

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA
BANCO CENTRAL DE CHILE



**Algunas Reflexiones sobre el Crecimiento
Económico en Chile**

José De Gregorio

N.º 20 - Agosto 2007

**ECONOMIC POLICY PAPERS
CENTRAL BANK OF CHILE**



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717 - 7151

Agustinas 1180 - Santiago, Chile
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

Algunas Reflexiones sobre el Crecimiento Económico en Chile

José De Gregorio*

Banco Central de Chile

Agosto de 2007

Abstract

Long-run growth in Chile is perhaps one of the most relevant discussions in public policies. This paper seeks to make a contribution to this discussion. It begins by emphasizing the role that, monetary policy and macroeconomic policies in general, have played not only controlling inflation, but also, in promoting a less volatile economic cycle; two characteristics that are very important to create an economic growth enhancing setting. Next, I discuss some of the strengths and weaknesses about Chilean economic growth and some relevant tasks that remain pending. Then, long-run economic growth potential is analyzed, and it is argued that it is difficult to defend the hypothesis that this growth potential is too different from that ten years ago. Finally, I discuss the way monetary policy operates under Inflation Targeting scheme, in a setting in which there is uncertainty about our true productive potential of the economy.

Resumen

El crecimiento de largo plazo en Chile es tal vez una de las discusiones más relevantes de políticas públicas. Este documento intenta aportar a esta discusión. En primer lugar se enfatiza el papel que ha jugado la política monetaria y las políticas macroeconómicas en general, no sólo en la contención de la inflación sino que también en la promoción de un ciclo económico más estable, ambos, aspectos muy importantes para crear los espacios para el crecimiento económico. A continuación se discuten algunas fortalezas y debilidades de Chile en materia de crecimiento así como algunas tareas relevantes por abordar. Luego se analiza el potencial de crecimiento de largo plazo de la economía chilena, para argumentar que es difícil pensar en que este potencial sea muy distinto al de diez años atrás. Finalmente se discute cómo actúa la política monetaria en el marco de metas de inflación en un ambiente donde hay incertidumbres acerca de nuestro potencial productivo.

* Preparado para el Seminario **Chile: El Desafío de la Productividad**, organizado por Expansiva y Libertad y Desarrollo, 10 de Agosto. Me he beneficiado de discusiones y comentarios de Cristina Betancour, Kevin Cowan, Eduardo Engel y Rodrigo Valdés, aunque las opiniones expresadas aquí son de mi exclusiva responsabilidad.

Me han solicitado que efectúe algunos comentarios sobre el tema del crecimiento de la productividad en nuestro país, y agradezco esta oportunidad de contribuir a una de las discusiones más importantes en materia de políticas públicas en Chile. Todos quienes estamos en política económica, trabajamos desde distintos ámbitos por el progreso del país, lo que en definitiva tiene estrecha relación con crear las condiciones para que nuestra economía crezca lo más posible de manera sostenible en el tiempo. Asimismo, encuentro valioso que se haya organizado la discusión sobre el crecimiento económico en torno a la productividad. Sabemos que al final lo que hace que los países crezcan e inviertan en el largo plazo es la productividad, esto es, cómo hacer más y mejor las cosas con la misma cantidad de recursos, lo que envuelve el tener recursos de mejor calidad, así como asignarlos de manera más eficiente en la promoción del crecimiento. Comenzaré enfatizando la importancia que tiene en este ámbito la estabilidad macroeconómica, factor esencial para que haya espacios para el progreso económico-social, para luego referirme a nuestras fortalezas y debilidades como país y a nuestro potencial de crecimiento de largo plazo, y concluiré con algunos comentarios sobre el rol del crecimiento potencial en el diseño e implementación de la política monetaria.

