

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Marzo 22 de 2017

Reflación, productividad y estancamiento secular

Durante períodos de tensión financiera, ha sido común ver aflorar diversas hipótesis sobre los orígenes y posible duración de la “crisis económica del momento”. Con frecuencia, la mayoría de esas hipótesis terminan siendo desechadas antes de completarse el ciclo de recuperación. En cambio, aquellas teorías que logran sobrevivir varios episodios de auge-crisis-recuperación terminan siendo galardonadas con el nombre de quien las ideó; este ha sido el caso de las teorías Keynesianas de gasto público contra-cíclico asociadas a la Gran Depresión (1929-1934) o las teorías asociadas al empinamiento de la Curva de Phillips durante la estanflación de los años setenta en los Estados Unidos. “El sabor” del momento se llama: la teoría del Estancamiento Secular (ES), la cual fue revivida por el profesor Larry Summers en la era pos-Lehman (2010-2014), retomando las ideas de Alvin Hansen durante 1936-1938.

Según la hipótesis del ES, las economías desarrolladas estarían atrapadas en equilibrios sub-óptimos por cuenta de sus débiles demandas agregadas. Estas últimas, a su vez, provienen del añejamiento poblacional, lo cual se refleja en bajas tasas de participación laboral y bajas productividades. Curiosamente, la solución radica en promover la inmigración de alto capital humano (contrario a lo que predica Trump y la extrema derecha de Europa), de una parte, y en mantener bajas tasas de interés reales, de otra parte, con el fin de re-equilibrar los niveles de inversión (ahora con menores rentabilidades) y del ahorro (con supuestos excesos de recursos provenientes de las sociedades Asiáticas que no consumen “lo suficiente”), ver *Comentario Económico del Día* julio 9 de 2015.

La coyuntura reciente de “reflación” y el efecto Trump (generando expectativas de revitalización de

la inversión en defensa-infraestructura) ha llevado a varios a repensar la validez de dicha teoría del ES. Como veremos, buena parte del debate se ha centrado en el futuro impacto del desarrollo tecnológico sobre la productividad (hasta el momento no suficientemente visible sobre la producción industrial); además, la óptica es distinta si se enfoca desde el lado de la demanda vs. la oferta productiva. Veamos esto con algún detalle.

¿Quiénes han estado a favor de la hipótesis del ES?

Desde la óptica de debilidad de la demanda agregada, se ha destacado Summers, enfatizando la ausencia de alternativas de inversión y los lastres demográficos y de inequidad social. Lo ha secundado Delong (2017, “*Sluggish Future*”), focalizándose en las implicaciones del exceso de ahorro, y la Sra. Lagarde del FMI, la cual ha generado un contraste entre el “New Mediocre” vs. el “New Normal” de Bill Gross (ex - PIMCO y ahora en Janus-Capital).

Dicho estancamiento se ha evidenciado en un colapso de la productividad en los Estados Unidos, registrando promedios de solo 0.3% anual durante el último quinquenio. Esta cifra contrasta negativamente con la productividad creciendo a ritmos del 2.5% anual durante 1940-1970, cuando se aplicaron masivamente los inventos provenientes de la segunda revolución industrial (ver gráfico adjunto). Desde el punto de vista de la oferta, Gordon (2016) ha venido resaltando efectos similares debido a: i) un menor ritmo de innovación; ii) declives en la calidad educativa; iii) desafíos demográficos (por cuenta de los pensionados de la era de los *baby-boomers*); y iv) fallas en la provisión de bienes públicos, dado el alto endeudamiento.

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

En general, los analistas reconocen la existencia de una “trampa de liquidez” que implica una tasa de interés real más baja, asociada con la tasa natural-neutral, a la Wicksell o Irving Fisher (ver *Informe Semanal* No. 1353 de marzo de 2017). En efecto, estimaciones recientes sitúan dicha tasa-neutral del Fed (el famoso r^*) en el rango 0-0.25% real actualmente, muy por debajo del 2.5% de inicios de la década del 2000 (ver Fischer 2016, *Why are Interest Rates so Low? Causes and Implications*).

