

Producto Potencial y su Uso en Política Monetaria(*)

PATRICIO ROJAS R.

- Durante la actual década, las autoridades monetarias han utilizado frecuentemente el concepto de producto potencial para justificar la adopción de políticas económicas expansivas o contractivas. De esta forma, la definición por parte de las autoridades de cuál es la tasa de crecimiento potencial y cuál es la magnitud de la brecha del producto efectivo y potencial han tendido a constituir elementos cruciales para la determinación de la instancia de política monetaria.
- Esto se debería al convencimiento por parte de la autoridad monetaria de que el proceso inflacionario depende, entre otras cosas, en forma importante de la brecha del producto.
- Aunque la brecha del producto es un indicador importante, no debe asignársele una ponderación desmesurada, y menos aún, considerársele como el objetivo final de la política monetaria. En este sentido, aunque la mantención de un cierto nivel de producto o de empleo es importante, las autoridades deben tener presente que el elemento que está en juego es la credibilidad del Banco Central. Para mantenerla, es imperioso que muestre un fuerte compromiso con la que es su meta principal, la estabilidad de precios.
- Adicionalmente, a la brecha del producto, la existencia de restricciones externas significativas, implican que la autoridad debe considerar también la magnitud del déficit en cuenta corriente en su decisión de instancia.
- Los resultados indicarían que el período 1986-1996 sería el de mayor crecimiento potencial de los últimos 37 años, incrementándose desde 5,2% en el período 1986-1990 a 6,5% en el período 1991-1996. Específicamente, la tasa de crecimiento potencial de la economía chilena se habría incrementado sostenidamente desde una tasa de 5,9% en 1990 hasta una tasa estimada para 1996 algo por debajo del 7,0%.
- Durante los noventa, la estimación indica que la economía chilena ha evolucionado en torno a su frontera productiva; incluso en los últimos años, si bien no se han generado desequilibrios importantes, el producto efectivo se ha ubicado ligeramente por encima del potencial.
- A la luz de los actuales niveles de ahorro doméstico, la continuación del proceso de crecimiento a tasas del orden del 7,0% anual requerirá, probablemente, el tener que aceptar niveles de ahorro externo superiores a los considerados actualmente sustentables en el mediano plazo. De no ser esta la opción, la sustentabilidad del proceso de crecimiento deberá buscarse en la implementación de políticas que vayan dirigidas a fomentar el ahorro doméstico o a aumentar la productividad de los factores.

Patricio Rojas R. Ph. D. en Economía, MIT. Investigador del Centro de Estudios Públicos y Profesor de la Universidad Católica de Chile.

(*) Estos resultados forman parte de una investigación más amplia: «Determinación del crecimiento y estimación del producto potencial en Chile: El rol del comercio», realizado en conjunto con Eduardo López y Susana Jiménez, en *Estudios Empíricos de Crecimiento en Chile*, F. Morandé y R. Vergara (editores), Centro de Estudios Públicos e Ilades/Georgetown University, 1997, por aparecer.

Aun cuando el concepto de producto potencial ha sido utilizado ampliamente en economía, su definición e interpretación no es única. En términos literales, la capacidad potencial de una economía se define como el máximo producto posible si todos los recursos se utilizaran plenamente. Sin embargo, la definición más usada en análisis económico y que se encuentra en línea con el compromiso de control de la inflación, es aquella que define el producto potencial como el máximo nivel de producto que puede ser alcanzado y sostenido sin generar un incremento en la inflación. Es esta última definición la que ha estado presente en la mayoría de los países industriales desde principios de los ochenta y, ciertamente, ha estado también presente en la economía chilena durante la actual década. En efecto, las autoridades monetarias han utilizado frecuentemente el concepto de producto potencial para justificar la adopción de políticas económicas expansivas o contractivas. De esta forma, la definición por parte de las autoridades de cuál es la tasa de crecimiento potencial y cuál es la magnitud de la brecha del producto efectivo y potencial han tendido a constituir elementos cruciales para la determinación de la instancia de política monetaria durante los últimos años.