La contribución al crecimiento de la estabilidad macroeconómica

En primer lugar, hay algo que ha cambiado mucho en los últimos años en Chile, y ese es el esquema de políticas macroeconómicas, lo que tiene implicancias no sólo desde el punto de vista del ciclo económico, sino también desde el punto de vista de nuestro potencial de crecimiento. La política fiscal, desde hace más de veinte años, se ha caracterizado por su responsabilidad, en el sentido de compatibilizar el gasto con la capacidad de absorción del contexto económico agregado, haciéndolo, a su vez, coherente con los ingresos de carácter más permanente, ahorrando los ingresos transitorios. Desde el año 2000, esta política se ha formalizado y fortalecido por el uso de la regla de superávit estructural. En contraste, las políticas monetarias y cambiarias han experimentado cambios muy significativos durante las últimas dos décadas. Se ha consolidado un esquema de metas de inflación flexible, el cual, diseñado para un contexto en el cual se desea reducir en forma simultánea los costos de las desviaciones de la inflación de su meta y las fluctuaciones del producto respecto de su tendencia, se compromete creíblemente con una meta de inflación, en un horizonte de políticas que permite asegurar un adecuado balance entre ambos costos. Hoy la política cambiaria se basa en un esquema de flotación, coherente con un esquema de integración financiera, y que, si bien ha inducido mayores fluctuaciones del tipo de cambio nominal en el corto plazo, ha significado un mayor grado de estabilidad de éste en plazos

mayores.¹ Asimismo vale la pena recordar que históricamente en Chile las crisis han estado asociadas a rigideces del tipo de cambio, lo que es mucho más improbable que ocurra en un esquema de flotación.

Este esquema de políticas macroeconómicas trae enormes beneficios en materia de crecimiento por la vía de hacer las economías más estables en lo que respecta tanto a la inflación como al producto. Existe abundante evidencia que indica que:

- La inflación baja y estable es un factor promotor del crecimiento².
- La estabilidad del ciclo económico también genera mayores potenciales de crecimiento³.

Sobre los beneficios de una inflación baja y estable se ha discutido mucho. Pero también un ciclo económico de baja amplitud tiene beneficios importantes. Como bien sabemos por nuestra experiencia práctica, en las recesiones muchas veces los más perjudicados no son necesariamente los más ineficientes, lo que apoyaría la destrucción creativa schumpeteriana, sino quienes son más pequeños y tienen menos acceso al mercado financiero. Por lo tanto, la estabilidad reduce la probabilidad de salida de empresas eficientes.

Como han demostrado estudios recientes, una política monetaria más activa en el control de la inflación, en contraste por ejemplo con lo que fue la experiencia de los años 70 en los países industrializados, es crucial para explicar la “Gran Moderación”, término con el que se conoce la reducción de la volatilidad de la inflación y del producto (Galí y Gambetti, 2007). Así, el ciclo económico se ha estabilizado, abriendo mayores oportunidades al crecimiento y al progreso económico-social. Otro factor que ha contribuido a hacer las economías más estables es la mayor profundidad del mercado financiero, que permite, incluso en períodos de debilidad económica, una mejor canalización de fondos a empresas y hogares, lo que a su vez es más posible cuando la economía es más estable.

Por lo tanto, es equívoco decir que al Banco Central “sólo le interesa la inflación”, ya que lo que al final hace es contribuir a la estabilidad y al crecimiento⁴. No me cabe duda de que las

¹ La volatilidad del tipo de cambio nominal en el corto plazo es, además, coherente con su rol de absorción de *shocks* externos, por lo que no representa una característica indeseable. Ver Edwards (2005).

² En el caso de América Latina, la inestabilidad macroeconómica ha sido una de sus grandes debilidades en materia de crecimiento. Ver De Gregorio (1992) y, para una discusión más reciente, Edwards (2007).

³ Ramey y Ramey (1995) y Fatas (2002). Aghion et al. (2005) enfatizan el impacto de las restricciones financieras sobre las dificultades de las empresas para generar inversiones que aumenten la productividad en ambientes con alta volatilidad del producto.

⁴ Esto también está implícito en la definición de la meta de inflación con un horizonte de política prolongado, lo que se conoce como “meta de inflación flexible”. De esta forma, el Banco Central balancea los costos de la inflación con los costos de las fluctuaciones del producto. Ver, por ejemplo, De Gregorio (2006), donde, en el contexto de Chile, se discute que esto es coherente con la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile, que en el artículo sexto del Título II, indica: “El Consejo, al adoptar sus acuerdos, deberá tener presente la orientación general de la política económica del Gobierno”, la cual está ligada al bienestar de la población.

buenas perspectivas recientes en la región se deben a la consolidación de la estabilidad macroeconómica, y los mayores riesgos son que esta se pierda.

