

Aceptar la realidad del estancamiento secular

Se necesitan nuevos enfoques para hacer frente a un lento crecimiento, bajas tasas de interés y la ausencia de inflación

Lawrence H. Summers



FOTO: RALPH ALSWANG

UNA DIFERENCIA FUNDAMENTAL entre las teorías de las ciencias naturales y las de las ciencias sociales es que las primeras, si son válidas, son aplicables en todo tiempo y lugar. En cambio, la pertinencia de las teorías económicas depende del contexto. La teoría de Malthus sobre la disponibilidad de alimentos era válida para los milenios anteriores a su formulación, pero no después de la revolución industrial. Las ideas de Keynes eran mucho más válidas durante la Gran Depresión que durante los inflacionarios años setenta.

Estoy cada vez más convencido de que las teorías macroeconómicas actuales, con su premisa de que la política monetaria puede determinar la tasa de inflación, quizá no se ajusten a la realidad económica de hoy y entonces ofrezcan recetas desacertadas para las políticas públicas. No previeron la contracción deflacionaria de Japón que comenzó en 1990, la crisis financiera mundial, ni la lenta recuperación y una inflación inferior a la meta durante una década

de recuperación, ni la sostenibilidad de altos niveles de deuda pública con tasas reales de interés sumamente bajas.

Para comprender estos hechos y responder con políticas eficaces, probablemente será necesario que los economistas desarrollen lo que podría llamarse una “nueva antigua economía keynesiana” basada en la noción de estancamiento secular formulada por Alvin Hansen en la era de la Depresión. En este artículo se resume el argumento en favor de nuevos enfoques macroeconómicos. Destacando importantes cambios estructurales en la economía del mundo industrial, se explica la idea del estancamiento secular y se extraen algunas conclusiones con respecto a las políticas.

La escasez de inversión

Salvo que cambien las tendencias actuales, la población en edad activa del mundo industrial disminuirá en la próxima generación, y la de China también lo hará. Al mismo tiempo, se está avanzando hacia una mayor participación de las mujeres en la fuerza laboral. Por ejemplo, hoy más mujeres que hombres trabajan en Estados Unidos.

Estos cambios demográficos suprimen la demanda de nuevos bienes de capital para equipar y albergar a una creciente fuerza laboral. Refuerza esta tendencia el hecho de que el ahorro requerido para comprar una cantidad dada de bienes de capital ha caído fuertemente ante el fuerte descenso del precio relativo del equipamiento, especialmente en el ámbito de la tecnología de la información. Un iPhone de USD 500 tiene hoy mayor potencia que una supercomputadora Cray de hace una generación. Además, la tendencia descendente de los precios de dichos bienes alienta una postergación de las inversiones.

Asimismo, la revolución informática va asociada a una desmasificación más amplia de la economía. El comercio electrónico ha reducido la demanda de centros comerciales, y la nube ha reducido la demanda de espacio para oficinas al eliminar la necesidad de contar con archivadores, lo cual permite que las oficinas se personalicen pulsando un botón y que ya no sea necesario colgar las fotos familiares en la pared.

Estoy cada vez más convencido de que las teorías macroeconómicas actuales, con su premisa de que la política monetaria puede determinar la tasa de inflación, quizá no se ajusten a la realidad económica de hoy.

La fracturación en busca de petróleo y del gas natural requiere mucho menos capital que las técnicas de perforación tradicionales, y la tecnología informática hace mucho más fácil focalizar la exploración, reduciendo aún más la demanda de inversiones.

La tecnología ahora permite compartir todo, desde apartamentos (Airbnb), aviones (NetJets) y vestidos (Rent the Runway) hasta automóviles (Uber) en formas impensadas una década atrás. Las nuevas generaciones prefieren vivir en apartamentos con pocos muebles en lugar de casas de grandes dimensiones.

Muchos sostienen que el poder monopolístico ha aumentado —al menos en Estados Unidos— tendiendo a desalentar nuevas inversiones. Y una distribución cada vez más promiscua del poder de veto ha frenado la inversión pública en infraestructura, que en Estados Unidos representa, en términos netos, menos de la mitad de sus niveles anteriores.

Como resultado de todo esto, la demanda de inversiones se ha reducido sustancialmente, con independencia del nivel de las tasas de interés.

La superabundancia de ahorros

Mientras que la demanda de inversiones ha disminuido, diversos factores se han combinado para aumentar el ahorro. Las personas de mayores ingresos, que son más propensas a ahorrar, están generando mayores ingresos, y una mayor rentabilidad empresarial, unida a tasas de interés más bajas, lleva a las empresas a retener más utilidades.

El aumento de la incertidumbre asociado con las dudas crecientes acerca de la capacidad del gobierno para cumplir sus obligaciones jubilatorias y un mayor riesgo de futuros aumentos impositivos también potencian el ahorro. Análogamente, la previsión de un menor crecimiento de los ingresos genera una mayor necesidad de ahorrar para el futuro.

