

La recuperación de muchas economías de la recesión global de 2009 ha sido débil, y los pronósticos han sido revisados más a la baja que al alza en los años transcurridos desde entonces. En consecuencia, hoy se pregunta válidamente si el bajo crecimiento es resultado de vientos contrarios temporales o de un cambio más fundamental. Esto último resume la postura del eminente economista estadounidense Larry Summers, cuando a finales de 2013 revivió el concepto de estancamiento secular para referirse a una situación en la que no es posible tener tasas de interés a un nivel lo bastante bajo para equilibrar los ahorros y la inversión, a la vez que se alcanza el pleno empleo. The Economist Intelligence Unit cree que el estancamiento secular se puede evitar fácilmente si se eligen las políticas adecuadas, pero en algunas economías hacerlas viables conlleva un riesgo político.

El estancamiento secular es más que sólo crecimiento lento. El crecimiento lento puede ser resultado de varios fenómenos temporales, como inquietud política, mala elección de políticas o surgimiento de una burbuja financiera. En el estancamiento secular, factores más permanentes conducen a un bajo crecimiento por un periodo extenso. Según la teoría, las economías que sufren de estancamiento secular exhibirán cierta combinación de incremento de ahorros y reducida demanda de inversión. En tiempos normales la tasa de interés —que en realidad es el precio de equilibrar el ahorro y la inversión— descenderá hasta que la caída en ahorros y la elevación en la inversión que se induce con su baja vuelvan al equilibrio.

El descenso chino

Sin embargo, este mecanismo se rompe cuando la tasa de interés real requerida (es decir, ajustada a la inflación) cae debajo de cero y la inflación es baja. Equilibrar ahorro e inversión en esta situación requiere probablemente que las tasas nominales de interés se mantengan debajo de cero por un periodo extenso, lo cual es difícil de lograr en la práctica. En tal circunstancia, nadie querrá tener depósitos en esa divisa, y existe un riesgo mayor de que se formen burbujas de activos. La actual situación económica global tiene muchos de los rasgos del estancamiento secular: crecimiento lento, baja inflación, bajas tasas de interés y alto desempleo. Aun en Chi-

¿HACIA EL ESTANCAMIENTO SECULAR?



En el distrito de negocios de Pekín, sobre la sede de la Televisión Central de China se refleja un anuncio que muestra edificios emblemáticos de varios países ■ Foto Ap

na, una de las economías de crecimiento más rápido, la baja inflación (medida según el deflactor del PIB) ha llevado al banco central a recortar las tasas nominales para evitar que las reales suban tanto que ahoguen la economía. El efecto ha conducido a una política monetaria más restrictiva lo mismo en economías en dificultades, como Italia, que en otras boyantes como Filipinas.

China se ha vuelto uno de los impulsores del exceso de ahorros en la economía global. Pese a su rápido crecimiento, tiene una de las tasas de ahorro más altas, estimada en 48 por ciento del PIB de 2015, a causa de una aversión cultural al endeudamiento y de la inadecuada provisión de bienestar por el sector público. Los ahorros domésticos equivalen a 106.9 por ciento de su inversión, lo cual significa que ese exceso de ahorro impulsa a la baja las tasas de interés en otras partes. Esta proporción es similarmente alta en muchas otras grandes economías emergentes, en particular en el este y el sudeste de Asia y también en Japón y Alemania, lo cual resulta crítico. De las cuatro mayores economías del mundo, sólo Estados Unidos invierte más de lo que ahorra. En-

tre tanto, los países que invierten más de lo que ahorran, muchos de los cuales están en África, tienen economías mucho más pequeñas, por lo cual no pueden absorber los ahorros de las otras.

Condiciones del estancamiento secular

Las políticas deficientes en muchas economías también han conducido a un aumento en el riesgo de estancamiento secular. Las crisis de deuda que han infestado varios mercados y economías de 2008 a la fecha han llevado a un significativo desahorro del sector privado, pues los hogares y empresas han elevado los ahorros y pagado sus deudas. Al mismo tiempo, la austeridad fiscal adoptada en forma intempestiva, sobre todo en la zona euro, ha reducido la demanda y la inversión del sector público en un tiempo de escasa actividad económica y bajos costos de inversión. Ahora que los rendimientos de muchos bonos gubernamentales se acercan a cero, un proyecto de inversión pública puede reducir la proporción entre deuda y PIB aunque prácticamente no produzca rédito alguno, e incluso si es financiado por completo mediante empréstitos. Países donde el sector privado se descapitaliza en medio de la austeridad fiscal, como Finlandia, Holanda y Grecia, están en particular riesgo de un prolongado crecimiento lento.

