

Estancamiento secular, causas e implicancias

Vittorio Corbo

CEP

30 de Mayo de 2017

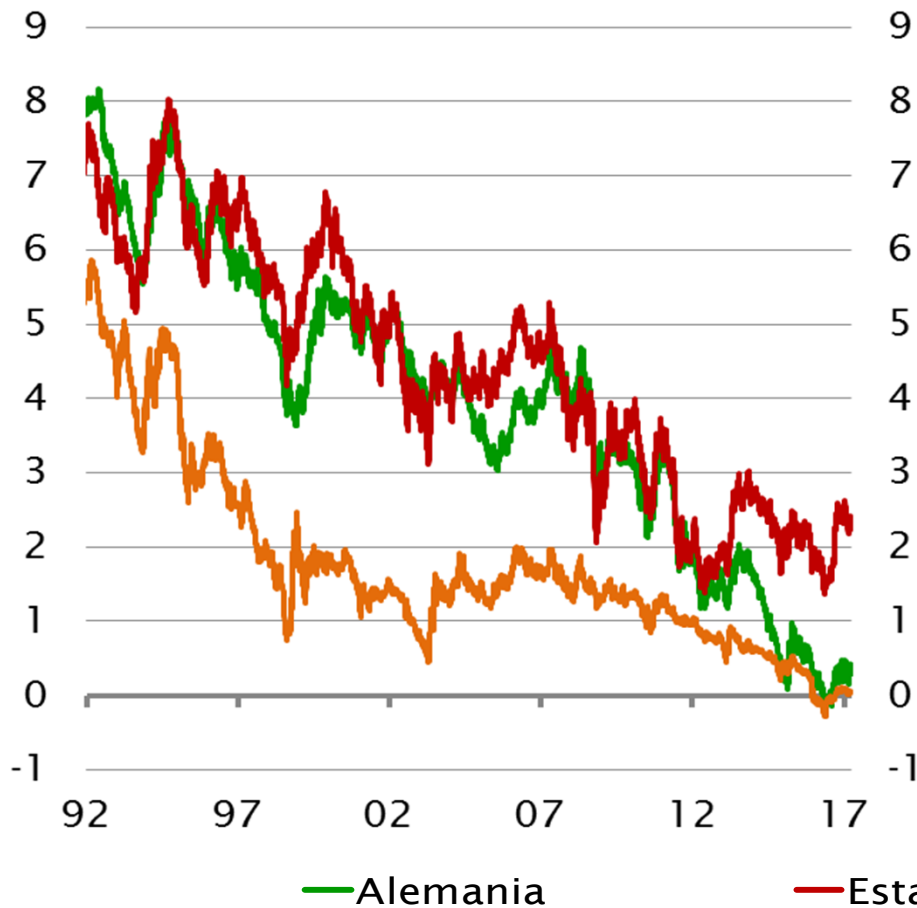
Estancamiento secular, causas e implicancias

- Motivación:
 - En los países avanzados las tasas de interés reales han estado bajando desde comienzo de los 80s.
 - A pesar de las bajas tasas reales el crecimiento ha sido muy bajo.
 - El problema puede ser que para igualar ahorro con inversión con pleno empleo se requieren tasas reales muy bajas, difíciles de alcanzar con límite de cero para las tasas nominales.
 - Esto es, la tasa de interés real neutral de equilibrio puede ser mas negativa de lo que se puede lograr con una tasa nominal de cero.
 - EE.UU. usó estímulos insostenibles antes de la crisis, Japón ya crecía poco desde comienzos de los 80s y en los otros G-7 el problema de bajo crecimiento se agudizó después de la Gran Crisis Financiera.
- El bajo crecimiento a pesar de las tasas bajas puede deberse a un problema de débil crecimiento ya sea de la demanda o de la oferta (PIB potencial).