Sin embargo, no podemos dejar de reconocer que en el corto plazo existen *tradeoffs* entre inflación y desempleo, pero lo que hemos aprendido, algo que a veces atenta contra las impaciencias de corto plazo, es que centrar la política monetaria en la estabilidad de precios, en un horizonte temporal relativamente amplio, tiene muchos beneficios para el progreso de las economías. Es en las tensiones entre las impaciencias del corto plazo y los beneficios más sostenibles, donde la autonomía de los bancos centrales cobra máxima importancia.

Ciertamente, podemos perfeccionar la política monetaria, y debido a ello hay bastante discusión en muchas áreas. Por ejemplo, sobre el horizonte adecuado para cumplir con la meta de inflación, o la posibilidad de que haya cláusulas de escape, o cuáles son los índices de precios que se deben analizar, o cómo operar en un mundo de tanta incertidumbre, donde no tenemos datos confiables en el corto plazo, ni conocemos bien la estructura de la economía o los quiebres de tendencia. Estos son temas muy relevantes, y de no fácil respuesta, pero tratan sobre cómo perfeccionar buenas políticas, no qué políticas es adecuado establecer. Es obvio que una buena política macroeconómica es necesaria para el progreso. En todo caso, la estabilidad macroeconómica no es lo único importante, lo que queda demostrado por la experiencia de países estables que han sido incapaces de sostener el crecimiento por períodos prolongados. Esto destaca la necesidad de examinar y tener un buen diagnóstico de nuestro proceso de crecimiento, la explicación de lo que ha pasado, las perspectivas futuras y las implicancias de política.

Fortalezas y debilidades en Chile para crecer

Para poder discutir propuestas y perspectivas, primero es necesario hacer algún diagnóstico de la situación actual sobre cuáles son nuestras debilidades y fortalezas. Para ello podemos expresar lo que creemos es más efectivo para promover el crecimiento. Sin embargo, dicha aproximación puede conducir a debates donde es difícil llegar a un acuerdo sobre qué hacer. Por ello, y basado en mi sesgo profesional, quiero basar mi discusión en una parte de lo que ha sido un fructífero análisis de los determinantes del crecimiento, popularizado por Robert Barro (Barro, 1991) y que ha dado origen a muchos estudios. Si bien estos análisis por lo general terminan en un listado de factores que promueven o retardan el crecimiento, aún no dan cuenta de las causas fundamentales del crecimiento, aunque permiten tener un menú de recomendaciones, y además, nos da órdenes de magnitud de los efectos encontrados, aunque medidos con algún grado de imprecisión. Esto cobra particular importancia a la hora de jerarquizar las políticas públicas.

Podemos hacer una lista de factores que ayudan al crecimiento, pero lo importante es que esta lista esté medianamente ordenada.

A continuación haré mi breve listado de fortalezas y debilidades de la economía chilena para crecer. El análisis es ciertamente superficial, ya que en una discusión más detallada siempre es posible profundizar y encontrar aspectos que incluso entre las fortalezas se pueden mejorar⁵. Entre las fortalezas en Chile cabe destacar:

1. Apertura de la economía al exterior.
2. Estabilidad macroeconómica.
3. Fortaleza institucional.
4. Sector financiero profundo y estable.

Mientras en sus debilidades se debe mencionar:

