

# ¿Es sostenible el crecimiento?

La fortaleza de las cifras del cuarto trimestre de 2012 ha generado un nutrido debate respecto de si la economía puede mantener este ritmo de crecimiento sin generar desajustes, o bien, si estamos frente a la antesala de un rebrote inflacionario y de un ajuste inexorable de la demanda interna.

En efecto, durante el último cuarto del año pasado, el crecimiento de la economía se aceleró hasta alcanzar un 6,1% en términos anualizados. Por otra parte, el mayor dinamismo de la demanda interna respecto del producto amplió la brecha, aumentando el exceso de demanda de la economía o déficit de cuenta corriente.

Para juzgar si la economía se encuentra creciendo a un ritmo sostenible, los economistas y responsables de política generalmente centran su atención en un indicador: la brecha de producto o diferencia porcentual entre el PIB y el PIB potencial. Sin embargo, este último no es una variable observa-

ble y su construcción no está libre de problemas. Esto lleva a que en muchas ocasiones la información de la brecha de producto sea errónea. Un ejemplo reciente es el caso de la economía de EE.UU. a comienzos de la crisis de 2008-2009; la inflación estaba bajo control y la brecha de producto medida en tiempo real indicaba que la trayectoria de la economía era perfectamente sostenible. Sólo después de la crisis este indicador se-

ñaló que el producto superaba su nivel potencial. Por esto, como argumenta un estudio reciente del BIS, se deberían incorporar variables financieras para medir la temperatura de la economía. En forma acertada, el Banco Central ha venido monitoreando el crecimiento del crédito y el precio de las propiedades en su análisis económico, para señalar que se podría estar incubando una situación que puede llevar a un "recalementamiento" de la economía en el futuro.

Para algunos observadores, la economía sí estaría creciendo a un ritmo sostenible debido a que el incremento de la productividad de factores en los últimos años habría llevado a un PIB potencial que crecería en torno a 5,5%. Si bien, efectivamente, el año pasado la productividad habría crecido cerca de 1%, la interpretación de este número debe ser cuidadosa. Esto, por cuanto la productividad es procíclica, es decir, tiende a crecer con el PIB -de manera tran-

sitoria- en los períodos de auge. Para sostener tasas de crecimiento del PIB del orden de 5,5%-6% se requeriría una productividad creciendo al 1,5% y una tasa de inversión de 28%, actualmente, en 25%.

También, se afirma que la caída de la inflación bajo 2% es una evidencia contundente de una economía no recalentada. Ciertamente, el incremento de la productividad laboral, que sería transitorio, ha mantenido los costos laborales unitarios creciendo moderadamente sin presionar la inflación. Con todo, la inflación de servicios se ha mantenido arriba del 3%. Pero más allá de la caída de la inflación externa en dólares y de variaciones de precio puntual en alimentos y combustible, la menor inflación se explica por el ajuste de precios relativos que ha tenido la economía debido al aumento de gasto. En efecto, la brecha entre gasto e ingreso que se refleja en un déficit creciente de cuenta corriente requiere un tipo de cambio real más aprecia-

do, lo cual, en régimen de tipo de cambio flotante, se logra por un fortalecimiento del peso y, por ende, con una menor inflación.

De mantenerse el dinamismo en la actividad económica y, en particular, una demanda interna que continúa creciendo más rápido que el PIB, se podrían generar desequilibrios costosos de resolver. Acorde con su objetivo de estabilidad financiera, el Banco Central debería aumentar la oferta de bonos de largo plazo, para así incrementar las tasas de interés de largo plazo que contribuirían a atenuar el crecimiento de la demanda interna y, por consiguiente, el déficit en cuenta corriente. Adicionalmente, la autoridad monetaria debería considerar tomar medidas del tipo macroprudencial, en cuanto a requerir mayores niveles de capital a la banca, para moderar el crecimiento del crédito, así como medidas para reducir el valor del préstamo en relación con el valor de la propiedad y la razón deuda a ingresos.



**Luis Felipe  
Lagos**

*Macroeconomista  
Senior LyD.*