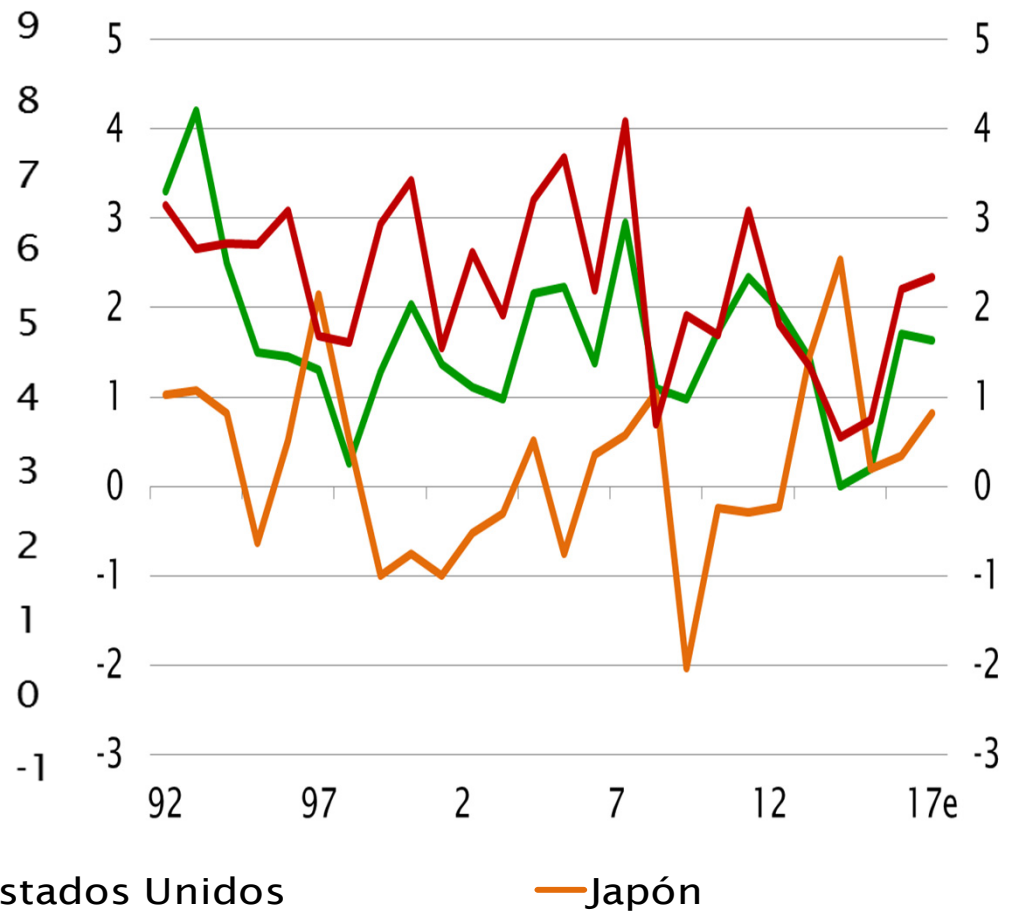
Estancamiento secular, causas e implicancias

Tasas de interés largas han bajado en últimos 25 años con inflaciones en torno al 2%

Rendimientos de bonos de gobiernos a 10 años
(porcentaje)



Inflación
(variación anual, porcentaje)



Estancamiento secular, causas e implicancias

Crecimiento PIB real países del G-7
(porcentaje)

País	1980-1984	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-2009	2010-2014	2015-2017e
Canada	2.6	3.5	1.2	3.5	3.0	1.2	2.6	1.4
Francia	1.6	3.1	1.5	2.6	2.1	0.7	1.1	1.3
Alemania	1.2	2.7	2.8	1.6	1.0	0.7	2.1	1.6
Italia	2.0	3.3	1.1	1.7	1.5	-0.4	-0.4	0.8
Japón	4.1	5.2	2.2	1.1	1.4	-0.4	1.6	1.2
Reino Unido	1.6	4.2	1.3	2.9	3.0	0.6	1.9	2.0
Estados Unidos	2.8	3.8	2.4	4.0	2.7	0.9	2.1	2.2
Promedio	2.3	3.7	1.8	2.5	2.1	0.5	1.6	1.5

