



Recuadro 2 RE-ESTIMACIÓN DE LA TASA DE INTERÉS NEUTRAL

La tasa de interés neutral o natural es la tasa de interés real de corto plazo consistente con una posición neutral para la política monetaria; y en donde la economía crece al ritmo de su potencial, y la tasa de inflación se encuentra en su nivel de equilibrio de largo plazo. En este recuadro se presentan los resultados de una actualización de la estimación de la tasa natural para la economía peruana, que incluye una revisión de los valores estimados de sus determinantes fundamentales.

La tasa de interés neutral es una **variable no observable**, por lo que su dinámica sólo puede ser inferida a partir del movimiento de variables observadas, que afectan su evolución, y de cierta estructura macroeconómica que represente la dinámica de corto plazo de una economía como la peruana. Un determinante importante de la tasa de interés natural es la tasa de crecimiento esperada del producto potencial, porque esta variable influye en la demanda por inversión y en la oferta de ahorro. Así, si se espera un mayor crecimiento potencial, mayor será la tasa de interés real que equilibra el ahorro y la inversión en la economía.

Igualmente, la tasa natural puede reflejar la posición fiscal. Si hay un mayor déficit estructural por parte del sector público, que implique un mayor nivel de deuda, esto elevará la tasa de interés natural en la economía. La tasa de interés natural depende además de la tasa de interés internacional y de la evolución del premio por riesgo país. Una mayor tasa de interés internacional induce a que una mayor parte de los flujos de ahorro de la economía se inviertan en el exterior, elevando la tasa de interés real en la economía doméstica.

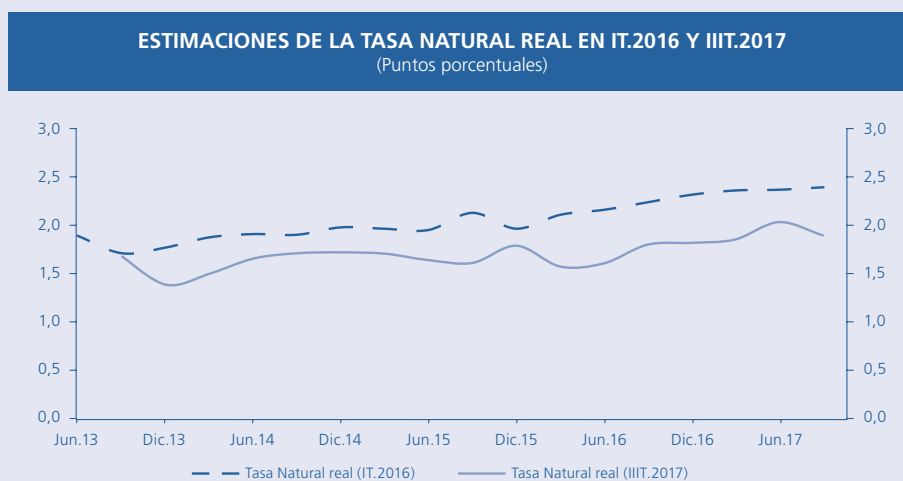
La estimación de la tasa de interés natural es importante para la política monetaria puesto que permite determinar si ésta es expansiva o contractiva. Así, la política monetaria tendrá una posición expansiva (contractiva) cuando la tasa de interés real observada se encuentre por debajo (encima) de la tasa de interés natural.

Existen múltiples métodos para estimar la tasa de interés natural a partir de los datos observados de variables que afectan su evolución. Una metodología utilizada ampliamente por bancos centrales de economías avanzadas es el uso de modelos macroeconómicos que representan la dinámica de una economía particular en función de la tasa natural y otras variables fundamentales. Estos modelos establecen la relación entre variables observables como el producto, la inflación y la tasa de interés de política monetaria, y la tasa de interés natural. Desde el trabajo seminal de Laubach y Williams (2003) para la estimación de la tasa natural de Estados Unidos, se han publicado varios trabajos que siguen este método para otras economías como la Eurozona, Reino Unido y Canadá.

Para la presente actualización de la estimación de la tasa natural, se utiliza un modelo macroeconómico de la economía peruana (el Modelo de Proyección Trimestral o MPT) como filtro multivariado con estructura económica para inferir el comportamiento de la tasa natural a partir de un conjunto definido de variables observables. Esto se logra aplicando el filtro de Kalman a la representación en espacio de estados de la solución numérica del MPT, obteniendo

así la dinámica de la tasa natural en función del comportamiento de las variables observables definidas en el modelo. Los resultados de la re-estimación se presentan en el siguiente gráfico, que compara la estimación con la información más reciente de los determinantes fundamentales de la tasa natural (línea sólida), con la estimación que se obtiene con los valores previos de los determinantes de esta variable (línea punteada).

Como se puede observar, la estimación más reciente muestra valores más bajos para la tasa de interés natural para el período 2014-2017. En particular, el promedio para este período con la estimación más reciente se reduce a 1,8 por ciento, en comparación con el 2,1 por ciento de la estimación previa.



Esta revisión a la baja en la tasa natural de interés para Perú, es consistente con valores observados menores para los determinantes de la tasa natural, como la tasa de interés internacional y el crecimiento potencial de la economía para el período 2016-2017. Así, se muestra que, en promedio, se esperaba una tasa LIBOR a tres meses 0,5 puntos porcentuales mayor a la que efectivamente ocurrió. Similarmente, en promedio, se esperaba que el PBI potencial crezca 0,7 puntos porcentuales por encima de las estimaciones que se obtienen actualmente.

ESTIMACIONES DE TASA NATURAL
(Puntos porcentuales)

	Estimación IT.2016	Estimación IIIT.2017
Promedio Tasa Natural 2005-2016	2,0	1,7
Promedio Tasa Natural 2014-2017	2,1	1,8
Promedio Tasa LIBOR 3M 2016-2017	1,4	0,9
Promedio crecimiento potencial 2016-2017	4,3	3,7

En ese sentido, la revisión de la tasa de interés natural a la baja reflejaría, por un lado, una tasa de interés internacional menor; y por otro, un crecimiento potencial para Perú algo más reducido a lo anticipado previamente. Esta revisión en la tasa natural de interés implica que la posición de política monetaria del BCRP es expansiva, en la medida que la tasa de interés real ha venido ubicándose alrededor de 1,0 por ciento y recientemente ha disminuido a 0,8 por ciento.

