más pequeñas, las crecientes carteras de préstamos en los centros urbanos podrían marcar una diferencia en la rentabilidad. Las entidades de crédito más grandes también tienen el potencial de aprovechar el fortalecimiento de las conexiones de clientes entre productos para expandir los ingresos no financieros de las ventas de fideicomisos de inversión y productos de seguros de vida. La capacidad de las entidades a la hora de hacer frente a un entorno de bajos tipos de interés a largo plazo también se vería potenciada si una parte de los fondos se obtuviera de los mercados de capitales. Sin embargo, el mayor ajuste para mantener los beneficios en un entorno prolongado de bajos tipos de interés a largo plazo para las entidades de crédito más pequeñas y menos diversificadas probablemente surja de la consolidación parcial, de la formación de grupos financieros y de la consolidación completa, lo que disminuiría los costes operativos e incrementaría el poder monopolístico.

Eficacia de la política monetaria para salvaguardar la estabilidad financiera

Los ajustes posteriores a la Gran Recesión en los modelos comerciales de las entidades financieras para adaptarse al nuevo entorno económico de crecimiento moderado, tipos de interés bajos, normativas bancarias más estrictas e innovación financiera han ampliado significativamente el papel de las entidades no bancarias, como las aseguradoras, los fondos de pensiones y los gestores de activos dentro de la intermediación financiera. La creciente importancia de las entidades no bancarias en la "nueva economía" se ha visto respaldada por un fuerte cambio en las preferencias de endeudamiento de los préstamos bancarios hacia la emisión de bonos. Sin embargo, el aumento del papel de las entidades no bancarias en la intermediación financiera ha generado preocupación por el debilitamiento de la transmisión de la política monetaria, que es la capacidad de facilitar el crecimiento económico o frenar la asunción de riesgos por medio del canal tradicional de préstamos bancarios.

Diversos estudios indican que el mecanismo de transmisión monetaria probablemente se ha debilitado debido a la brecha de la normativa entre entidades bancarias y no bancarias y la capacidad de los bancos de titularizar su cartera de préstamos. Los cambios en la normativa financiera han disminuido la tolerancia de los bancos al riesgo y han aumentado el papel de las entidades no bancarias. Al mismo tiempo, la capacidad de titularización ha reducido la tenencia de activos líquidos por parte de los bancos y ha hecho que los bancos sean menos sensibles a las turbulencias de los costes de los fondos, pero ha aumentado su sensibilidad a las turbulencias de liquidez.⁶

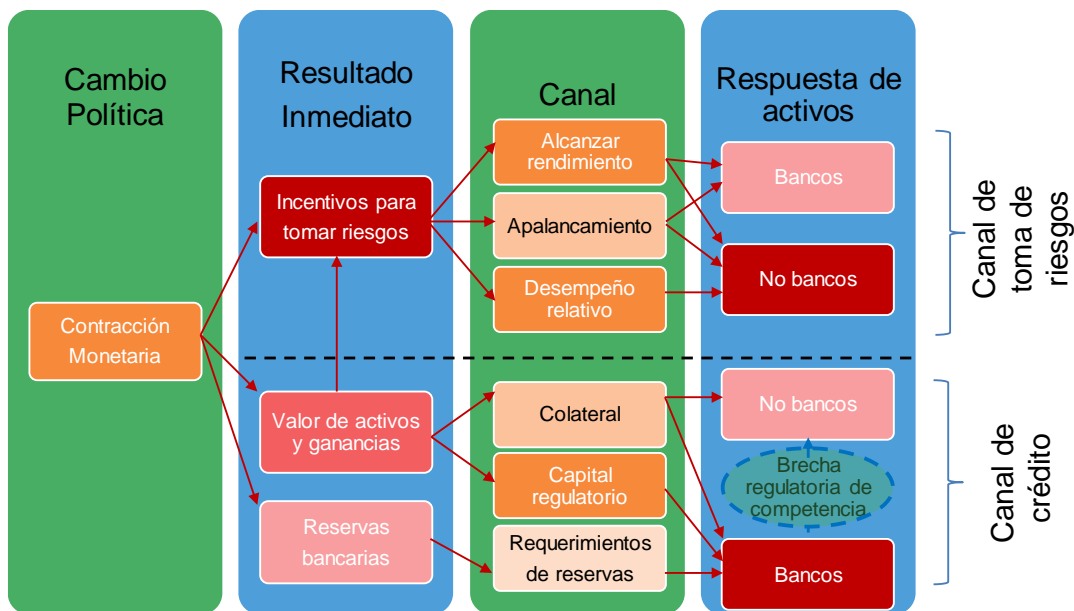
Dado que los modelos de negocio son diferentes para los diferentes tipos de entidades no bancarias y bancos, estas entidades se ven afectadas de manera diferente por los movimientos en los rendimientos de los bonos y la prima de riesgo. Los balances no bancarios son sensibles a la política monetaria, pero el mecanismo de transmisión difiere dependiendo de si se canaliza a través de la asunción de riesgos o de la oferta de crédito. Un estudio empírico por países proporciona evidencias de un efecto económico agregado más fuerte de los cambios en la política monetaria de los países con un sector no bancario más grande. El