1. Bajo nivel de investigación y desarrollo. Más aún, lo que resulta particularmente bajo en el caso de Chile es la investigación y desarrollo llevada a cabo por el sector privado. En este ámbito, por lo tanto, además de pensar en ampliar la infraestructura pública, puede resultar aun más efectivo pensar más en la incorporación del sector privado al proceso de innovación. En esa dirección apuntaría el subsidio del Plan Chile Compite, a la adopción y generación de tecnología por parte de las empresas privadas, en conjunto con universidades y centros de investigación.
2. Educación. A pesar de que Chile presenta niveles de escolaridad adecuados, la calidad de la educación es aún deficiente, y aquí existen amplios potenciales de ganancias en materia de crecimiento. Sin embargo, debemos estar conscientes de que, de haber mejoras en la calidad de la educación, algo obviamente deseable, su impacto sobre el crecimiento tomará un largo tiempo en materializarse. Necesitamos que nuestra fuerza de trabajo tenga mejores niveles de educación, y si arreglamos todos los problemas de calidad hoy, esto impactará al “trabajador promedio chileno” en muchos años más. Y aquí vale la pena una reflexión respecto de las prioridades que debemos tener como país. Si todo fuera por su efecto inmediato sobre el crecimiento, tal vez mejorar la calidad de la educación sería postergable, y tal vez habría que enfocarse en otros ámbitos, por ejemplo la innovación y adaptación de tecnologías. Pero este es un claro ejemplo de una política que, teniendo efectos de crecimiento importantes en el largo plazo, es también un imperativo en materia de cohesión social al abrirle mayores oportunidades a todos los jóvenes chilenos.
3. Elevados niveles de desigualdad. Más allá del deber ético de tener una sociedad más integrada, también es importante por su contribución al crecimiento. En primer lugar, la desigualdad

⁵ Aquí presentaré someramente temas que he discutido con más detalle en De Gregorio (2005).

atenta contra las buenas políticas económicas, genera distorsiones y deteriora el ambiente institucional. La evidencia indica que Chile, a pesar de sus altos niveles de desigualdad, ha sido capaz de impulsar buenas políticas públicas, algo que en todo caso no está plenamente garantizado (De Gregorio y Lee, 2004). Además, la desigualdad limita las posibilidades de que muchas personas puedan acceder a trabajos productivos que redunden en mayor crecimiento. Es decir, la desigualdad desperdicia recursos importantes.

Un aspecto importante, y que se ha enfatizado mucho en investigaciones recientes, es que el crecimiento de la productividad ocurre de manera muy importante por la vía de la entrada de nuevas empresas eficientes y la salida de ineficientes. Algo análogo ocurre con la creación y destrucción de empleos; ellos son una significativa fuente de aumento de la productividad de la economía. Tal como ya mencioné, para que ocurra una reasignación eficiente de recursos, se necesita un mercado de capitales profundo, pero además se necesita perfeccionar otras instituciones. Se pueden mejorar los mecanismos de seguros de ingresos para que los trabajadores que pierden sus trabajos puedan realizar una búsqueda de empleos más efectiva. Asimismo, se puede mejorar la ley de quiebras. En Chile, se recuperan unos 20 centavos por peso invertido como resultado del proceso de quiebras, mientras en los países con mejores procedimientos, las tasas de recuperación alcanzan a más del 50%, y en muchos casos superan el 80%. Una ley de quiebras que permita a los inversionistas altas tasas de recuperación, facilita el acceso de las empresas al financiamiento. Aunque suene paradójico, una buena ley de quiebras es un buen instrumento para favorecer el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas.

Por último, es necesario destacar que un área que debería ser de un permanente perfeccionamiento es la gestión del estado. Aquí existen tanto debilidades como fortalezas, pero, al igual que en el mundo privado, es siempre necesario ir mejorando su gestión, en particular en su interacción con el proceso de crecimiento.

¿Qué ha sucedido con nuestro potencial de crecimiento de largo plazo?

Habiendo discutido debilidades y fortalezas, es importante preguntarse, en primer lugar, si la desaceleración de la década actual comparada con la de fines de los 80 hasta 1997 obedece a un deterioro de nuestras posibilidades de crecimiento de largo plazo o a otros factores. De mirar la evidencia, es difícil justificar que nuestro crecimiento potencial sea menor que el de aquellos años. Podemos pensar que hubo ciertas condiciones particulares que nos permitieron crecer más, pero es difícil argumentar que el potencial de largo plazo haya cambiado significativamente. Veamos las características estructurales, o más bien, los determinantes de nuestro potencial de crecimiento. En primer lugar, la economía chilena es más abierta que a fines de los 90. Los acuerdos comerciales

