

## De la gran moderación a la gran estanflación

Project Syndicate

Escrito por: Nouriel Roubini<sup>1</sup>

Puede consultar la versión original [aquí](#)

*Durante décadas, la estabilidad global relativa, la gestión sólida de la política económica y la expansión constante del comercio hacia y desde los mercados emergentes se combinaron para mantener bajos los costos. Pero ahora todas estas condiciones han sido anuladas y el mundo se está asentando en un nuevo régimen peligroso y desestabilizador.*

La economía mundial está experimentando un cambio de régimen radical. La Gran Moderación de décadas ha terminado.

Después de la estanflación (alta inflación y severas recesiones) de la década de 1970 y principios de la de 1980, la Gran Moderación se caracterizó por una baja inflación en las economías avanzadas; crecimiento económico relativamente estable y robusto, con recesiones cortas y poco profundas; rendimientos de bonos bajos y decrecientes (y, por lo tanto, rendimientos positivos de los bonos), debido a la caída secular de la inflación; y el fuerte aumento de los valores de los activos de riesgo, como las acciones estadounidenses y mundiales.

Este período prolongado de baja inflación generalmente se explica por el cambio de los bancos centrales a políticas creíbles de metas de inflación después de las políticas monetarias laxas de la década de 1970 y la adherencia de los gobiernos a políticas fiscales relativamente conservadoras (con estímulos significativos solo durante las recesiones). Pero, más importantes que las políticas del lado de la demanda fueron los numerosos shocks de oferta positivos, que aumentaron el crecimiento potencial y redujeron los costos de producción, manteniendo así la inflación bajo control.

Durante la era de hiperglobalización posterior a la Guerra Fría, China, Rusia y otras economías de mercados emergentes se integraron más en la economía mundial, abasteciéndola con bienes, servicios, energía y materias primas de bajo costo. La migración a gran escala del Sur Global al Norte mantuvo un límite en los salarios en las economías avanzadas, las innovaciones tecnológicas redujeron los costos de producción de muchos bienes y servicios, y la estabilidad geopolítica relativa permitió una asignación eficiente de la producción a los lugares menos costosos sin preocupaciones sobre la seguridad de la inversión.

---

<sup>1</sup> profesor emérito de economía de la Stern School of Business de la Universidad de Nueva York, es economista jefe de Atlas Capital Team , director ejecutivo de Roubini Macro Associates , cofundador de TheBoomBust.com y autor de MegaThreats: Ten Dangerous Trends That Imperil Nuestro futuro y cómo sobrevivir a ellos (Little, Brown and Company, octubre de 2022).

Pero la Gran Moderación comenzó a resquebrajarse durante la crisis financiera mundial de 2008 y luego durante la recesión de COVID-19 de 2020. En ambos casos, la inflación inicialmente se mantuvo baja debido a los choques de demanda, y las políticas monetarias, fiscales y crediticias laxas impidieron que se produjera la deflación. factores de oferta.

Por el lado de la oferta, la reacción violenta contra la hiperglobalización ha ido ganando impulso, creando oportunidades para los políticos populistas, nativistas y proteccionistas. La ira pública por las marcadas desigualdades de ingresos y riqueza también se ha ido acumulando, lo que ha llevado a más políticas para apoyar a los trabajadores y a los "dejados atrás". Por muy bien intencionadas que sean, estas políticas ahora están contribuyendo a una peligrosa espiral de inflación de precios y salarios .

Para empeorar las cosas, el renovado proteccionismo (tanto de la izquierda como de la derecha) ha restringido el comercio y el movimiento de capital. Las tensiones políticas (tanto dentro de los países como entre ellos) están impulsando un proceso de relocalización (y "recolocación de amigos "). La resistencia política a la inmigración ha restringido el movimiento global de personas, ejerciendo una presión adicional al alza sobre los salarios. Las consideraciones estratégicas y de seguridad nacional han restringido aún más los flujos de tecnología, datos e información. Y las nuevas normas laborales y medioambientales, por importantes que sean, están obstaculizando tanto el comercio como las nuevas construcciones.

Esta balcanización de la economía global es profundamente estanflacionaria y coincide con el envejecimiento demográfico, no solo en los países desarrollados, sino también en las grandes economías emergentes como China . Debido a que los jóvenes tienden a producir y ahorrar, mientras que las personas mayores gastan sus ahorros, esta tendencia también es estanflacionaria.

Lo mismo ocurre con la agitación geopolítica actual. La guerra de Rusia en Ucrania, y la respuesta de Occidente a ella, ha interrumpido el comercio de energía, alimentos, fertilizantes, metales industriales y otros productos básicos. La disociación occidental de China se está acelerando en todas las dimensiones del comercio (bienes, servicios, capital, mano de obra, tecnología, datos e información). Otros rivales estratégicos de Occidente pronto pueden sumarse a los estragos. Irán cruzando el umbral de las armas nucleares probablemente provocaría ataques militares por parte de Israel o incluso de los Estados Unidos, desencadenando una crisis petrolera masiva; y Corea del Norte sigue agitando regularmente su sable nuclear.

Ahora que el dólar estadounidense se ha armado completamente con fines estratégicos y de seguridad nacional, su posición como principal moneda de reserva mundial puede comenzar a declinar y, por supuesto, un dólar más débil se sumaría a las presiones inflacionarias. Un sistema de comercio mundial sin fricciones requiere un sistema financiero sin fricciones. Pero las sanciones primarias y

secundarias radicales han echado arena en esta máquina bien engrasada, aumentando enormemente los costos de transacción del comercio.

Además de todo, el cambio climático también es estanflacionario . Las sequías, las olas de calor, los huracanes y otros desastres están interrumpiendo cada vez más la actividad económica y amenazando las cosechas (lo que eleva los precios de los alimentos). Al mismo tiempo, las demandas de descarbonización han llevado a una inversión insuficiente en capacidad de combustibles fósiles antes de que la inversión en energías renovables haya llegado al punto en que puedan compensar la diferencia. Por lo tanto, los grandes picos de precios de la energía de hoy eran inevitables.

Las pandemias también serán una amenaza persistente, lo que dará un mayor impulso a las políticas proteccionistas a medida que los países se apresuren a acumular suministros críticos de alimentos, medicamentos y otros bienes esenciales. Después de dos años y medio de COVID-19, ahora tenemos viruela del simio . Y debido a las invasiones humanas de ecosistemas frágiles y al derretimiento del permafrost siberiano , es posible que pronto estemos lidiando con virus y bacterias peligrosos que han estado encerrados durante milenios.

Finalmente, la guerra cibernética sigue siendo una amenaza subestimada para la actividad económica e incluso para la seguridad pública. Las empresas y los gobiernos enfrentarán más interrupciones estanflacionarias en la producción o tendrán que gastar una fortuna en seguridad cibernética. De cualquier manera, los costos aumentarán.

Por el lado de la demanda, las políticas monetarias, fiscales y crediticias laxas y poco convencionales se han convertido no en un error sino en una característica del nuevo régimen. Entre las crecientes existencias actuales de deuda pública y privada (como porcentaje del PIB) y los enormes pasivos no financiados de los sistemas de salud y seguridad social de reparto, tanto el sector público como el privado enfrentan riesgos financieros crecientes. Por lo tanto, los bancos centrales están atrapados en una "trampa de la deuda": cualquier intento de normalizar la política monetaria hará que la carga del servicio de la deuda se dispare, lo que provocará insolvencias masivas, crisis financieras en cascada y consecuencias en la economía real.

Dado que los gobiernos no pueden reducir las altas deudas y los déficits gastando menos o aumentando los ingresos, aquellos que pueden pedir prestado en su propia moneda recurrirán cada vez más al "impuesto de la inflación": confiar en el crecimiento inesperado de los precios para eliminar los pasivos nominales a largo plazo a tasas fijas. .

Por lo tanto, como en la década de 1970, los choques de oferta negativos persistentes y repetidos se combinarán con políticas monetarias, fiscales y crediticias laxas para producir estanflación. Además, los altos índices de endeudamiento crearán las condiciones para crisis de deuda estanflacionarias.

Durante la Gran Estancflación, ambos componentes de cualquier cartera de activos tradicional (bonos a largo plazo y acciones estadounidenses y mundiales) sufrirán, lo que podría provocar pérdidas masivas.