

Sobre tasas de interés neutrales en América Latina

Nicolás E. Magud y Evridiki Tsounta[†]

Introducción

Un creciente número de países de América Latina han venido reforzando sus marcos de política monetaria desde finales de los años noventa para contener la inflación y anclar las expectativas inflacionarias. Algunos adoptaron regímenes de metas de inflación, recurriendo a la tasa de política monetaria como principal instrumento. Al calibrar la política monetaria, las autoridades necesitan saber cómo la tasa de interés presente se compara con una tasa de interés de referencia o *neutral*.

El concepto de tasa de interés neutral fue planteado inicialmente por Wicksell (1898), quien definió la tasa de interés *natural* como la tasa de equilibrio a largo plazo tal que el ahorro iguale la inversión (y que por lo tanto es no inflacionaria, o neutral), y que, en ausencia de fricciones, sería igual al producto marginal del capital.

Con este telón de fondo, en este trabajo nos centramos en la tasa de interés real neutral de *política monetaria* de corto plazo, que es la tasa compatible con una brecha del producto cerrada e inflación estable. La tasa de interés neutral de corto plazo puede diferir de la tasa de interés natural de largo plazo debido a fricciones en el mercado u otras condiciones temporarias. Además, la tasa neutral de corto plazo puede fluctuar a lo largo del tiempo debido a variaciones en los fundamentos macroeconómicos y las tasas de interés mundiales¹.

Esta nota estima la tasa de interés real neutral (de política monetaria) (TIRN) mensual para 10 países

latinoamericanos desde comienzos de la década de 2000. La muestra incluye países que poseen regímenes de metas de inflación consolidados (Brasil, Chile, Colombia, México Perú y Uruguay) o que han recientemente transitado hacia un régimen de ese tipo (Costa Rica, Guatemala, Paraguay y la República Dominicana).

Como no existe un solo método óptimo de estimación, y en vista de las diferencias en las características de los países y en la disponibilidad de datos, se recurre a una batería de diferentes metodologías para calcular un *rango* para la TIRN para cada país en lugar de una estimación puntual específica (véase el anexo). También se utilizan estas estimaciones para evaluar la posición de la política monetaria y sus implicaciones para las brechas del producto y de la inflación en los últimos años, y para explorar la forma en que las políticas macroprudenciales afectan dicha posición.

Estimaciones de las tasas de interés neutrales

Comparaciones entre países

Pese a las diferencias entre metodologías, y a pesar de las limitaciones de los datos, encontramos que las estimaciones alternativas de la TIRN de cada país en general se concentran en un rango de 200 puntos básicos y son consistentes con aquellas reportadas en estudios específicos de los países (gráfico 1).

Las tasas neutrales de política monetaria tienden a ser menores en países que tienen marcos monetarios y fundamentos económicos más sólidos y que son financieramente más abiertos y desarrollados. Brasil y Uruguay son excepciones notables, dado que sus

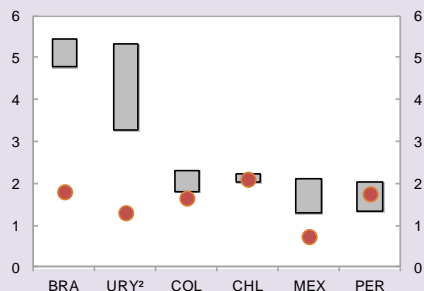
[†] División de Estudios Regionales, Departamento del Hemisferio Occidental, FMI. Basado en [Magud y Tsounta \(2012\)](#).

¹ La tasa de interés real neutral (TIRN) es una variable no observable, como la tasa natural de desempleo y la brecha del producto.

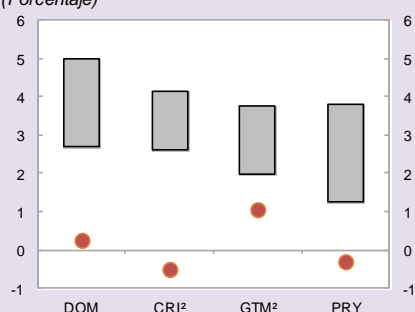


Gráfico 1. Tasas de interés neutrales: Variaciones entre países

TIRN: Síntesis de resultados de las diferentes metodologías utilizadas para AL6¹
(Porcentaje)



TIRN: Síntesis de resultados de las diferentes metodologías utilizadas para otros países con regímenes de metas de inflación¹
(Porcentaje)



Fuente: Cálculos de los autores.