Estancamiento secular, causas e implicancias

- Factores que pueden explicar un débil crecimiento de la demanda:
 - Hansen (1938) estancamiento secular: bajo crecimiento de la población y bajo progreso tecnológico reducen demanda por inversión y por consumo, resultando en crecimiento bajo y alto desempleo.
 - Summers(2013):
 - (1) bajo crecimiento de la población, baja intensidad de capital de industrias líderes y la caída en el precio relativo de los bienes de capital ajustados por calidad reducen la demanda por inversión;
 - (2) deterioro en la distribución del ingreso reduce el crecimiento del consumo privado.
 - Opción de política: como tasa de interés nominal no puede bajar mucho de cero, si la tasa real neutral es muy negativa es necesario complementar política monetaria expansiva con política fiscal (infraestructura).
 - Abuso de políticas monetarias no convencionales para simular tasas reales muy bajas o negativas afecta la estabilidad financiera.

Estancamiento secular, causas e implicancias

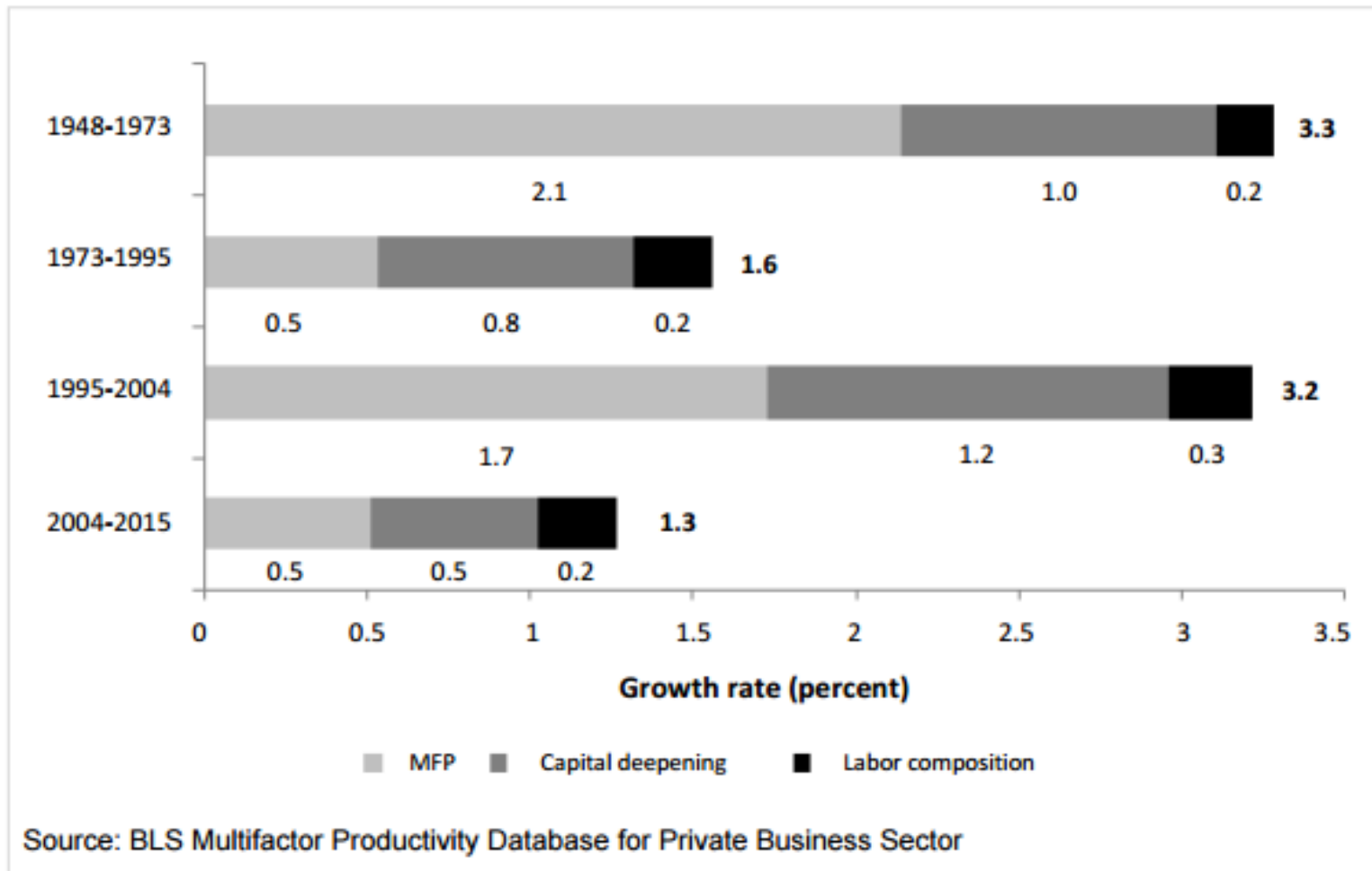
- Hipotesis alternativas para explicar las tasas bajas y el lento crecimiento:
 - La crisis llevó a desapalancamiento de familias y empresas y al debilitamiento del sistema financiero lo que deprime la demanda por un tiempo prolongado (Reinhart y Rogoff, Bernanke, Borio),
 - Otras variantes complementarias: Savings glut, apreciación y déficit en cuenta corriente (Bernanke); aumento en demanda por reservas internacionales de China y otros países asiáticos lleva a un aumento en la demanda por activos seguros (Caballero).

