

## RECUADRO 3

### ¿QUÉ ES LA TASA NEUTRAL, POR QUÉ IMPORTA Y CÓMO SE MIDE?

Mauricio Villamizar-Villegas  
Bibiana Taboada Arango

Muchas discusiones recientes giran alrededor del concepto de la tasa de interés neutral. Algunas se centran en cuál debería ser el nivel de la tasa de interés de corto plazo para estimular o enfriar la economía, lo que se traduce en que la tasa del mercado se sitúe ya sea por debajo o por encima de la tasa neutral. Frente a perspectivas futuras, argumentamos que el mundo después de la pandemia del covid-19 es estructuralmente distinto por la probabilidad de tener tasas neutras más elevadas que antes<sup>1</sup>. En gran medida, este hecho se sustenta en la mayor deuda fiscal adquirida por los países que difícilmente retornará a los niveles pre-pandemia.

En este recuadro proponemos una definición general de lo que significa la tasa de interés neutral, luego detallamos su importancia a través de su historia y algunas formas de medición. Finalizamos aterrizando estos conceptos al caso colombiano.

#### 1. ¿QUÉ ES LA TASA NEUTRAL?

En esencia, la tasa de interés neutral representa el equilibrio entre el ahorro y la inversión en una economía sin generar presiones inflacionarias o deflacionarias. En algunos casos, se asocia también con el concepto de pleno empleo. Según Platzer y Peruffo (2022), la tasa neutral (en términos reales) tiene tanto un componente de largo plazo (que se mueve lentamente) como uno de corto plazo:

- El componente de largo plazo se denomina *tasa natural* y está determinado por características demográficas (p. ej., la tasa de fertilidad y expectativa de vida), la distribución de ingresos y el crecimiento de la productividad. Por su naturaleza de largo plazo, se asocia con un mercado libre de fricciones y

---

1 Lawrence Summers, por ejemplo, sostiene que los bonos del tesoro de Estados Unidos (*T-Bills*) permanecerán por encima del 3% por el resto de esta década (2024). Por su parte, Kenneth Rogoff va más allá incluso y sostiene que las tasas altas están acá para quedarse (2023).

de choques temporales. Es decir, es la tasa a la que debe converger la tasa de política en ausencia de choques de oferta o demanda. El concepto también se asocia con un mercado libre de fricciones, en ausencia de políticas monetarias y fiscales. Este componente es un punto de referencia teórico que refleja el equilibrio entre el ahorro y la inversión a largo plazo.

- El componente de corto plazo, en cambio, puede verse afectado por choques económicos transitorios. Los bancos centrales utilizan esta tasa de interés como guía de referencia para eliminar las ineficiencias causadas por las rigideces nominales (p. ej., problemas de liquidez que impiden que los mercados funcionen correctamente), así como en la búsqueda de un equilibrio macroeconómico para mantener la estabilidad de precios y el pleno empleo. A este componente lo llamamos *tasa neutral relevante en materia de la política monetaria*.

Como palabras de cautela, resaltamos que ninguno de los dos componentes es observable (como tampoco lo es la brecha del producto): de allí se origina la dificultad de lograr un consenso sobre cómo estimarlos.

## 2. ¿POR QUÉ IMPORTA?

La conceptualización moderna de la tasa de interés neutral comenzó a ganar prominencia en el siglo XX. El economista Knut Wicksell en su libro *Interés y precios* publicado en 1898 introdujo la noción de una tasa natural que equilibrara el ahorro y la inversión en una economía y que, de diferir de la tasa de mercado, provocaría desequilibrios macroeconómicos. Si la tasa de mercado se situara por debajo de la tasa neutral, habría un exceso de liquidez que generaría un aumento en el nivel de precios. Posteriormente, John Maynard Keynes, en su trabajo de 1936 *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, desarrolló aún más el concepto al sugerir una tasa de interés de equilibrio que mantuviera la demanda agregada igual a la oferta, lo que conduciría al pleno empleo y a la estabilidad de precios en el largo plazo.

En las décadas siguientes, economistas neoclásicos y keynesianos continuaron refinando y formalizando el concepto de la tasa de interés neutral y empezó a formar parte de modelos macroeconómicos más avanzados. Siempre que el contexto fuera el largo plazo (con precios flexibles), la tasa neutral se relacionaba con la productividad marginal del capital o con la tasa de impaciencia de los hogares (es decir, la valoración del consumo presente frente al consumo futuro), sumada a la tasa de crecimiento de largo plazo. En la literatura contemporánea, el concepto de tasa de interés neutral sigue siendo objeto de investigación y debate, con diferentes enfoques y metodologías para su medición y aplicación en la formulación de políticas monetarias.