que se han firmado desde entonces han incrementado aun más nuestro grado de integración comercial. De un arancel promedio en torno a 9% a mediados de los 90, hoy está por debajo del 2%. Por otra parte, Chile se ha abierto financieramente y ha eliminado todos los controles de capital. Todo esto debería permitir más y no menos crecimiento. La inflación es más baja y tanto ella como la actividad son más estables. El sistema financiero se ha profundizado, y las reformas a los mercados de capitales, incluyendo las referentes a los gobiernos corporativos, han aumentado la eficiencia y capacidad de los mercados de capitales para intermediar activos financieros. Más allá de algunos casos lamentables y deplorables de corrupción, no existe ninguna evidencia de que la calidad institucional se haya deteriorado, al menos en magnitudes perceptibles desde el punto de vista del crecimiento de largo plazo. Por el contrario, ha habido progresos en materia de desarrollo institucional, por ejemplo en lo que se refiere a la selección de directivos públicos y a la creación del tribunal de la competencia entre otros.

Incluso al analizar nuestras debilidades, aunque constituyan deficiencias, no se puede hablar de un deterioro. La calidad de la educación es deficiente, pero no ha experimentado un retroceso que permita concluir que ha habido una caída en nuestro potencial de crecimiento. Igual cosa ocurre respecto de la investigación y desarrollo. Más aún, los últimos datos de la encuesta CASEN indican que ha habido una leve disminución de la desigualdad, y una reducción de la pobreza aun más significativa.

En consecuencia, salvo que apelemos a aspectos altamente subjetivos, difíciles de cuantificar y para los cuales no hay suficiente evidencia, no podemos argumentar que el crecimiento potencial sea muy distinto del de mediados de los 90, y esto es importante aclararlo, por cuanto es distinto “volver a crecer a un potencial de 7%” como fue en aquellos años, que “tratar de crecer a un 7%”, ya que, en el primer caso, lo que se debe contestar es qué explica dicha caída, y en el segundo, cuáles son los esfuerzos adicionales que hay que realizar. La evidencia disponible indica que el crecimiento de largo plazo del PIB en Chile sería en torno a un 5%, cifra que ciertamente es deseable aumentar, pero superior a lo que estuvimos acostumbrados en décadas pasadas. Baste sólo considerar que las tasas de crecimiento per cápita más altas durante todo el siglo XX en el mundo fueron en torno a 3% anual.

El único factor significativo que puede explicar una reducción del crecimiento potencial es el efecto de la convergencia. En la medida en que, con el crecimiento de los últimos 10 ó 20 años, la brecha de Chile respecto de los países industrializados se haya achicado, es esperable que el ritmo de crecimiento también disminuya. Pero el crecimiento experimentado por el mundo en los últimos años indica que la frontera a la que uno puede aspirar está creciendo, lo que restaría importancia a la convergencia como freno al crecimiento. Por ejemplo, si tomamos como base el año 1995, y si no hubiera variado el producto de largo plazo ni de Chile ni del mundo, el

crecimiento del PIB habría caído en aproximadamente 0,7 punto porcentual sólo por efecto convergencia. Sin embargo, dado el crecimiento del PIB per cápita de los EE.UU. de alrededor de un punto porcentual menos durante ese período, el efecto de menor convergencia se reduciría a 0,2 punto porcentual, el que podría ser ampliamente compensado por los otros avances que mencioné antes⁶. Por lo tanto, en una primera aproximación, es difícil pensar que el potencial de crecimiento de Chile haya cambiado mucho en los últimos 20 años.

