

LA COLUMNA DE...



ANDRÉS SANSONE
ECONOMISTA JEFE DE
BANCO SANTANDER

El camino hacia la tasa neutral

Probablemente, el Banco Central retomó a fin de mes la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Una inflación que ha evolucionado favorablemente, en especial el componente subyacente que ha sorprendido a la baja en lo que va del año, expectativas inflacionarias ancladas en 3% a dos años y una moderación de los riesgos al alza son algunos de los factores que respaldarían dicho movimiento. A eso se suma que la economía sigue lejos de estar sobrecalentada y que el crédito bancario atraviesa su peor ciclo en la historia reciente.

En este contexto, lo natural es estar o empezar a transitar hacia un nivel de tasa neutral. Así lo señaló también el Banco Central en su último IPoMnforme de Política Monetaria: “De concretarse el escenario central del IPoM, en los próximos trimestres la TPM irá aproximándose a su rango de valores neutrales”.

¿Qué es la tasa neutral y cuál es su valor? Según el instituto emisor, es el nivel al que

debiera converger la tasa de referencia una vez disipados los shocks de corto plazo, coherente con una economía operando en torno a su PIB tendencial y con inflación en la meta. En otras palabras, es el nivel de tasa que no estimula ni enfría la economía.

La literatura distingue, además, entre tasa neutral de largo y corto plazo. La primera equilibra ahorro e inversión en ese período y se ve influida por factores como demografía, desigualdad o productividad. Como estos elementos cambian lentamente, esta tasa también lo hace. En cambio, la tasa neutral de corto plazo fluctúa más por shocks cíclicos como cambios fiscales, de demanda o de productividad. Es la que debiese usarse para juzgar cuán expansiva o contractiva es la política hoy, mientras que la de largo plazo es más útil para pensar en el punto de destino al que se debería converger.

“Sigue vigente la frase de John H. Williams: ‘La tasa natural es una abstracción; como la fe, se ve por sus obras. Si la política del banco logra estabilizar los precios, la tasa debe haberse alineado con la tasa natural; si no lo logra, entonces no lo estaba’”.

Respecto al valor puntual, aún sigue vigente la frase de John H. Williams (1931): “La tasa natural es una abstracción; como la fe, se ve por sus obras. Si la política del banco logra estabilizar los precios, la tasa debe haberse alineado con la tasa natural; si no lo logra, entonces no lo estaba”. Es decir, no se observa directamente, pero si

la política logra estabilizar precios, es que efectivamente está alineada con la tasa neutral.

Los bancos centrales estiman su valor con distintos modelos. En Chile, la autoridad monetaria publica la estimación para la tasa neutral de largo plazo. En 2006 infería que estaba en torno al 6%, antes de la pandemia bajó a 4% y, luego, a 3,5% durante la crisis sanitaria. El año pasado calculaba que había vuelto a valores en torno a 4% (4,1% la estimación mediana de sus modelos), pero con más incertidumbre: el rango actual va de 3,6% a 4,6%, más amplio que el 3,75%-4,25% previo a la pandemia.

En cuanto a la tasa efectiva, aquella que sí vemos, proyectamos que la Tasa de Política Monetaria seguirá bajando hasta alcanzar el 4% durante este ciclo, en respuesta a una desaceleración de la actividad,

particularmente por los efectos negativos de la guerra comercial, que llevarían el crecimiento por debajo del 2% en 2026 (algo que el escenario principal del Banco Central aún no recoge). Posteriormente, estimamos que la tasa se estabilizará en torno a 4,25%, valor que consideramos el actual nivel neutral de largo plazo.