De acuerdo al accionar del Banco Central, la razón de asignarle un rol significativo a la brecha del producto en su análisis de política, se encontraría en que la autoridad cree que la inflación depende, entre otras cosas, en forma importante de la brecha del producto. En consecuencia, si todo lo demás permanece constante, un aumento de esta brecha implicaría mayores presiones inflacionarias. En efecto, un nivel de producto excesivo respecto del producto potencial genera presiones al alza sobre la inflación, mientras que una reducción sostenida de la inflación requiere, (manteniendo todo lo demás constante), que el producto

efectivo caiga por debajo del potencial. Sin embargo, es importante recalcar que, a pesar de la importancia de esta variable en la discusión macroeconómica, la brecha del producto es sólo uno de los factores determinantes de la inflación, por tal motivo, su interpretación y utilización por parte de las autoridades ha debido siempre ser ponderada en conjunto con otras señales.

Si bien es importante definir la brecha del producto como uno de los determinantes del proceso inflacionario, lo es también el distinguir si la brecha relevante es entre las tasas de crecimiento o aquella entre los niveles de producto. En términos teóricos, la inflación depende, principalmente, de los niveles del producto o, en otros términos, es la diferencia entre el producto efectivo y el potencial la que ejerce presión sobre los precios. En particular, esto significa que cuando un país se encuentra con un nivel de producto significativamente por debajo de su potencial, es posible lograr que crezca a tasas superiores a la del ritmo de crecimiento del producto potencial, disminuyendo así la brecha del producto, sin que esto se traduzca en mayores problemas inflacionarios. Este sería el caso de la economía chilena durante la segunda mitad de los ochenta, donde la economía se expandió a tasas de crecimiento superiores a las del producto potencial, sin embargo, las significativas tasas de desempleo y la presencia de capacidad instalada ociosa, permitieron que dicha expansión no fuera inflacionaria, aun cuando durante dicho período se realizó una importante devaluación del tipo de cambio nominal¹.

En términos de la implementación de la política monetaria, la brecha del producto cons-

¹El ordenamiento fiscal y la obtención de superávit por parte del sector público a partir de mediados de los ochenta, constituye también un elemento importante para explicar el comportamiento de los precios durante dicho período.

tituye uno de varios indicadores que la autoridad monetaria evalúa y pondera al momento de decidir la mantención o modificación de la instancia monetaria. En particular, indicadores de salarios, de gasto agregado, de inflación subyacente, entre otros, constituyen elementos adicionales a tomar en cuenta al momento de decidir la política. En este sentido, las consideraciones sobre la brecha del producto, aunque importantes, no deben ser la única fuerza que mueva las decisiones de política monetaria del Banco Central. Es decir, las decisiones de política deben enmarcarse siempre en que el objetivo más importante del Banco Central debe ser la estabilidad de precios y no cerrar la brecha del producto.

En general, la experiencia de los últimos años nos enseña que una vez que la brecha del producto empieza a mostrar indicios de que ha comenzado a cerrarse, inmediatamente aumentan las presiones sobre la autoridad monetaria para que relaje su política. En este contexto, la pregunta que surge es si el cierre de la brecha del producto es una condición suficiente para considerar que los objetivos buscados por una política restrictiva se han cumplido. Teóricamente, un cierre en la brecha del producto efectivo-potencial debería ir acompañado de otros elementos que mostrarán, también, una caída en las presiones inflacionarias. Sin embargo, sabemos que en la práctica la política monetaria es bastante más compleja y, por lo general, las señales son mixtas. La autoridad no puede esperar en demasía para tener señales no ambiguas para decidir su instancia de política. Por ejemplo, la recuperación de una economía puede ser un hecho de relativa inminencia, sin embargo, por la existencia de rezagos es posible que ésta diste aún de reflejarse en el producto o en otras medidas de la actividad económica. En ese caso, si la autoridad monetaria sobre-reacciona a la brecha del producto (promo-

viendo una política expansiva), podría estar incubando o potenciando problemas de inflación en el futuro. Por lo tanto, aunque la brecha del producto es un indicador importante, no debe asignársele una ponderación desmesurada, y menos aún, considerársele como el objetivo final de la política monetaria. En este sentido, aunque la mantención de un cierto nivel de producto o de empleo es importante, las autoridades monetarias deben tener presente que el elemento que está en juego es la credibilidad del Banco Central. Para mantenerla, es imperioso que muestre un fuerte compromiso con la que es su meta principal, la estabilidad de precios.

Adicionalmente, a la brecha del producto, las autoridades monetarias de economías pequeñas, como la chilena, deben considerar y ponderar la existencia de otra brecha en el diseño de su política. Específicamente, la que tiene relación con la existencia de restricciones externas, entendiéndose por tales, no sólo la falta de capital extranjero —que fue el caso de los años ochenta en la región— sino, también, las restricciones relacionadas con las fluctuaciones o la volatilidad que el tipo de cambio puede llegar a tener. En este contexto, la existencia de restricciones externas significativas, implican necesariamente que la autoridad debe considerar también la magnitud de la brecha entre el gasto interno y el ingreso o, lo que es equivalente, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos en su decisión de instancia monetaria. Durante gran parte de los noventa, la autoridad monetaria en Chile ha considerado como razonable que esta brecha no supere el rango entre 3 a 4 puntos porcentuales del producto, nivel que es considerado sustentable en el mediano plazo y no compromete los demás equilibrios macroeconómicos.

De acuerdo a la discusión anterior, el contar con una buena medición empírica de la

capacidad ociosa existente en la economía y de la tasa de crecimiento del producto potencial es esencial para un buen manejo macroeconómico. Como se mencionó, las estimaciones sirven de guía para la política monetaria, por cuanto permiten a la autoridad monetaria llevar a cabo su política de la manera menos costosa posible, al disponer de una herramienta que le ayuda a distinguir aquellos shocks que provienen del lado de la demanda de aquellos provenientes del lado de la oferta. De esta manera, se obtiene un buen indicador del desempeño de la economía y de cuán compatible es éste con la mantención de la estabilidad de precios. A su vez, el contar con una estimación del producto potencial permite extraer algunas conclusiones del efecto que tendría la evolución de la capacidad productiva sobre la tasa de inflación observada, por cuanto, en la medida que difieran los niveles del producto efectivo y potencial, se generarían presiones directas sobre la evolución de los precios.

Por otra parte, las estimaciones del producto potencial son también importantes desde el punto de vista del Gobierno, ya que al igual que en el caso de la política monetaria, un comportamiento expansivo o contractivo en situaciones de exceso de demanda o abundancia de capital ocioso, respectivamente, tenderá a amplificar el ciclo económico. De este modo, mediciones confiables del crecimiento potencial de la economía pueden afectar la formulación de la estrategia fiscal.

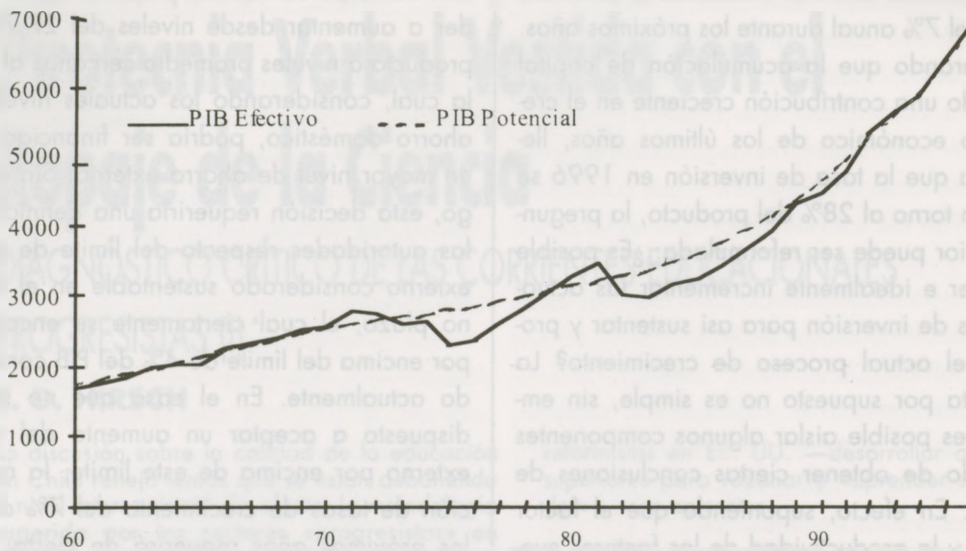
Un estudio reciente realizado por Patricio Rojas, Eduardo López y Susana Jiménez² presenta una estimación de los determinantes