Estancamiento secular, causas e implicancias

- Factores que pueden explicar un débil crecimiento de la oferta:
 - Menor crecimiento de la productividad media del trabajo, especialmente por una menor PTF (Fernald entre otros).
 - En EE.UU. crecimiento de la PTF cayó en 1972-1994, se recuperó en 1995-2004 y volvió a caer después (Fernald et. al. 2014 y Gordon 2012 y 2016).
 - Y viento en contra de los últimos 20 años (demografía, lentos avances en educación, desigualdad y deuda pública, Gordon, 2012 y 2016).
- Hipótesis para explicar el menor crecimiento de la PTF en EE.UU.:
 - La innovación fue muy fuerte en 1920-1970 y sus efectos se fueron agotando después de 1972 (Gordon, 2012 y 2016);
 - Caída de los precios de computadores y semiconductores ajustado por calidad le dieron otro empuje en 1995-2004, pero su efecto también se agotó (Gordon, 2012 y 2016, Fernald, 2016);
 - Aumento de la participación de servicios en el PIB, sector que tiene menos espacio para aumentos de productividad.

Estancamiento secular, causas e implicancias

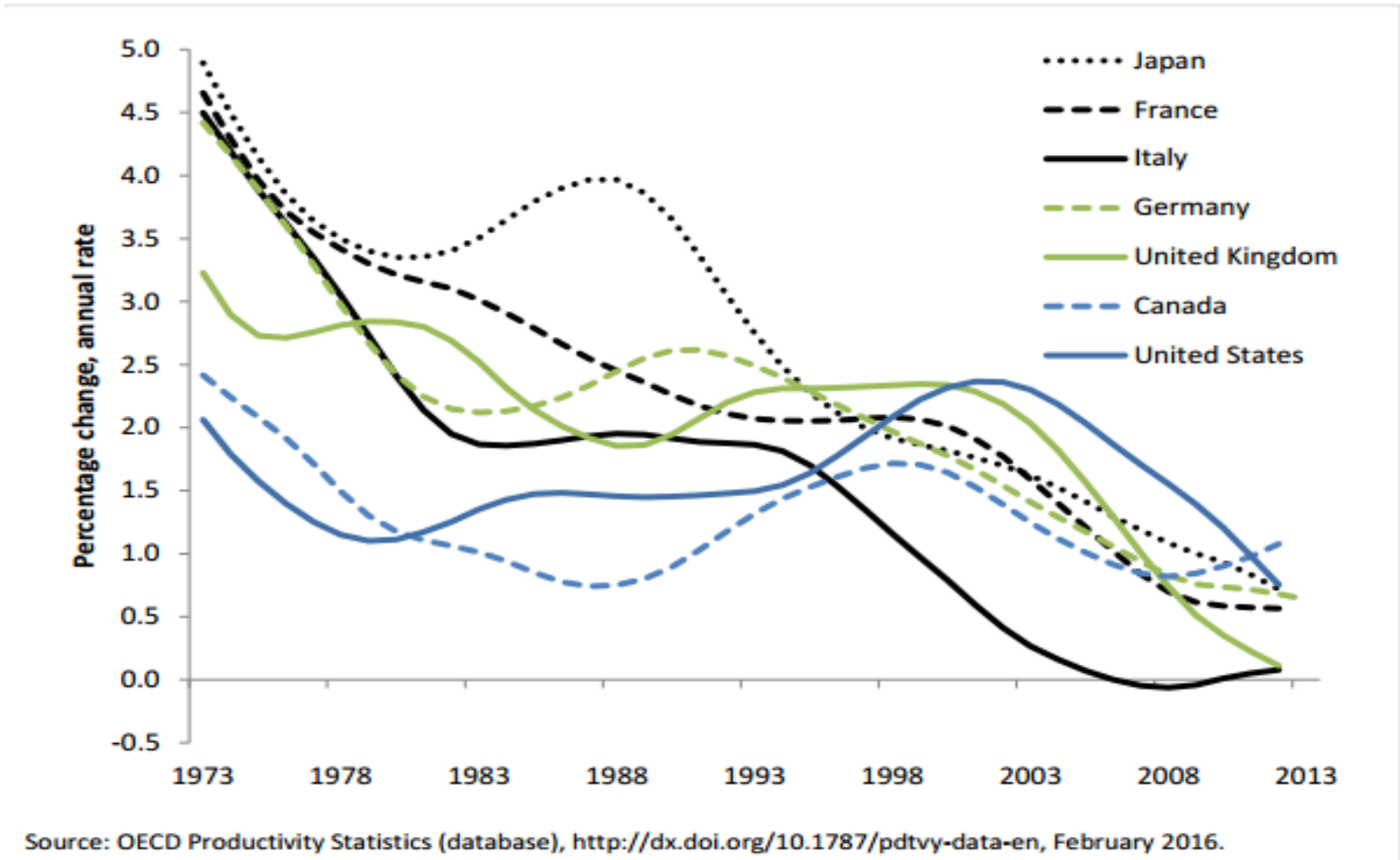
Figure 1: Slow U.S. productivity growth was from MFP weakness and slow capital accumulation



Fuente: Baily and Montalbano, Brookings, 2016

Estancamiento secular, causas e implicancias

Figure 2: Labor productivity trend growth in G-7 countries, total economy



Source: OECD Productivity Statistics (database), <http://dx.doi.org/10.1787/pdtvy-data-en>, February 2016.