5: Fondo Monetario Internacional (2017)

6: Loutskina (2011)

estudio también revela que en los EE. UU. el canal de asunción de riesgos funciona principalmente a través de entidades no bancarias, especialmente las compañías de seguros y los fondos de pensiones, y las entidades no bancarias son muy receptivas a los cambios en la tolerancia al riesgo y contribuyen más a la prima de riesgo de los bonos.⁷

Cuadro 1. Transmisión de la política monetaria a través de intermediarios financieros



Fuente: Personal del FMI⁸ y BBVA Research.
 Un tono más oscuro significa una respuesta más grande. Las sombras y las flechas rojas significan un efecto o respuesta adversa. Una flecha azul significa que una respuesta adversa de un sector puede desencadenar una respuesta positiva del otro.

El aumento en la importancia relativa de las entidades no bancarias, junto con la expansión del canal de asunción de riesgos, probablemente amplifique el impacto de la política monetaria sobre la economía real, haciendo que el efecto económico sea más "rápido y marcado". Por lo tanto, el cambio en la composición de la intermediación financiera repercutirá de manera considerable en la capacidad de la política monetaria para salvaguardar la estabilidad financiera. Además, la proporción de entidades no bancarias dentro del sistema seguirá creciendo y, por lo tanto, las medidas de política monetaria tendrán que reajustarse continuamente para ajustar la velocidad y el tamaño de su impacto a fin de seguir siendo eficientes. En consecuencia, debido al entorno de tipos de interés bajos y las herramientas de política monetaria tradicional potencialmente más débiles para frenar los riesgos financieros, las políticas regulatorias y las reglas macroprudenciales sobre estabilidad financiera que también abordarían los intermediarios financieros no bancarios pueden desempeñar un papel vital.

7: Fondo Monetario Internacional (2016)
 8: Fondo Monetario Internacional (2016)

Referencias

Fondo Monetario Internacional. (2017). *Global Financial Stability Report: Getting the Policy Mix Right*. Washington, DC, Abril.

Fondo Monetario Internacional. (2016). *Global Financial Stability Report—Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*. Washington, DC, Octubre.

Koijen, R. S., Nieuwerburgh, S., y Yogo, M. (2016). Health and mortality delta: Assessing the welfare cost of household insurance choice. *The Journal of Finance*, 71(2), 957-1010.

Loutskina, E. (2011). The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 663-684.

King, D., Brandao-Marques, M. L., Eckhold, K., Lindner, P., & Murphy, D. (2017). *Central Bank Emergency Support to Securities Markets*. Fondo Monetario Internacional.

Schinasi, M. G. J. (2004). *Defining Financial Stability (EPub)* (No. 4-187). Fondo Monetario Internacional.

Aviso Legal

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA de EEUU del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) en su propio nombre y en nombre de sus filiales (cada una de ellas una compañía del Grupo BBVA) para su distribución en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y se facilita exclusivamente a efectos informativos. En EEUU, BBVA desarrolla su actividad principalmente a través de su filial Compass Bank. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento hacen referencia a su fecha específica y están sujetas a cambios que pueden producirse sin previo aviso en función de las fluctuaciones del mercado. La información, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en este documento han sido recopiladas u obtenidas de fuentes públicas que la Compañía estima exactas, completas y/o correctas. Este documento no constituye una oferta de venta ni una incitación a adquirir o disponer de interés alguno en valores.