¿Quiénes han estado en contra de la hipótesis del ES?

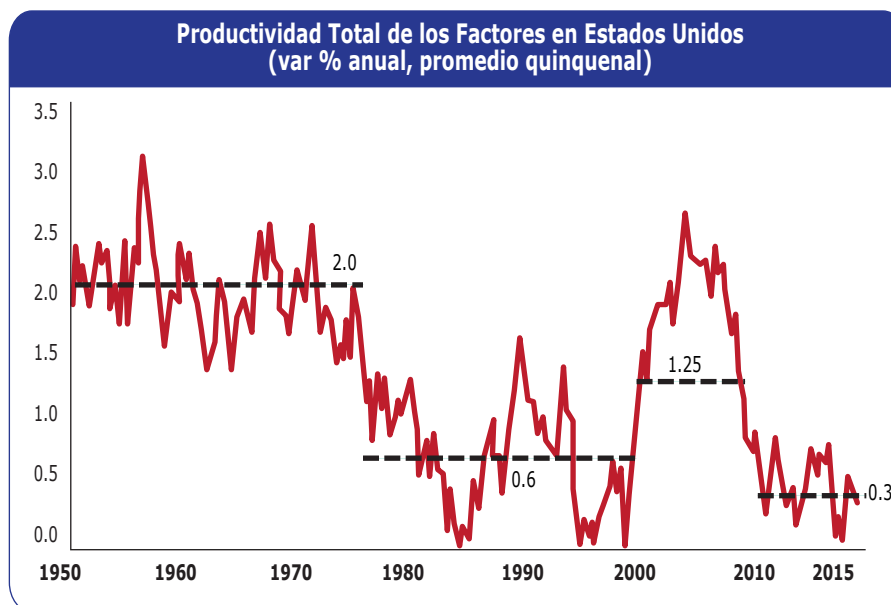
Alternativamente, el Profesor Rogoff (2015, *Debt Supercycle, not Secular Stagnation*) ha venido explicando la existencia de los “Súper-Ciclos de Deuda” como los causantes de dicha postración económica. Claramente esta hipótesis está más cercana a lo ocurrido en la era Pos-Lehman, ya que la hipótesis de ES está más focalizada en el lado del “sector real”. Rogoff, además, es algo más optimista en el tema de la difusión tecnológica y avizora pronto repuntes en la productividad gracias a: el Fintech, la Inteligencia Artificial-*Deep Learning* o la Impresión-3D.

Otra visión alternativa ha proveniendo de J.B. Taylor, explicando los mencionados descensos en la pro-

ductividad por la ausencia de reformas estructurales en los frentes clave de educación-infraestructura, tratamiento tributario y la evolución de la seguridad social (ver Taylor, 2017, *Policy is the Problem*). En particular, Taylor discrepa de la visión de un menor r^* , argumentando que, históricamente, las tasas reales de interés bajas han estado asociadas a períodos de auge y no al bajo crecimiento como lo proponen las teorías del ES.

¿Y quién tiene la razón?

Nótese cómo ambos bandos creen que la respuesta final estará en la velocidad de la difusión tecnológica hacia los diferentes sectores y el repunte que ello pueda causar sobre la productividad multifactorial. Un segundo factor ampliamente reconocido tiene que ver con el papel que habrá de cumplir la provisión de bienes públicos, sobre lo cual Trump ha generado expectativas positivas, pero recordemos que el mismo Obama fue incapaz de concretar iniciativas de este tipo durante 2009-2016, dadas las dificultades presupuestales. De materializarse un impulso de este tipo, habría una buena razón para superar el “pesimismo tecnológico” de Gordon y así dar lugar a una nueva oleada de la “destrucción creativa” de Schumpeter... pero todo parece indicar que esto no se aclarará antes de 2018-2020.



Fuente: Gordon 2016, *The Rise and Fall of American Growth*.