Fuente: Baily and Montalbano, Brookings, 2016

Estancamiento secular, causas e implicancias

- **Contraargumentos:**
 - Mokyar, historiador económico y colega de Gordon, cree que no debiéramos esperar un estancamiento de la innovación:
 - El avance en el poder de los computadores y la revolución digital expanden las herramientas para innovar;
 - La expansión de la globalización expande el pool de innovadores (Corea del Sur, China, India y otros);
 - Los avances en tecnología de las comunicaciones facilitan el compartir avances científicos y tecnológicos en forma más rápida y facilita la colaboración.
 - Glaeser (2015) sostiene que las invenciones siguen pero ahora sus beneficios son más para el bienestar de los consumidores que para la oferta de bienes y servicios.

Estancamiento secular, causas e implicancias

- Implicancias para la Política Monetaria
 - En varios modelos una menor tasa de crecimiento de la PTF reduce la tasa de retorno del capital y la tasa de interés real neutral.
 - Para una meta de inflación dada, se reduce también la tasa de interés nominal neutral.
 - Dado el límite cercano a cero para la tasa de política esto puede requerir de políticas monetarias no convencionales para evitar baja inflación y el bajo crecimiento, pero puede afectar estabilidad financiera.
- Sumando y restando, lo que si queda claro es que el crecimiento sostenible de los países avanzados se ha reducido en forma importante y que la crisis financiera también deprimió la demanda.