El fortalecimiento de la regulación financiera y su legado implica que para los hogares resulta más difícil tomar préstamos y gastar, lo cual aumenta el ahorro agregado. Esto puede ocurrir ya sea debido a las medidas de protección del consumidor —como cuando, por ejemplo, el requisito de pagar un anticipo más alto reduce la toma de préstamos hipotecarios— o a las cargas regulatorias sobre los intermediarios financieros, como por ejemplo exigencias de capital más elevadas.

De modo que los cambios estructurales en la economía han contribuido tanto a aumentar el ahorro como a reducir la inversión.

Estancamiento secular

Con una lista de factores algo diferente, el economista de Harvard Alvin Hansen denominó “estancamiento secular” a la incapacidad de la inversión privada de absorber totalmente el ahorro privado, por temor a que se la interpretara como una demanda insuficiente.

Hay diversas cosas que esperaríamos ver en el caso de que en los últimos años se haya estado instaurando un estancamiento secular. Primero, una alta oferta de ahorros y un bajo nivel de demanda conllevarían bajas tasas de interés. En efecto, con independencia de cómo se midan, las tasas reales han tendido a la baja durante los últimos 20 años, aun cuando los déficits presupuestarios hayan aumentado. Esto es lo que hemos visto con las tasas de interés negativas en términos reales en el mundo industrial a pesar de importantes aumentos de la deuda pública.

Segundo, cabría esperar que las dificultades para absorber el ahorro ocasionaran un menor crecimiento e inconvenientes para alcanzar la meta de inflación. Y así ha ocurrido. Actualmente, los mercados no prevén que ningún país del mundo industrial alcance una meta de inflación de 2%. Pese a las bajas tasas de interés sin precedentes y el nivel récord de los déficits tras más de una década de recuperación, el crecimiento ha sido tenue. En particular, y contrariamente a la opinión de quienes explicaban el bajo nivel de las tasas después de la recesión refiriéndose a los “vientos en contra”, a los bancos centrales les ha resultado imposible subir las tasas y aun así seguir contando con el impulso de la recuperación.

Tercero, los decepcionantes índices de crecimiento han coincidido con una inflación reiteradamente a la baja. Los economistas enseñan a sus alumnos principiantes que una reducción de cantidad y de precio indica una disminución de la demanda. Si, como muchos sugieren, la razón dominante del estancamiento es una decepcionante evolución de la productividad, cabría esperar que los precios suban en lugar de bajar. No habiendo situaciones extraordinarias en materia de políticas, podría estar instalándose una deflación.

Cuarto, un período de crecimiento lento y de deflación también ha sido un período de inflación de precios de los activos. En los mercados bursátiles de Estados

Unidos los valores se han cuadruplicado desde la crisis, y los precios reales de las viviendas casi han vuelto a sus máximos anteriores. Esto es lo que cabría esperar con un estancamiento secular, al canalizarse la abundancia de ahorros hacia los activos existentes, aumentando, por ejemplo, la relación precio-utilidad de las acciones y la relación precio-renta de los inmuebles y reduciendo la prima por plazo de la deuda a largo plazo.

No conozco ninguna otra teoría que pueda explicar el débil crecimiento frente a políticas hiperexpansivas y una rápida aceleración del crecimiento del crédito del sector privado. Cabría esperar que la falta de crecimiento de la productividad determinase una mayor inflación de precios de los productos y una menor inflación de precios de los activos. Un aumento del riesgo y la incertidumbre tendería a generar menores, y no mayores, múltiplos del precio de los activos. Cualquier consecuencia temporal de la crisis financiera llevaría a una menor expansión del crédito y a una empinada curva de rendimiento en lugar de lo que hemos observado.

¿Qué hay que hacer?

La demografía puede ser destino. Es mucho más lo que se está moviendo junto con la demografía para crear un entorno de ahorros abundantes con un problema de

absorción. Esto es reflejo de los problemas macroeconómicos con los que hemos lidiado durante décadas.

Para ser fieles a sus mandatos, los bancos centrales deben elevar antes que bajar la inflación. Asegurar que las economías alcancen su potencial es un reto que lógicamente precede al de aumentar su potencial. Para la estabilidad financiera, las tasas bajas son un riesgo tanto como las altas. El problema a mediano plazo es la plena absorción de los ahorros más que el desplazamiento de la inversión.

Al mismo tiempo, es improbable que los bancos centrales —con tasas ya negativas en Japón y Europa e inferiores a 2% en Estados Unidos— tengan mucho margen para responder a shocks adversos, al menos según los estándares históricos. Las recesiones en el mundo industrial han sido generalmente abordadas mediante reducciones de las tasas del orden de 5 puntos porcentuales.

El punto de partida para enfrentar nuevos desafíos es reconocerlos. Eso implica aceptar la realidad del estancamiento secular y focalizar los debates sobre políticas públicas en los retos que este plantea. **FD**

LAWRENCE H. SUMMERS es profesor de la cátedra Charles W. Eliot de la Universidad de Harvard.

**TODAS LAS PUBLICACIONES DEL FMI
UN ENTORNO INTEGRADO
DE INVESTIGACIÓN RESPALDADO
POR FUNCIONES DE NAVEGACIÓN DE USO FÁCIL,
BÚSQUEDAS INTUITIVAS Y
OPCIONES DE PERSONALIZACIÓN.
ELIBRARY.IMF.ORG**

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL