

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Enero 30 de 2014

Hipótesis sobre ‘estancamiento-secular’ vs. recuperación-moderada en 2014-2015

Prácticamente a una década de que Ben Bernanke planteara su hipótesis del “*Savings Glut*” (excesos de ahorro), la idea de las debilidades crónicas en la demanda agregada de los países desarrollados ha vuelto al centro del debate económico. El nuevo giro a dicha hipótesis ha cobrado la forma del llamado “estancamiento secular” (*secular stagnation*), propuesto por el profesor Summers hacia finales de 2013, pero con versiones menos dramáticas en los inicios de 2014 (planteadas durante la conocida reunión del *American Economic Review*).

Bajo esta hipótesis del “estancamiento secular”, las economías desarrolladas estarían atrapadas en equilibrios sub-óptimos por cuenta de sus débiles demandas agregadas, resultando en elevadas tasas de desempleo y bajos niveles de crecimiento e inflación. Detrás de ello estaría una reducción en la tasa natural de interés, implicando menores niveles de gasto-inversión para todos los niveles de tasas. Según Summers, esa falta de demanda explicaría: i) la ausencia de recalentamientos en la economía americana (producto e inflación) durante el período 2000-2007, incluso con la formación de evidentes burbujas crediticias-hipotecarias; y ii) la lenta recuperación durante el período pos-Gran Recesión (2009-2013), aun con el saneamiento de los balances de sus hogares y su sistema financiero (ver *Comentario Económico del Día* 29 de agosto de 2013).

Todo ello implícitamente sugiere que esa vieja idea del “*Savings Glut*” tiene elementos estructurales, ahora agravados en la era de pos-crisis financiera. Bajo un escenario de estancamiento crónico de este tipo, la política económica se vería obligada a recurrir a estímulos cuasi-permanentes. Sin embargo, esto no luce sostenible, ni en lo fiscal (con relaciones de Deuda Pública/PIB superando el 100% en los Estados Unidos), ni en lo monetario (arriesgando la formación de burbujas de activos por excesos de liquidez, los cuales se han venido retirando desde finales del año anterior).

No obstante, ha venido ganando tracción la hipótesis alternativa de la “recuperación moderada”, la cual postula que Estados Unidos y Japón serán capaces de “arrastrar” a Europa y, posteriormente, a los BRICs hacia sus respectivos crecimientos potenciales. Tras un detenido análisis de las cifras, se observa que la hipótesis de Summers luce bastante débil (ver *Summers School*, BNP-Paribas, 2013). En particular, el BNP-Paribas destaca: i) la existencia de recalentamientos en la economía americana durante 2002-2007, en donde sí se tuvieron brechas del producto positivas (llegando a picos hasta del +2% en 2006) y tasas de desempleo promedio del 5.3%, por debajo de estimaciones NAIRU cercanas al 6%; y ii) el éxito de los Bancos Centrales a la hora de anclar las expectativas de inflación (muchos de ellos adoptando el esquema de Inflación Objetivo), derrotando las presiones de la demanda agregada (que sí existieron). Asimismo, bajo este enfoque cíclico y de recuperación moderada, los bajos crecimientos-inflaciones del período pos-Grán Recesión (2009-2013) serían superados (lentamente), una vez se logren “purgar” los excesos de la crisis financiera (ver Reinhart & Rogoff, 2009, *This Time is Different*).

Continúa

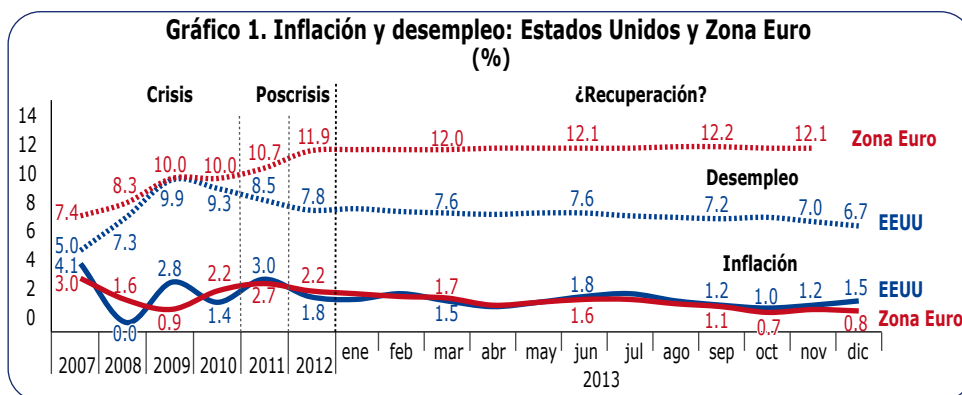
Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

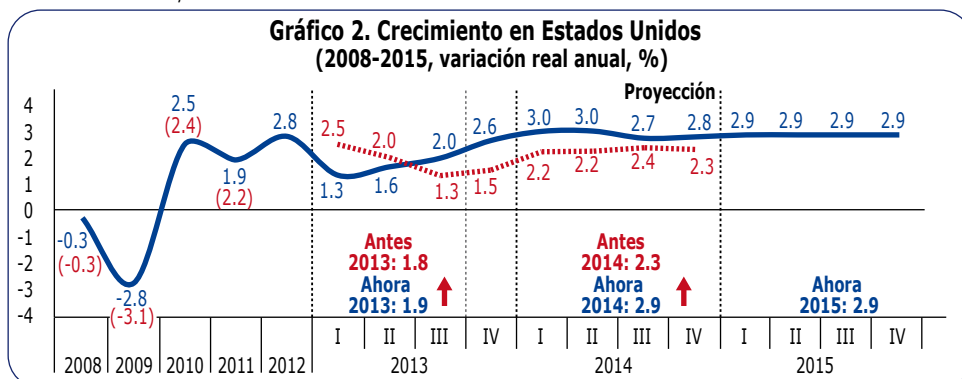
¿Qué implicaciones se derivan para la coyuntura 2014-2015 de este contraste de hipótesis sobre la situación global? Nuestra lectura es que ambas hipótesis tienen elementos válidos. Es verdad que la desaceleración global ha tenido efectos persistentes en la debilidad de la demanda agregada. Las cifras apoyan este hecho: i) la Zona-Euro tan sólo rebotaría a tasas del 1% en 2014 (vs. el -0.4% de 2013), lo cual luce insuficiente para reducir las elevadas tasas de desempleo del 12%, ver gráfico 1; y ii) el propio mundo emergente ha sido incapaz de consolidar la “separación”, expandiéndose apenas al 4.7% (vs. el 6% de años anteriores), donde los BRICs presentan desaceleraciones estructurales a tasas del 5.7% (vs. el 8% anual del período 2001-2008).

Pero también es cierto que los Estados Unidos e Inglaterra están dejando atrás sus lastres de la crisis financiera, tras haber reparado tempranamente los desbalances del sector privado. Ambas economías estarían rebotando a tasas cercanas al 3% en 2014-2015 (sus niveles potenciales), habiéndose expandido al 1.9% en 2013, ver gráfico 2. Todo ello en presencia de ganancias sustanciales en sus mercados laborales, donde las tasas de desempleo bordean valores del 6.7-7.1% al cierre de 2013 (vs. valores superiores al 10% en plena crisis financiera, aunque persisten desafíos en su composición).

En síntesis, esta “moderada recuperación” que se espera para 2014-2015 ha obligado a Summers a replantear su hipótesis de “estancamiento secular”, pues ahora habla de que bastaría algo de inflación (producto de mayores estímulos fiscales-monetarios) para dejarla atrás. Así, el panorama macro-financiero de 2014-2015 apunta hacia la “normalización monetaria” por parte del Fed, bajo un mundo también de menores estímulos fiscales. Dicha normalización tendrá dos “avenidas” para monitorear: i) la coyuntural, de menores inyecciones de liquidez durante 2014; y ii) la de mediano plazo, donde la estrategia de *forward guidance* estará diciéndonos en qué momento empezarán a subir las tasas de interés, probablemente hacia mediados de 2015, como resultado de crecimientos que se habrán consolidado cerca de sus niveles potenciales.



Fuente: Eurostat y BLS.



Fuente: cálculos Anif con base en BEA, FMI y JPMorgan.