



Bancolombia

Comentario Económico del día

ANIF Centro de Estudios Económicos
Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Celebrando
45 Años

Escrito por: *Nelson Vera*

Diciembre 4 de 2019

Estancamiento Secular de las economías desarrolladas y el “hoyo negro” de la política monetaria

La precaria recuperación económica en la década pos-Lehman ha renovado la tesis del Estancamiento Secular (ES) del mundo desarrollado, según ha venido argumentando Summers durante buena parte de 2019 (aunque venía advirtiendo sobre ese fenómeno desde el año 2013). Dicha tesis fue esgrimida inicialmente por Alvin Hansen en la década de los 1930s para describir la persistente incapacidad de la inversión para absorber los excesos de ahorro, todo ello derivando en pérdidas de productividad, crecimiento potencial y menores tasas de interés “neutrales” (a la Fischer), ver Wappshot, 2013. En esta nota abordaremos dicha problemática y sus implicaciones para la política monetaria global de cara al período 2020-2025.

Tal vez la principal lección para las autoridades monetarias del mundo desarrollado es que los expedientes usuales de señales vía tasas de interés-metas de inflación, estrategias de comunicación (incluido el *forward guidance*) e incluso los paquetes de inyecciones de liquidez, no son suficientes para solucionar las problemáticas económicas del mundo desarrollado. Por el contrario, el persistente incumplimiento (por lo bajo) de las metas de inflación de los principales Bancos Centrales (BCs) durante la última década sugiere que el *axioma* monetario de los últimos cincuenta años se ha derrumbado: Los BCs no siempre pueden controlar (encausar) la inflación mediante las herramientas monetarias tradicionales (ver Summers y Stansbury, 2019).

Lo que se tiene ahora en el mundo pos-Lehman es un set de “nuevas reglas económicas” (ver *The*

Economist, the world economy's strange new rules, octubre 11, 2019). Tal vez los dos hechos macro más destacables han sido: i) el aplanamiento de la llamada Curva de Phillips, implicando ausencia de presiones inflacionarias aún en presencia de recalentamientos del mercado laboral (ver detalles en *Comentario Económico del Día* de octubre 16 de 2019); y ii) el agotamiento del espacio contracíclico de la política monetaria.

Europa y Japón están actualmente inmersos en evidentes trampas de liquidez, con espacio mínimo para mayor estímulo monetario (el consabido “Hoyo Negro” de la política monetaria de Summers).

Estados Unidos podría estar a una recesión de caer en dicho expediente. No solo se parte de niveles bajos en la tasa del Fed del 1.75% (cuando las reducciones del Fed han rondado 400-500pbs en ciclos recesivos anteriores, ver gráfico adjunto); sino que es poco lo que podrán hacer esas rebajas para contrarrestar la verdadera fuente de incertidumbre proveniente de la Guerra-Comercial (siendo ello la explicación de la ausencia de inversión-empresarial y de infraestructura). Probablemente se requieran nuevos paquetes de compras de activos en un eventual período recesivo, pero con las tasas de los Tesoros a diez años en el rango 1.7%-2% (valores negativos en términos reales), su estímulo marginal será limitado.

Lo preocupante es que ese bajo poderío de la política monetaria estará agravando tres problemas financieros con alto potencial disruptivo a nivel global: i) estrechamiento de los márgenes financieros

