

EL OBSERVADOR



Academia Nacional de Economía

OPINIÓN > ACADEMIA DE ECONOMÍA

Tasas de interés: la tasa neutral y la tasa de referencia

A nivel internacional, el recrudecimiento inflacionario ha obligado a la adopción de acciones más decididas y ha llevado a que en los principales bancos centrales del mundo vuelva a hablarse y se actualicen las estimaciones de la tasa neutral o natural de interés (TNI)



Por Luis Mosca*

La política monetaria seguida por el BCU se sustenta en el régimen de tasas de interés. Vale decir, la autoridad monetaria se focaliza en mantener condiciones de liquidez tales que permitan que la tasa de política que establezca (TPM) actúe efectivamente como la referencia del sistema.

A nivel internacional, el recrudecimiento inflacionario ha obligado a la adopción de acciones más decididas y ha llevado a que en los principales bancos centrales del mundo vuelva a hablarse y se actualicen las estimaciones de la tasa neutral o natural de interés (TNI). La estimación de esta tasa sirve como referencia para evaluar cuan restrictiva o expansiva resulta la política monetaria en ejecución.

Pero, ¿cómo se define la tasa neutral de interés?

Es aquella tasa real consistente con una economía que crece en su potencial y con una tasa de inflación que se encuentra en su nivel de equilibrio de largo plazo.

O sea, sería la tasa real que se observaría si la brecha entre el producto real y el potencial fuera “cero” y si no existieran desviaciones sostenidas de la inflación.

La estimación de la TNI no es una tarea fácil; además está en movimiento, cambia con el transcurso del tiempo, ya que varios de los factores que inciden en su determinación son variables.

Entre los factores internos se debe considerar la situación fiscal, la indexación salarial, la brecha del producto, las expectativas inflacionarias, el riesgo país. Entre los factores externos merecen destaque los términos del intercambio, las tasas internacionales de interés.

Entonces, abstrayéndonos de las fluctuaciones de precios y del producto de corto plazo, podría afirmarse que la tasa neutral es asimilable al producto potencial; o sea, la tasa neutral es aquella tasa consistente con un nivel de precios estable y un producto que crece a su nivel potencial.

En nuestro país, la última estimación divulgada por jerarcas del BCU ubica a la tasa neutral en un 2% real. Por otra parte, la estimación de la tasa de crecimiento potencial de la economía realizada por un grupo de destacados economistas, insumo clave para la regla fiscal, se ubicó en 2.1% como promedio para el período 2021-2030.

La proximidad en el valor de ambas estimaciones no es casual de acuerdo a las definiciones asumidas de dichas variables; deben ser convergentes en el largo plazo, aunque ello no ocurra en períodos cortos o aun en el mediano plazo. Un gran inconveniente que se presenta para efectuar las estimaciones de las tasas tiene que ver con las perturbaciones que aparejan algunos shocks de corto y mediano plazo.

En todo el mundo se debió asumir el impacto del covid y más recientemente las derivaciones de la invasión rusa a Ucrania. Está claro que el exceso de oferta monetaria propiciado por los principales bancos centrales del mundo, con TPM persistentemente negativas durante varios años, debían generar mayor inflación, como finalmente ocurrió.

A ello más recientemente se agrega el encarecimiento de las materias primas, alimentos, energía, minerales, el aumento en el costo de los suministros y también de los fletes. Asociados, por una parte, al covid en China y a sus consiguientes bloqueos, y por otra parte, la guerra que aún persiste en Europa.

¿Estos impactos cuánto durarán?, ¿cuánto se puede endurecer la política monetaria ante un shock de oferta negativo?

En las economías pequeñas y abiertas, con un sistema bimonetario donde buena parte del ahorro, del crédito y de las transacciones en activos financieros e inmuebles se efectúan en dólares, a la política monetaria se le plantea un problema aun mayor en la fijación de la TPM.

Máxime cuando la inflación ha superado a la meta oficial durante varios años. A los riesgos que apareja el cambio de portafolio de los agentes económicos ante un eventual desarbitraje de tasas –con el consiguiente carry trade– se agrega como problema, que la recuperación de la confianza en la moneda doméstica exige el descenso de la inflación y mantenerla en niveles bajos durante un buen tiempo. Ello exigiría el costo de asumir una caída en el tipo de cambio real, con su consiguiente impacto en términos de actividad y de empleo; máxime si hay indexación salarial.

**(i) Académico Directivo*