¹ Los puntos rojos denotan la tasa de interés real de política monetaria a finales de agosto de 2012 (deflactada por la inflación esperada). Los rectángulos representan valores (a finales de mayo de 2012) correspondientes a los rangos de la TIRN (excluidos los valores atípicos).

² En los casos de Costa Rica, Guatemala y Uruguay se utilizó una submuestra de metodologías debido a limitaciones de los datos.

tasas neutrales están entre las más altas de la región y de las economías emergentes².

Mejores fundamentos económicos por lo general implican TIRN más bajas que se traducen en expectativas inflacionarias y primas de riesgo-país más bajas y mejor ancladas³. En cambio, los países más abiertos y desarrollados financieramente suelen tener costos de captación de capital más bajos y por lo general enfrentan menos restricciones de liquidez. Las fricciones de financiamiento —debidas a controles de capital, dolarización o mercados

² Entre las posibles razones del enigma de las tasas de interés de Brasil están el nivel de deuda pública históricamente alto, el bajo nivel de ahorro interno, indexación financiera generalizada y la fuerte presencia de los bancos públicos.

³ Fundamentos económicos más sólidos también se asocian a países relativamente más desarrollados, que tienden a tener un menor producto marginal del capital.

financieros internos menos desarrollados— pueden elevar la prima de riesgo de un país, lo cual a menudo exagera la debilidad de los fundamentos económicos.

También encontramos que las economías con marcos monetarios más débiles, y por ende con primas de riesgo por inflación más altas (como en los países con regímenes de metas de inflación menos desarrollados), presentan estimaciones de las TIRN con rangos más amplios, aunque es posible que esta mayor dispersión se deba a las limitaciones de los datos.

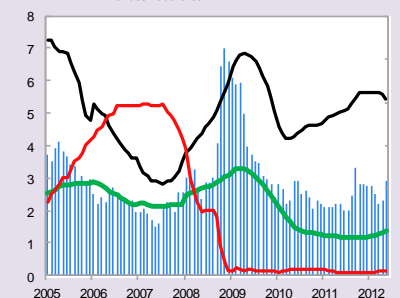
Tendencia descendente

La TIRN ha venido registrando una trayectoria descendente en la última década, excepto más recientemente en Brasil y Uruguay (gráfico 2). Esta tendencia descendente obedece posiblemente a

Gráfico 2. Tasas de interés neutrales: Tendencias descendentes

TIRN, diferenciales EMBI y tasas de fondos federales
(Porcentaje)

■ Diferencial EMBI (ptos. básicos, eje de la derecha)¹
— Países con TIRN alta²
— Países con TIRN baja³
— Fondos federales



Fuentes: Bloomberg; Reserva Federal de St. Louis; y cálculos del personal técnico del FMI.

¹ Promedio de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.
² Promedio de Brasil y Uruguay (regla dinámica de Taylor en ambos casos).

³ Promedio de Chile, Colombia, México y Perú. En los casos de Chile y Perú, la TIRN se estima utilizando el método de ahorro-inversión, en el caso de Colombia se usa la regla dinámica de Taylor, mientras que en el caso de México se recurre al método de la tendencia estocástica común implícita.

fundamentos económicos más sólidos en la región (como niveles más bajos de riesgos cambiarios y primas de riesgo de inflación, y la consolidación fiscal llevada a cabo durante los últimos 10 años), así como a la mejora de las condiciones financieras mundiales, que han incrementado el ahorro disponible en la región. Por lo tanto, a medida que se normalicen las condiciones mundiales a mediano plazo, es probable que la trayectoria reciente de la TIRN se revierta en cierto grado.

Eficacia de la política monetaria

A partir de la TIRN estimada⁴ construimos la brecha de tasa de interés —es decir, la diferencia entre la tasa de interés real efectiva y la tasa de interés real neutral, que es un indicador de la posición de la política monetaria— como variable indicativa de las condiciones financieras internas. La inspección visual de las economías más integradas a los mercados financieros revela lo siguiente (gráficos 1 y 3):