### 3. ¿CÓMO SE MIDE?

Existen varias formas de medir o estimar la tasa de interés neutral. Por ejemplo, algunos economistas usan modelos estáticos relativamente simples, pero con el inconveniente de obtener una medida invariante en el tiempo. Otros usan modelos estructurales, con una descripción dinámica de las fuerzas principales que gobiernan una economía (como la curva de Phillips, la curva IS, la regla de Taylor, paridades de tasas de interés, función de producción, etc.), pero con la limitante de que la sobresimplificación de la economía conlleve a equilibrios poco realistas.

Sin ahondar en un modelo en particular, a continuación, mencionamos los principales factores que determinan la tasa neutral:

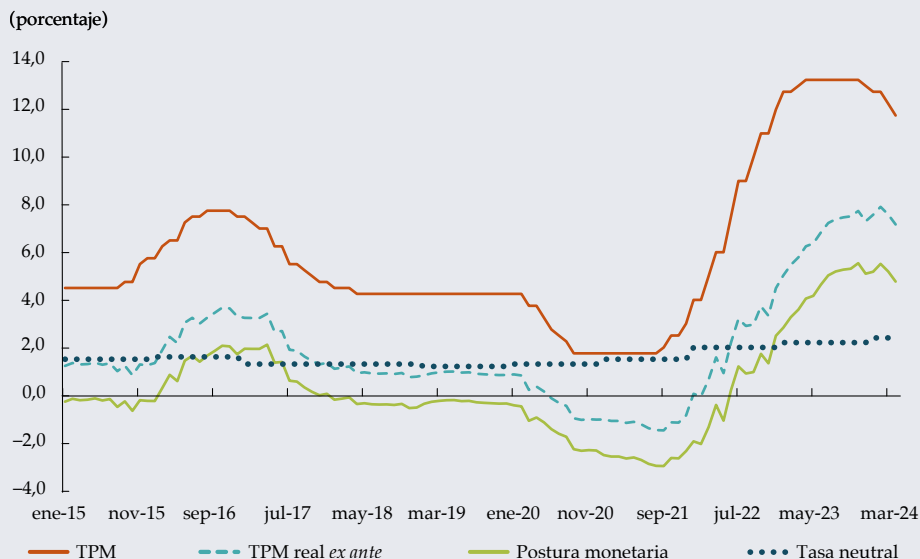
- *Expectativas de inflación*: ya sea para convertir una tasa neutral nominal a términos reales, o para expresar la tasa de política nominal en términos reales, las expectativas de inflación juegan un papel fundamental. Si bien el plazo de las expectativas varía según las preferencias de cada economista, este debe, sin embargo, capturar los plazos de la mayoría de los acuerdos y contratos que se fijan en la economía, desde compras de alimentos en un centro de abastos que pueden variar todos los días, hasta contratos de arrendamiento que solo se ajustan anualmente.
- *Productividad y crecimiento económico*: estos factores son de particular relevancia puesto que un aumento en la productividad puede permitir un mayor crecimiento económico sin generar presiones inflacionarias, lo que podría influir en una tasa de interés neutral más baja.
- *Mercado laboral*: el estado del mercado laboral también influye en la tasa de interés neutral. Cuando la economía está cerca o por encima del pleno empleo, es probable que la tasa de interés neutral sea más alta, ya que la demanda de bienes y servicios aumenta, lo que puede generar presiones alcistas en los precios.
- *Política monetaria externa*: las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales, como la Reserva Federal de Estados Unidos o el Banco Central Europeo, tienen un impacto directo en la tasa de interés neutral. Los cambios en las tasas de interés de referencia pueden afectar las condiciones de financiamiento y, por lo tanto, influir en la tasa de interés neutral. Por otro lado, mayores riesgos globales pueden generar un aumento generalizado de aversión al riesgo, lo cual debe ser compensado vía tasas de interés, incluyendo la tasa neutral.
- *Deuda fiscal*: la deuda de un país influye sobre la tasa neutral de varias maneras, donde sus fundamentos se pueden encontrar en el trabajo de Sargent y Wallace (1981). Una de ellas es cuando el Gobierno acumula deuda excesiva para financiar sus gastos y aumenta la demanda de fondos

prestables en la economía. En esta situación es probable que aumente el riesgo país, al aumentar la probabilidad de impago y dar señales de no contar con una disciplina fiscal sólida. Esto presiona al alza las tasas de interés, incluida la tasa neutral. Otra manera es cuando los altos niveles de deuda fiscal generan preocupaciones sobre presiones inflacionarias. Es decir, los inversionistas (locales y extranjeros) podrían exigir tasas de interés más altas para compensar el riesgo percibido de inflación, lo que aumentaría la tasa neutral.

#### 4. EL CASO COLOMBIANO

El Gráfico R3.1 intenta resumir todos los conceptos mencionados anteriormente, aterrizados al caso colombiano. La línea naranja sólida representa la tasa de política monetaria nominal (TPM) que decide la Junta Directiva del Banco. La línea turquesa punteada es la misma tasa de política monetaria, pero expresada en términos reales, deflactada con las expectativas de inflación a un año (estas expectativas corresponden a la mediana de la encuesta mensual de expectativas que el Banco realiza mensualmente a analistas de mercado). La línea azul punteada es la tasa de interés neutral (ya expresada en términos reales), calculada por

**Gráfico R3.1**  
**La tasa de interés neutral e instancia monetaria en Colombia (2015-2024)**



Fuente: *Informes de Política Monetaria* del Banco de la República y cálculos de los autores.

el equipo técnico del Banco (teniendo en cuenta todos los factores anteriormente mencionados) y publicada trimestralmente en los anexos del *Informe de Política Monetaria*. Finalmente, la línea verde es la resta entre la tasa de política monetaria real y la tasa neutral, lo que en esencia representa la postura monetaria del Banco (expresada en términos reales). Para ilustrar, la postura fue expansionista desde finales de 2017 hasta mediados de 2022 (resulta sorprendente que a mediados de 2022 la postura estuviera cercana a cero mientras la tasa de política estuviese en niveles cercanos al 9%). Por su parte la postura contraccionista llegó a su nivel más alto en el tercer trimestre de 2023 y desde entonces se ha reducido gradualmente. Dadas las numerosas medidas de expectativas de inflación, y teniendo en cuenta que cualquier medida de tasa de interés real es una estimación específica (de muchas posibles) y con varios supuestos detrás, esta figura debe considerarse solo como una aproximación con fines meramente ilustrativos.

Durante el periodo analizado, la tasa neutral ha variado poco en comparación a las otras variables. En parte, esto se debe a que los riesgos que se tienen en cuenta son tendenciales, pero también a que hay factores que se compensan, algunos con presiones alcistas (como el riesgo país) y otros con presiones bajistas (como el menor crecimiento económico). Dejando todo lo demás constante (es decir, *ceteris paribus*) un aumento en la tasa neutral disminuye la postura contraccionista de la política monetaria (*i. e.*, se hace más expansiva). Algo similar sucede con las expectativas de inflación: *ceteris paribus*, cuando hay aumentos en estas se reduce la postura contraccionista. Por consiguiente, expectativas de inflación bajas y ancladas a la meta permiten que la tasa de política monetaria no tenga que aumentar tanto para lograr una postura monetaria deseada. Esto refuerza la importancia que tiene la credibilidad en cumplir la meta de inflación permitiendo implementar la política monetaria de manera más efectiva, como ya mencionamos en el capítulo 20.

## CONCLUSIÓN

La tasa de interés neutral es esencial para los formuladores de políticas económicas, ya que les proporciona una guía sobre la dirección adecuada de las tasas de interés para mantener la economía en una senda de crecimiento sostenible.

Si las tasas de interés están por debajo de la tasa de interés neutral durante un período prolongado, puede generar un crecimiento excesivo (y poco sostenible) que conduzca a mayor inflación. Por otro lado, tasas de interés por encima de la tasa neutral pueden desacelerar la economía e incluso llevarla a recesiones. Por consiguiente, comprender y monitorear de cerca la tasa de interés neutral es crucial para garantizar una política monetaria efectiva y promover la estabilidad económica a largo plazo.

## REFERENCIAS

- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: Macmillan.
- Platzer, J.; Peruffo, M. (2022). “Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States. A Quantitative Evaluation”, *IMF Working Paper*, núm. 2022/030, Fondo Monetario Internacional.
- Sargent, T. J.; Wallace, N. (1981). “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, núm. 3, vol. 5, Mineápolis: Federal Reserve, pp. 1-15.
- Wicksell, K. (1936). *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. Londres: Macmillan.