del crecimiento y de la capacidad potencial de la economía chilena para el período 1960-1996. En particular, la estimación del producto potencial obtenida del estudio permite tener una evaluación empírica de cuán cerca la economía chilena se encontraría de su frontera productiva y, por ende, permite evaluar ciertas acciones de política que ha tomado la autoridad durante los últimos años. Los resultados, que se resumen en la gráfica, indican que a partir de principios de los setenta, la economía chilena se ha visto enfrentada a desequilibrios importantes entre el producto efectivo y su potencial, los cuales han tendido a disminuir sólo a partir de la actual década. Específicamente, la gráfica permite identificar cuatro períodos de sobre expansión de la economía: 1970-1973, 1979-1981, 1992-1994 y 1995-1996, siendo el período 1989-1990 representativo del momento en que la economía alcanza la frontera de producción luego de la crisis de la deuda.

De acuerdo a los resultados encontrados en el estudio, el período 1986-1996 sería el de mayor crecimiento potencial de los últimos 37 años, incrementándose desde 5,2% promedio anual en el quinquenio 1986-1990 a 6,5% promedio anual en el quinquenio 1991-1996. Este incremento se explicaría, en lo fundamental, por los aumentos en la contribución del capital y los aumentos en la productividad total de los factores, por cuanto el empleo habría mantenido su contribución de un quinquenio al otro. Específicamente, la tasa de crecimiento potencial de la economía chilena se habría incrementado sostenidamente desde una tasa de 5,9% en 1990 hasta una tasa estimada para 1996 algo por debajo del 7,0%. Durante este período, la estimación indica que la economía chilena ha evolucionado en torno a su frontera productiva; incluso en los últimos años, si bien no se han generado desequilibrios importantes, el producto efectivo se ha

² «Determinantes del crecimiento y estimación del producto potencial en Chile: El rol del comercio», en *Estudios Empíricos de crecimiento en Chile*, F. Morandé y R. Vergara (editores), Centro de Estudios Públicos e Ilades/Georgetown University, 1997, por aparecer.

GRAFICO 1
 PRODUCTO INTERNO BRUTO: POTENCIAL Y EFECTIVO
 (MILES DE MILLONES DE PESOS DE 1986)



ubicado ligeramente por encima del potencial. (Véase Gráfico 1.)

Es en esta situación de cercanía a la frontera de producción donde la brecha de niveles entre el producto efectivo y el potencial adquiere total relevancia y predominio sobre la brecha entre las tasas de crecimiento. De la discusión presentada anteriormente, se deriva que lo relevante para el diseño de la política monetaria durante estos años no es la brecha entre las *tasas de crecimiento del gasto y el producto efectivo* sino, de una parte, la brecha entre el nivel de producto de la economía y su capacidad potencial y, de otra parte, la brecha existente entre el gasto interno y el nivel de ingreso de la economía, es decir, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En base a esta concepción, los resultados encontrados por el estudio permiten apoyar las intenciones que tuvieron las autoridades para iniciar el proceso de ajuste monetario a fines de 1995. En efecto, la economía durante ese año se habría ubicado por enci-

ma de la frontera productiva, con lo cual el actual proceso de ajuste monetario en que se encuentra la economía chilena, pretende no sólo que la tasa de crecimiento efectivo esté alineada con la de crecimiento potencial, sino que además el nivel de producto efectivo converja al nivel potencial, para lo cual, dado que durante los últimos años el producto efectivo se ha ubicado por encima del potencial, requiere que durante algún tiempo el producto efectivo crezca por debajo del potencial de tal forma que los niveles de producto converjan.