Tratar de elaborar en mayor detalle lo ocurrido desde fines de los 80 hasta 1997 está fuera del ámbito de esta presentación; tampoco es algo sobre lo que haya algún estudio detallado, aunque vale la pena esbozar una hipótesis plausible de lo que puede haber ocurrido, sin necesidad de atribuirlo a cambios en el crecimiento de largo plazo. A mi juicio, la mayor parte del crecimiento acelerado desde mediados de los 80 hasta 1997 se explica por dos fenómenos. El primero es un fenómeno de *catching up* o ponernos al día con nuestro potencial, es decir, la economía estaba produciendo muy por debajo de su máximo posible. Esto no es desocupación en el sentido de factores desempleados, sino que había un gran potencial de inversiones y creación de capacidad sin explotar. El segundo fenómeno sería de carácter cíclico y se explicaría por una fase ascendente del ciclo, caracterizada por un alto optimismo y la remoción de varias rigideces en la política macroeconómica que impedían generar una adecuada estabilización. El *catching up* se refiere al hecho de que Chile, a finales de los 80, tenía mucho potencial de crecimiento. Aparte de todas las características que Chile poseía y que facilitan el crecimiento de largo plazo de las economías, estábamos saliendo de la crisis de la deuda con bastante escasez de capital. No había flujos de capitales internacionales, los que aparecen con fuerza en la primera mitad de los 90. Al mismo tiempo, había mucha incertidumbre. Qué sucedería con el curso de la economía en los 90 era muy incierto a finales de los 80. En consecuencia, es posible argumentar que dicha incertidumbre hacía que nuestra economía tuviera potenciales no desarrollados plenamente. Lo que la transición a la democracia produjo fue la resolución satisfactoria de dicha incertidumbre, mejorando las expectativas de largo plazo. Esto alimentó un período de alto optimismo, que culminó con la Crisis Asiática⁷.

Esta interpretación no es inconsistente con aquella que plantea que a veces ocurren fenómenos que afectan de manera significativa el crecimiento o ingreso de largo plazo⁸, lo que conduce a períodos de aceleraciones del crecimiento. Esto sería consistente con el punto levantado años atrás por Easterly, et al. (1993), en el sentido de que las buenas políticas y

⁶ Estos cálculos se realizan considerando que el coeficiente sobre el logaritmo del producto inicial en las regresiones de crecimiento es 0.025.

⁷ Esta hipótesis indica que igual se venía por delante una desaceleración del crecimiento independientemente de la ocurrencia de la Crisis Asiática, y esto era evidente en fenómenos como el creciente déficit en la cuenta corriente. Por supuesto, la crisis y la manera de abordarla no fueron inocuas respecto de la evolución posterior de la economía chilena.

⁸ Si es crecimiento o ingreso de largo plazo depende de si se considera que las economías crecen solo impulsadas por la productividad, o hay alguna forma de crecimiento endógeno.

características de un país son altamente persistentes, no así el crecimiento. En la interpretación que he propuesto, Chile tuvo una aceleración del crecimiento, por sobre lo que podría haber sido sostenido de manera permanente. Lo importante es determinar si existen reformas u otras políticas públicas que puedan acelerar el crecimiento de manera significativa. En el caso chileno de la “década dorada”, se dieron un conjunto de factores que claramente no son controlables ni reproducibles por la política económica. La evidencia respecto de las aceleraciones del crecimiento (Easterly, et al. 2005) indicaría que ellos son procesos altamente impredecibles. Dada la realidad chilena, lo que se requeriría es identificar algún área donde haya un evidente y significativo retraso, y cuya corrección se pueda hacer de manera rápida, como ocurre por ejemplo con los procesos de apertura al exterior o de estabilización macroeconómica. A mi juicio, hoy la tarea es más difícil, pues Chile ya no tiene ese tipo de problemas tan perjudiciales y evidentes para el crecimiento de largo plazo.

Por último, no puedo dejar de comentar un aspecto sobre el cual aún no tengo una respuesta convincente y se refiere a la evolución de la productividad total de los factores (PTF), medida como un residuo de Solow, y la intuición o evidencia circunstancial. De acuerdo con la contabilidad del crecimiento, el aumento de la PTF en la última década sería muy bajo, y mucho menor al de la década anterior. De representar esto una caída en la capacidad de crecimiento de la productividad de la economía chilena de largo plazo, implicaría una caída en la capacidad de crecimiento de largo plazo. Sin embargo, esta última década ha sido una de las de mayor crecimiento de la productividad en el mundo. Y las mejoras de la productividad se difunden en el mundo, en particular entre economías abiertas. Esto es particularmente notable en el caso de las tecnologías de información y las comunicaciones. Es difícil creer que nuestras empresas, con todos los avances en tecnologías de información y muchos otros progresos tecnológicos, no hayan aumentado su productividad. Entonces la única respuesta es que hay un problema de agregación. Es decir, nos hemos movido a sectores menos productivos. Todas las empresas serían más productivas, pero la expansión mayor se daría en sectores de baja productividad. No conozco evidencia que valide este punto, y de observar los datos de grandes sectores, no hay evidencia de alguna recomposición importante. En consecuencia, aún debemos resolver el *productivity puzzle*.