Estancamiento secular, causas e implicancias

- Ahora que el legado de la crisis financiera va quedando atrás, y que los países avanzados están en el medio de una recuperación cíclica, tenemos que preocuparnos del crecimiento sostenible.
 - Entre los países avanzados problemas de un crecimiento tendencial bajo afectan especialmente a Japón, Italia, Francia y Portugal.
- En estos países el reto es introducir reformas estructurales pro crecimiento. Las oportunidades son muchas: desregulación, competencia, sostenibilidad fiscal/pensiones, mercado laboral.

Estancamiento secular, causas e implicancias

- Implicancias para Chile:
 - Hay que prepararse para un escenario externo de bajo crecimiento tendencial de los países avanzados;
 - El crecimiento de China se va a reducir, en el corto plazo mientras enfrenta su problema de exceso de deuda y en el mediano plazo a medida que avance en convergencia.
 - Desarrollos que son poco auspiciosos para los precios de metales.
 - Como estamos lejos de la frontera (PIB per cápita de Chile es un 42% del de EE.UU.), tenemos mucho espacio para aumentar la PTF avanzando en convergencia en niveles de productividad.
 - Aquí hemos estado estancados en los últimos años: La PTF ha estado prácticamente constante desde fines de los 90s.
 - Pero también va a ser necesario aumentar la inversión (impacta a través de capital deepening y PTF), el capital humano por hora hombre y el crecimiento sostenible de las horas hombre.

Estancamiento secular, causas e implicancias

Fuentes del crecimiento de Chile

	GDP growth	Contribution of capital growth	Contribution of labor growth	Contribution of TFP growth
<i>Fuentes, Larraín and Schmidt-Hebbel (2006)</i>				
Measure: capital adjusted for energy consumption rate and employment adjusted for hours and wages				
1960-1973	3.1%	1.6%	1.4%	0.2%
1973-1989	2.9%	0.9%	2.9%	-1.0%
1989-2005	5.3%	1.8%	0.4%	3.1%
1989-1997	7.1%	1.6%	1.1%	4.4%
1997-2005	3.1%	1.6%	0.5%	1.9%
<i>Comité Consultivo del PIB Tendencial (2010)</i>				
Measure: capital adjusted for unemployment rate and employment adjusted for education				
1960-1973	3.4%	2.6%	1.2%	-0.3%
1973-1989	3.3%	1.1%	2.2%	0.1%
1989-2005	5.6%	2.8%	1.6%	1.2%
1989-1997	7.6%	2.9%	2.1%	2.6%
1997-2005	3.5%	2.7%	1.1%	-0.3%
2005-2008	4.3%	3.4%	1.6%	-0.8%
2008-2013	4.0%	3.2%	0.8%	0.0%
2013-2015	2.9%	1.6%	0.6%	0.7%
<i>Corbo y Gonzalez (2014)</i>				
Measure: Tornqvist index for capital and employment using marginal productivity as fixed weights				
1960-1973	3.4%	2.6%	1.0%	-0.2%
1973-1989	3.3%	0.8%	2.4%	0.1%
1989-2005	5.6%	2.9%	1.6%	1.1%
1989-1997	7.6%	3.5%	1.8%	2.4%
1997-2005	3.5%	2.3%	1.3%	-0.2%
2005-2008	4.3%	3.3%	2.0%	-1.0%
2008-2013	4.0%	2.1%	1.9%	-0.1%
2013-2015	2.9%	2.2%	1.3%	-0.6%

Fuente: Actualización de Corbo y Gonzálz (2014).

Estancamiento secular, causas e implicancias

Políticas para aumentar el crecimiento potencial:

Inversión y aumento de la PTF

- Mejorar el ambiente para la inversión privada y en infraestructura (reducir incertidumbre, regimen tributario, destrabar concesiones), una regulación más eficiente y efectiva de los mercados, incluyendo el laboral.

Empleo y Capital Humano

- Corto plazo:
 - políticas orientadas a aumentar las tasas de participación laboral, en particular de jóvenes y mujeres.
 - Mejorar la capacitación y el aprendizaje en el trabajo, y promover políticas que faciliten el empleo y reduzcan la informalidad.
- Largo plazo:
 - mejora en la calidad de la educación en la base.
 - Una educación de calidad estimula el emprendimiento y la innovación y contribuye también a reducir la desigualdad.