Continúa

Escrito por: Nelson Vera

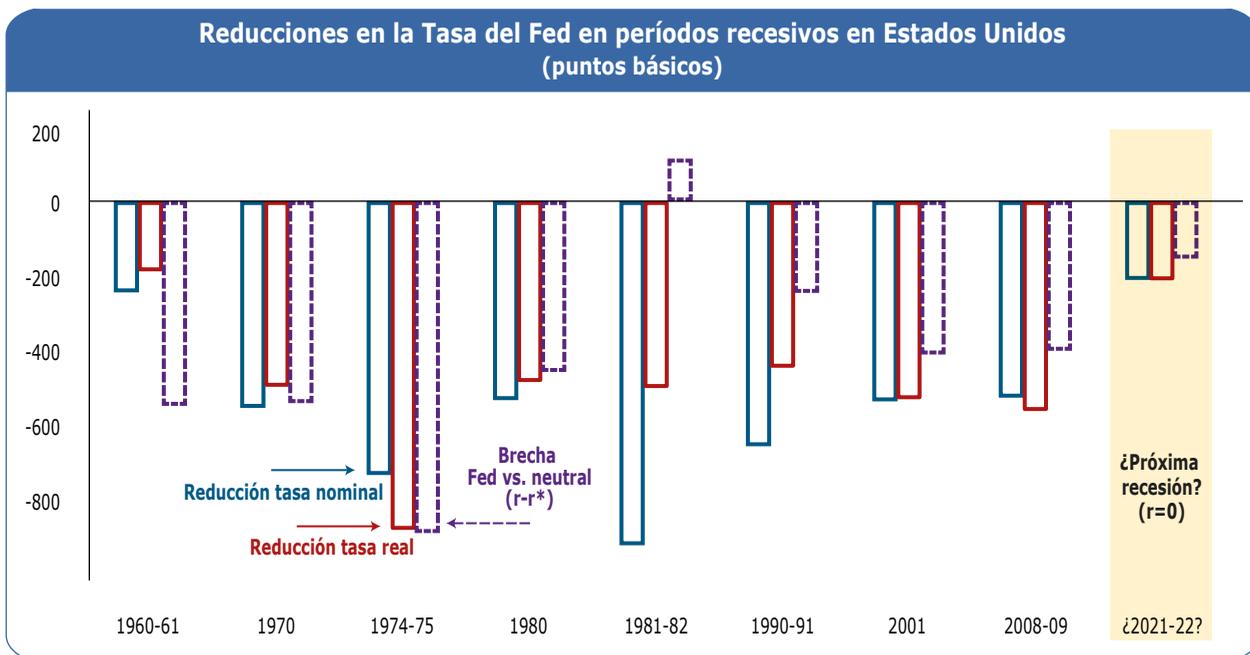
bancarios; ii) castigo del ahorro pensional de largo plazo; y iii) toma de riesgos excesivos y potenciales burbujas de activos (el deterioro del ciclo de riesgo “a la Minsky”).

Los hechos macro-financieros del último quinquenio parecen validar la hipótesis del ES que inicialmente esgrimiera Summers en 2013. Desde ese entonces se han tenido mayores estímulos fiscales (déficits y *stocks* de deuda pública han aumentado) y monetarios, las tasas de interés (tanto nominales como reales) han descendido... y persiste el moderado crecimiento económico (estancado en el rango 1.5%-2% en dicho mundo desarrollado) y la ausencia de presiones inflacionarias.

Todo ello sugiere que hay fuerzas económicas subyacentes reduciendo estructuralmente la demanda agregada (una segunda venida del llamado *Savings Glut* de Bernanke en 2002-2005). Dicho en otras palabras, no estamos ante el mero efecto del ciclo económico, sino que son estos elementos estructurales del ES las verdaderas razones por las cuales las tasas de interés en niveles nulos (o negativos) por una década han sido insuficientes para generar recalentamientos-económicos y rebrotes-inflacionarios.

En síntesis, la política monetaria está en una compleja encrucijada a nivel global por cuenta de un bajo nivel de “munición” contracíclica (tanto a nivel cuantitativo como cualitativo). La profesión económica (y los *policy makers*) están teniendo dificultades para adaptarse: El mismo Fed en días recientes ha mostrado la preferencia por virar hacia esquemas de inflación objetivo promedio, probablemente tolerando algo de mayor inflación durante el próximo quinquenio en busca de compensar los sub-cumplimientos de la última década (ver Financial Times, “*US Federal Reserve considers letting inflation run above target*”, diciembre 2 de 2019).

El verdadero problema es que ningún banquero central se imaginó que, una década después de la quiebra de Lehman, aún se requerirían políticas monetarias de “emergencia”. Evidentemente el entendido era comprar tiempo para actuaciones fiscales (gasto en infraestructura) y reformas estructurales en los frentes laborales-pensionales y tributarios, las cuales, por diversos motivos, nunca llegaron. El hecho indefectible es que los BCs no pueden cargar con todo el peso de la política-económica (El-Erian, 2014, *The Only Game in Town*).



Fuente: Summers y Stansbury (2019).