Una respuesta que podría ayudar a conciliar intuición con datos, es un serio problema de medida. La evidencia en países industriales es que las medidas de productividad son altamente procíclicas, y presumiblemente más en economías emergentes. Existe el conocido *labor hoarding*, además de problemas de medición de la contribución del capital, la que toma los datos de inversión, con todos los problemas que hay debido a cambios en precios relativos. Consideremos el caso de los problemas de abastecimiento energético de Chile. Muchas tecnologías en las que se invirtió fueron hechas sobre la base del uso del gas. Algunas de ellas quedan obsoletas y la gran

mayoría debe hacer grandes esfuerzos para reconvertirse. En la contabilidad de la productividad tradicional, esto sería como un aumento de la depreciación, debido a obsolescencia. Pero de no tomar en cuenta este fenómeno, estaríamos sobreestimando la contribución del capital y subestimando la productividad. Por ello tal vez, humildemente, Solow no le llamó productividad, sino que residuo. Con todo, creo que se requieren análisis más detallados para mejorar nuestra evaluación del proceso de crecimiento y entender lo que ha estado sucediendo en Chile en los últimos años.

De vuelta a la política monetaria

Para terminar, vale la pena preguntarse ahora, qué pasa si el Banco Central se equivoca en su percepción del crecimiento de largo plazo. ¿Qué consecuencias tendría sobre la política monetaria el que el crecimiento potencial, en vez de ser cercano al 5%, fuera 3%, o 7%? Más allá de las seguridades que uno pueda tener, la política económica se hace en un ambiente de incertidumbre, y donde no se conocen con precisión variables muy relevantes al diseño de la política monetaria. Por ejemplo, hace un par de años se concluyó que la tasa de interés neutral era menor que la que se había proyectado con anterioridad. Esta fue una de las razones para reducir la tasa de interés de política monetaria a niveles que difícilmente alguien pudiera haber anticipado cinco o diez años atrás. La caída de las tasas de interés de largo plazo, tanto en Chile como en el mundo entero, fue la primera señal de que el aumento del ahorro en el mundo podría estar causando una reducción de la tasa de interés neutral. Pero, tal vez la señal más poderosa de la caída de la tasa neutral haya sido la inesperada caída de la inflación, que la situó por muchos meses debajo del rango meta, y que para acercarla a la meta de 3% en el horizonte de política, era necesario recortar la tasa de interés de política monetaria. Algo similar ocurriría con errores de percepción de otras variables fundamentales, aunque antes es necesario hacer algunas clarificaciones.

En primer lugar, para las decisiones de política monetaria lo que importa no es precisamente la capacidad de crecimiento de largo plazo, sino la brecha del producto respecto de algún nivel “normal”, que en algunos casos llamamos de pleno empleo, de plena capacidad, potencial, o, en una jerga más moderna, de precios flexibles. Este concepto está relacionado con la capacidad de crecimiento de largo plazo, pero no es lo mismo. El nivel “normal” lo podemos denotar por \hat{y} , y el crecimiento potencial, a lo que se ha referido mi discusión hasta aquí, es la tasa de crecimiento de \hat{y} . Más aún, en rigor, lo que se debería estimar desde el punto de vista de la estabilidad de precios y del ciclo, es el producto que prevalecería si no hubiera rigideces de precios. Este producto no siempre coincide con el socialmente óptimo, pues podría haber distorsiones en el mercado del

trabajo o en el sistema tributario, o poderes monopólicos en los mercados de bienes. No obstante, la política monetaria no puede corregir estas distorsiones por lo que acercarse a este nivel de actividad, haciendo el heroico supuesto de que este se conoce, no sería sostenible en el tiempo e introduciría alta inestabilidad. Para la discusión que sigue ignoraré esta distinción.