- Las brechas de tasa de interés y del producto están positivamente correlacionadas⁵. Esta correlación observada sugiere que los bancos centrales han estado respondiendo con medidas anticíclicas a las fluctuaciones del ciclo económico. Además, la política monetaria parece haber sido efectiva en suavizar el ciclo económico, ya que períodos de política monetaria acomodaticia (brechas negativas de la tasa de interés) suelen estar seguidos de contracciones de las brechas del producto, y viceversa.
- En la mayoría de los países estudiados, la brecha de tasa de interés está negativamente correlacionada con el crecimiento futuro del PIB. Períodos de política monetaria expansiva suelen estar seguidos (por lo general dentro de los nueve meses) de un crecimiento económico superior a la tendencia. Sin embargo, el impacto en el PIB se disipa a medida que la tasa de interés se aproxima a su nivel neutral. Estos resultados concuerdan con las observaciones de Neiss y Nelson (2003).
- A finales de agosto de 2012, la posición de la política monetaria parece ser adecuada en la mayoría de los países con regímenes de metas de inflación consolidados, observándose un desplazamiento de los países hacia una posición

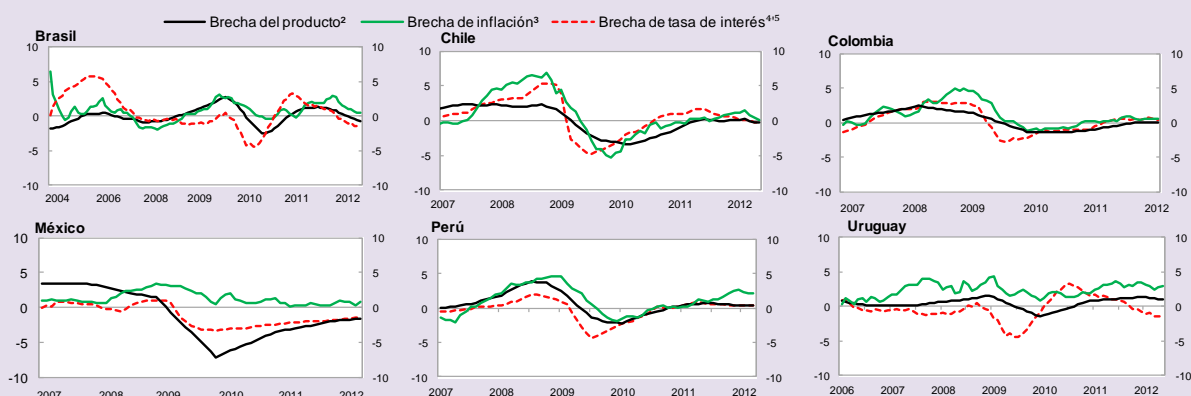
neutral conforme a la reducción de las brechas del producto. La política monetaria sigue proporcionando estímulo (con tasas de interés efectivas inferiores a las neutras) en Brasil, donde hay indicios de que el crecimiento está empezando a repuntar debido al estímulo monetario. En México, una tasa de política monetaria por debajo de su nivel neutral es consistente con la consolidación fiscal en curso y con una brecha del producto básicamente cerrada.

- Al comparar las brechas de tasa de interés con las de inflación —desviaciones de la inflación con respecto al nivel fijado como meta—, como en Woodford (2003), observamos que los bancos centrales por lo general adoptan políticas monetarias restrictivas si la tasa de inflación supera el nivel fijado como meta (y viceversa).

Los países que recientemente han realizado la transición hacia un régimen de metas de inflación (Costa Rica, Guatemala, Paraguay y la República Dominicana) parecen tener una posición acomodaticia de la política monetaria pese a que sus brechas del producto tienden a estar cerradas. No obstante, estos resultados deben interpretarse con precaución, ya que las variaciones de las tasas de política monetaria no siempre se reflejan en las condiciones de financiamiento de mercado en estos países, dado su relativamente débil canal de transmisión de la política monetaria. Este fenómeno quizás esté relacionado con un alto grado de dolarización financiera, limitada flexibilidad del tipo de cambio, excesiva liquidez bancaria y fragmentación de los mercados de financiamiento de corto plazo. En estos países quizá sea útil complementar nuestras estimaciones de TIRN con

⁴ Basada en su mayor parte en la disponibilidad de datos para cada modelo y la solidez de los resultados de cada país.

⁵ Si bien algunos modelos estiman conjuntamente la TIRN y la brecha del producto, otros no lo hacen. Aun así, la correlación se mantiene.

Gráfico 3. Eficacia de la política monetaria**América Latina: Brechas del producto, tasas de interés e inflación¹**
(Porcentaje)

Fuente: Cálculos de los autores.

¹ Datos a finales de mayo de 2012.² Diferencia entre el PIB real efectivo y potencial como porcentaje del PIB potencial.³ Diferencia entre la inflación efectiva y la inflación fijada como meta.⁴ Diferencia entre la tasa de interés real efectiva y la tasa de interés real neutral. Una brecha creciente indica endurecimiento de la política monetaria, y viceversa.⁵ La TIRN se estima utilizando el método de ahorro-inversión en los casos de Brasil y México, el método de la tendencia estocástica con un implícito en el caso de Colombia, la regla dinámica de Taylor en los casos de Perú y Uruguay, y la regla de Taylor aumentada por expectativas de inflación en el caso de México. El modelo elegido para cada país depende sobre todo de la disponibilidad de datos y la solidez de los resultados, pese a que hay poca variación entre los modelos.

distintos indicadores de presiones financieras para mejorar la evaluación de la posición de la política monetaria.

Las políticas macroprudenciales y la orientación de la política monetaria

En años recientes, algunos países de la región también han recurrido a medidas menos convencionales para afectar las condiciones financieras. Estas medidas se conocen como políticas macroprudenciales e incluyen, entre otras, modificaciones de los encajes legales, límites sobre los descalses de monedas o las relaciones préstamo/valor, o ponderaciones específicas de riesgo de los activos. En esta sección se examina cómo las políticas macroprudenciales pueden incidir en la tasa de interés real neutral (de política monetaria) estimadas, basándose para ello en un análisis de eventos en los casos de Brasil y Perú después de la caída de Lehman (gráfico 4).

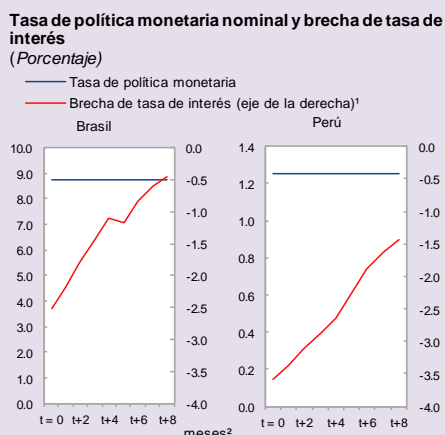
Tras importantes procesos de relajación monetaria durante la crisis financiera mundial, tanto Brasil como Perú empezaron a aplicar políticas macroprudenciales restrictivas en el segundo semestre de 2009 para contener el crédito interno, sin alterar la tasa de política monetaria (véase Magud

y Tsounta (2012) para más detalles). Estas medidas redujeron la TIRN de política monetaria, posiblemente vía un endurecimiento de las condiciones de crédito, y dieron lugar a una posición de la política monetaria menos acomodaticia (es decir, un aumento de la brecha de tasa de interés)⁶.

El anterior análisis de eventos hace pensar que las políticas macroprudenciales podrían complementar las políticas macroeconómicas convencionales al incidir directamente en el canal de crédito. Por lo tanto, las políticas macroprudenciales podrían salvaguardar la estabilidad financiera al evitar los efectos de una mayor entrada de flujos de capital producto de una subida de la tasa de política monetaria. Sin embargo, se precisa investigar más el tema para comprender y cuantificar mejor el impacto específico de políticas macroprudenciales en el crecimiento del crédito, la brecha del producto y, por ende, la tasa de interés real neutral, para poder así determinar si dicho impacto es temporal o permanente.

⁶ Los resultados parecen ser simétricos con respecto al relajamiento de las medidas macroprudenciales.

Gráfico 4. Políticas macroprudenciales restrictivas y su impacto en la brecha de tasa de interés



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

¹ La brecha de tasa de interés, calculada como la tasa de política monetaria menos la TIRN, se basa en las tasas estimadas según el método de ahorro-inversión (Brasil) y la regla dinámica de Taylor (Perú).

² t=0 representa julio de 2009 en el caso de Brasil y septiembre de 2009 en el caso de Perú.

Conclusiones

Esta nota presenta varias estimaciones de la TIRN para un grupo de 10 países de América Latina basadas en varias metodologías de uso común en la literatura. Las conclusiones principales son las siguientes:

- Los países que tienen mercados financieros más profundos, marcos de metas de inflación sólidamente establecidos y fundamentos económicos más sólidos suelen tener TIRN más bajas.
- Las TIRN presentan una trayectoria descendente en la mayoría de los países, posiblemente debido a las favorables condiciones de financiamiento externo y la solidez de sus fundamentos económicos.
- La posición de la política monetaria, medida por la brecha de tasa de interés, es por lo general un buen indicador del crecimiento económico futuro y la inflación. La posición actual de la política monetaria es en general neutral en varias de las economías de la región financieramente integradas, lo que es consistente con el cierre de sus brechas del producto. La política monetaria sigue proporcionando estímulo en Brasil, donde

hay indicios que el crecimiento está empezando a repuntar, en tanto que en México la tasa de política monetaria está por debajo de su nivel neutral, en línea con la consolidación fiscal que está en curso y con una brecha del producto esencialmente cerrada.

- Asimismo, encontramos que la posición actual de la política monetaria en países que adoptaron recientemente regímenes de metas de inflación parece ser algo acomodaticia pese a que por lo general las brechas del producto están cerradas. Sin embargo, las limitaciones de los datos y la debilidad de los mecanismos de transmisión monetaria podrían impedir que estas estimaciones de la TIRN reflejen con exactitud las condiciones de financiamiento interno en estas economías.
- Evidencia preliminar para Brasil y Perú indica que las políticas macroprudenciales podrían incidir en la brecha de la tasa de interés a través de la TIRN (de política monetaria), aun si la tasa de política monetaria permanece constante. Sin embargo, se precisan más estudios para cuantificar adecuadamente el impacto de las políticas macroprudenciales en la economía.

Estos resultados deben interpretarse con cierta precaución, sobre todo en los países con limitaciones de datos y mercados de capital menos profundos, en los que el mecanismo de transmisión de la política monetaria es en general débil. Pese a estas limitaciones, contar con un rango de tasas de interés neutrales basado en metodologías de uso común puede servir para que los bancos centrales calibren mejor sus decisiones de política monetaria.

Referencias

[Magud, N.E., y E. Tsounta](#), “To Cut or not to Cut? That’s the (Central Bank’s) Question. In Search of the Neutral Interest Rate in Latin America”, *IMF Working Paper 12/243* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Neiss, K., y E. Nelson, 2003, “The Real Interest Rate Gap as an Inflation Indicator”,

Macroeconomic Dynamics, vol. 7, No. 2, págs. 239–62.

Wicksell, K., 1898, *Geldzins und Guterpreise*, traducido al inglés por R.F. Kahn, 1936, como “Interest and Prices”.

Woodford, M., 2003, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton: Princeton University Press).

Anexo: Datos y metodología

Las TIRN se estiman utilizando diferentes modelos estáticos y dinámicos comúnmente empleados en la literatura (véase [Magud y Tsounta \(2012\)](#) para más detalles).

Los métodos estáticos estiman la TIRN como la tasa que iguala el ahorro y la inversión en el estado estacionario (largo plazo). Se consideran dos métodos diferentes, en donde la TIRN es la tasa en que los inversionistas están indiferentes entre 1) mantener activos financieros internos y externos (no existiendo oportunidades de arbitraje; *condición de paridad de interés*), y 2) mantener activos internos en la actualidad o en el futuro (*modelo de suavización del consumo*). Estos análisis utilizan datos sobre inflación, tasas de interés de corto plazo (por ejemplo, títulos del banco central a 90 días), primas de riesgo soberano, crecimiento del PIB potencial y supuestos sobre la aversión al riesgo y preferencias temporales. Estos modelos estáticos, que producen una

estimación de la TIRN en un momento dado, son menos demandantes en términos de datos que los modelos dinámicos, y por lo tanto pueden aplicarse fácilmente a economías con mercados de capitales menos profundos.

Los modelos dinámicos tienden a basarse en estrategias de modelización más complejas y producen estimaciones de la TIRN que varían con el tiempo. Se emplean varias metodologías, como por ejemplo, i) uso de información implícita en la curva de rendimientos, es decir donde una pendiente más acentuada de la curva de rendimientos significaría que la tasa vigente está por debajo del nivel neutral, ya que se prevé un aumento de la inflación (este es el modelo de tendencia estocástica común implícita); ii) uso de la regla de Taylor (dinámica), que relaciona la tasas de interés con las desviaciones de la inflación respecto de la meta y las desviaciones del producto respecto de su nivel potencial; y iii) estimación de un modelo de equilibrio de ahorro e inversión para obtener tasas neutrales que varían con el tiempo.

Estas metodologías dinámicas tienen la ventaja de que pueden captar (al menos parcialmente) las variaciones de los fundamentos macroeconómicos, pero son más intensivos en términos de datos y tienden a arrojar mejores resultados en países con mercados de capital más sofisticados.