Para que la hipótesis del estancamiento secular se sostenga, es necesario creer que el exceso de ahorro y la demanda deficiente de inversión persistirán, lo cual requerirá tasas de interés reales negativas. Además de la austeridad

fiscal, la demanda de inversión podría ser permanentemente baja por falta de avance tecnológico, por un progreso limitado en reformas estructurales (en particular en grandes mercados emergentes con gran potencial de crecimiento), o por una regulación financiera que encarezca los activos riesgosos o la inversión en sectores modernos como las comunicaciones, que son en sí menos intensivos en capital. La aportación de ahorros también puede crecer en forma permanente a causa del envejecimiento de la población, el aumento de la desigualdad, o si economías emergentes como China e India no expanden la salud pública de modo que los hogares puedan reducir el ahorro precautorio.

Soluciones fáciles y difíciles

No es inevitable que las condiciones de estancamiento secular persistan. Las oportunidades de inversión pueden expandirse mediante reformas estructurales, gasto público, y por una apertura al capital en aquellos países con mayor potencial de crecimiento y necesidades de inversión. La tasa de ahorros podría reducirse recor-

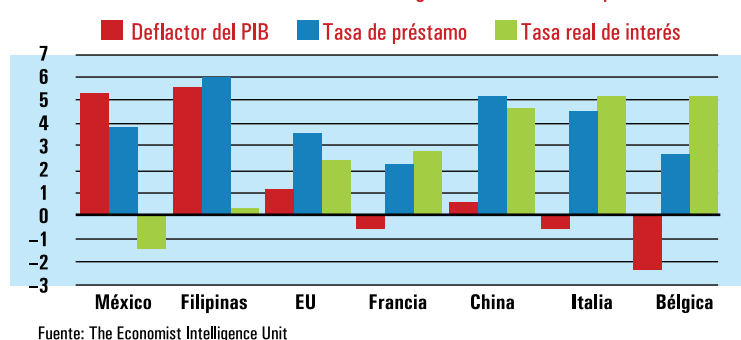
tando prestaciones poco realistas y jubilaciones anticipadas en países como Europa y Japón, con lo que acabaría la necesidad de que trabajadores en activo ahorren para financiar las prestaciones de los jubilados a la vez que lo hacen para su propio retiro (que presumiblemente no será financiado por el Estado). En los mercados emergentes la prescripción de políticas es diferente: un incremento en la provisión del servicio público en países como India y China reduciría el ahorro. Las metas de inflación también podrían ser elevadas de modo que se puedan lograr tasas de interés reales más bajas sin que las nominales queden por debajo de cero. Mediante alguna combinación de estas políticas, el actual periodo de bajo crecimiento podría fácilmente volverse temporal.

Existen tres riesgos: el cambio demográfico, una falta de interacción de los mercados emergentes, y la política, con respecto a la adopción de medidas. Vencer el impacto del envejecimiento de la población sobre el balance ahorros-inversión será más difícil, y tiene que ir más allá de la reforma de prestaciones. La inmigración podría tener un papel temporal en algunas economías, pero se requieren cambios más amplios para adaptarse a más trabajo de medio tiempo, integración de trabajadores más viejos y financiamiento sustentable a los servicios públicos. Las necesidades de inversión en países como India, Nigeria e Indonesia son un destino obvio del excedente de ahorros, pero esto podría obstruirse si existen restricciones a los flujos de capital y deficiencias en el ambiente de negocios. Por último, y sumamente alarmante, la política podría evitar la toma de decisiones requeridas para superar el estancamiento secular. El contraste entre la aceptación política de la austeridad en Europa y las evidencias económicas de su incorrecta aplicación es un precedente preocupante en este aspecto.

La elección implícita en el estancamiento secular —entre alto desempleo y una serie de burbujas de activos— puede ser evitada. Nuestra expectativa es que el actual periodo de crecimiento lento llegará a su fin a medida que los encargados de adoptar políticas entiendan mejor los factores subyacentes en el estancamiento secular, pero esto depende de buenas políticas y, por extensión, del juego político.

Economist Intelligence Unit

Las tasas reales de interés son altas en algunas economías en problemas



Ahorro nacional bruto como porcentaje de la inversión