El producto de pleno empleo —o capacidad— se puede calcular con técnicas bastante comunes, que consisten en usar una descomposición del crecimiento estándar, suponiendo algún nivel para el pleno uso de factores y un valor para la productividad total de los factores. Y este cálculo también está sujeto a imprecisiones. Por ejemplo, se podría pensar que el pleno uso del empleo corresponde a una tasa de desempleo más baja de la que la economía puede alcanzar de manera estable, conocida como tasa natural de desempleo⁹. La realidad chilena actual es muy distinta de la que utilizo en esta descripción, pues ella es más bien parecida a lo que se argumenta fue la principal causa de la gran inflación de los 70 en los Estados Unidos. Más que del *shock* del petróleo, esta fue el resultado de la percepción de que el desempleo natural era menor que el observado, lo que permitió mantener una política monetaria muy expansiva, que no redujo mucho más el desempleo, sino que causó más inflación (De Long, 1997). Por lo tanto, las incertidumbres sobre parámetros fundamentales de la economía pueden tener implicancias importantes sobre la conducción de la política monetaria.

Sin embargo, una política de metas de inflación puede abordar de manera eficiente —sin eliminarlas, por supuesto— estas incertidumbres. Una forma simple de expresarlo es que, en la medida en que haya una meta de inflación conocida y creíble, cuando se observan presiones inflacionarias, estas son el resultado de un producto por encima de su nivel de pleno empleo. En cambio, si la meta no es creíble, o no existe una meta, será mucho más difícil para la autoridad distinguir si las presiones inflacionarias son consecuencia de la volatilidad de la inflación esperada o de desviaciones del producto respecto del pleno empleo. El resultado será mayor volatilidad tanto de la inflación como del producto. Por lo tanto, el objetivo de estabilidad de precios, que trae además estabilidad del ciclo económico, no está reñido con el de promover un crecimiento económico sostenible, sino que es un requisito y motor para éste.

⁹ Esta tasa también se conoce como la tasa de desempleo que no acelera la inflación. Su valor no está relacionado con las decisiones de política monetaria, sino con la estructura del mercado del trabajo.

Referencias

- Aghion, Ph., G-M. Angelatos, A. Banerjee y K. Manova, (2005), "Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity-Enhancing Investment", mimeo, Universidad de Harvard.
- Barro, R. (1991), "Economic Growth in a Cross-Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2, pp. 407-443.
- De Gregorio, J. (1992), "Economic Growth in Latin America", *Journal of Development Economics*, Vol. 39, pp. 58-84.
- De Gregorio, J. (2005), "Crecimiento Económico en Chile: Evidencia, Fuentes y Perspectivas", *Estudios Públicos* No. 98, otoño.
- De Gregorio, J. (2006), "Metas de Inflación y el Objetivo de Pleno Empleo", *Economía Chilena*, Vol. 9, No. 2, pp. 5-13.
- De Gregorio, J. y J.-W. Lee (2004), "Growth and Adjustment in East Asia and Latin America," *Economía*, Vol. 5, No. 1, pp. 69-134, Fall.
- De Long, B. (1997), "America's Peacetime Inflation: The 1970s", en C. Romer y D. Romer (eds.), *Reducing Inflation. Motivation and Strategy*, NBER and Chicago University Press.
- Easterly, W., R. Hausman y D. Rodrik (2005), "Growth Accelerations", *Journal of Economic Growth*, Vol. 10, No. 4, pp. 303-329.
- Easterly, W., Kremer, M., Pritchett, L. y L. Summers, (1993), "Good Policy or Good Luck? Country Growth Performance and Temporary Shocks", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, pp. 459-483.
- Edwards, S. (2007), "Crisis and Growth: A Latin American Perspective", NBER Working Paper No. 13019.
- Edwards, S. y E. Levy Yeyati (2005), "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers", *European Economic Review*, Vol. 49, pp. 2079-2105.
- Fatas, A. (2002), "The Effects of Business Cycle on Growth", en N. Loayza y R. Soto (eds.), *Economic Growth: Sources, Trends and Cycles*, Banco Central de Chile.
- Gali, J. y L. Gambetti (2007), "On the Sources of the Great Moderation", mimeo, UPF.
- Ramey, G. y V. Ramey, (1995), "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth", *American Economic Review*, Vol. 85, No. 5, pp. 1138-1151.