TASAS DE CRECIMIENTO
 (% PROMEDIO ANUAL)

	PIB Efectivo	PIB Potencial
1961-1965	3,8	4,1
1966-1970	4,7	3,6
1971-1975	-2,2	1,9
1976-1980	7,5	2,3
1981-1985	-0,3	2,8
1986-1990	6,5	5,2
1991-1996	7,4	6,5

Finalmente, de los resultados obtenidos por Rojas, López y Jiménez parece correcto y necesario preguntarse si es posible que la economía chilena continúe creciendo a tasas del orden del 7% anual durante los próximos años. Considerando que la acumulación de capital ha tenido una contribución creciente en el crecimiento económico de los últimos años, llevando a que la tasa de inversión en 1996 se eleve en torno al 28% del producto, la pregunta anterior puede ser reformulada: ¿Es posible mantener e idealmente incrementar las actuales tasas de inversión para así sustentar y prolongar el actual proceso de crecimiento? La respuesta por supuesto no es simple, sin embargo, es posible aislar algunos componentes de modo de obtener ciertas conclusiones de política. En efecto, suponiendo que el factor trabajo y la productividad de los factores evolucionan de acuerdo a la tendencia de los últimos años; entonces se tiene que para mantener tasas de crecimiento en torno al 7% anual, el crecimiento promedio del capital debería

ubicarse en torno al 9,0%, nivel muy por encima del 6,3% promedio del período 1991-1996. Lo anterior implica que la tasa de inversión como porcentaje del producto debería tender a aumentar desde niveles del 27,7% del producto a niveles promedio cercanos al 30%, la cual, considerando los actuales niveles de ahorro doméstico, podría ser financiada con un mayor nivel de ahorro externo. Sin embargo, esta decisión requeriría una definición de las autoridades respecto del límite de ahorro externo considerado sustentable en el mediano plazo, el cual ciertamente se encontraría por encima del límite de 4% del PIB considerado actualmente. En el caso que no se esté dispuesto a aceptar un aumento del ahorro externo por encima de este límite, la mantención de tasas de crecimiento del 7% durante los próximos años requerirá de ciertas políticas individuales, o una mezcla de ellas, que vayan dirigidas ya sea a fomentar el ahorro doméstico o a aumentar la eficiencia y productividad de los factores.

El crecimiento promedio del capital debería ubicarse en torno al 9,0%, nivel muy por encima del 6,3% promedio del período 1991-1996. Lo anterior implica que la tasa de inversión como porcentaje del producto debería tender a aumentar desde niveles del 27,7% del producto a niveles promedio cercanos al 30%, la cual, considerando los actuales niveles de ahorro doméstico, podría ser financiada con un mayor nivel de ahorro externo. Sin embargo, esta decisión requeriría una definición de las autoridades respecto del límite de ahorro externo considerado sustentable en el mediano plazo, el cual ciertamente se encontraría por encima del límite de 4% del PIB considerado actualmente. En el caso que no se esté dispuesto a aceptar un aumento del ahorro externo por encima de este límite, la mantención de tasas de crecimiento del 7% durante los próximos años requerirá de ciertas políticas individuales, o una mezcla de ellas, que vayan dirigidas ya sea a fomentar el ahorro doméstico o a aumentar la eficiencia y productividad de los factores.

Variable	1991-1996	1996	1997
Tasa de crecimiento del PIB	6,3%	7,0%	7,0%
Tasa de inversión	27,7%	28,0%	28,0%
Ahorro doméstico	15,0%	15,0%	15,0%
Ahorro externo	12,7%	13,0%	13,0%

El crecimiento promedio del capital debería ubicarse en torno al 9,0%, nivel muy por encima del 6,3% promedio del período 1991-1996. Lo anterior implica que la tasa de inversión como porcentaje del producto debería tender a aumentar desde niveles del 27,7% del producto a niveles promedio cercanos al 30%, la cual, considerando los actuales niveles de ahorro doméstico, podría ser financiada con un mayor nivel de ahorro externo. Sin embargo, esta decisión requeriría una definición de las autoridades respecto del límite de ahorro externo considerado sustentable en el mediano plazo, el cual ciertamente se encontraría por encima del límite de 4% del PIB considerado actualmente. En el caso que no se esté dispuesto a aceptar un aumento del ahorro externo por encima de este límite, la mantención de tasas de crecimiento del 7% durante los próximos años requerirá de ciertas políticas individuales, o una mezcla de ellas, que vayan dirigidas ya sea a fomentar el ahorro doméstico o a aumentar la eficiencia y productividad de los factores.