**La inminente crisis de deuda estanflacionaria**

Nouriel Roubini, Junio 30, 2021

En abril advertí que las políticas monetarias y fiscales extremadamente laxas de hoy, combinadas con una cantidad de shocks de oferta negativos, podrían resultar en una estanflación al estilo de los años 1970 (alta inflación de la mano de una recesión). Por cierto, el riesgo hoy es aún mayor que entonces.

Después de todo, los ratios de deuda en las economías avanzadas y en la mayoría de los mercados emergentes eran mucho más bajos en los años 1970, razón por la cual, históricamente, la estanflación no ha estado asociada con las crisis de deuda. En todo caso, una inflación inesperada en los años 1970 aniquiló el valor real de las deudas nominales a tasas fijas, reduciendo así las cargas de deuda pública de muchas economías avanzadas.

Por el contrario, durante la crisis financiera de 2007-08, los altos ratios de deuda (pública y privada) provocaron una crisis de deuda severa –cuando estallaron las burbujas inmobiliarias- pero la recesión consiguiente condujo a una baja inflación, si no directamente a una deflación. Debido a la crisis crediticia, hubo un shock macro para la demanda agregada, mientras que los riesgos hoy están en el lado de la oferta.

Quedamos, así, con lo peor tanto de los años 1970 estanflacionarios como del período 2007-10. Los ratios de deuda son mucho más altos que en los años 1970 y una combinación de políticas económicas laxas y de shocks de oferta negativos amenaza con alimentar la inflación más que la deflación, montando el escenario para la madre de las crisis de deuda estanflacionarias en los próximos años.

Por ahora, las políticas monetarias y fiscales laxas seguirán alimentando burbujas de activos y de crédito, provocando un descarrilamiento en cámara lenta. Las señales de advertencia ya son evidentes en los altos ratios de precios-ganancias de hoy, en las bajas primas de riesgo de las acciones, en los activos inmobiliarios y tecnológicos inflados y en la exuberancia irracional en torno de las empresas de adquisición de propósito especial (SPAC por su sigla en inglés), del sector de las criptomonedas, de la deuda corporativa de alto rendimiento, de las obligaciones crediticias garantizadas, del capital privado, de las acciones meme y de negociaciones diarias minoristas descontroladas. En algún punto, este auge culminará en un momento Minsky (una pérdida repentina de confianza) y políticas monetarias más ajustadas provocarán una caída y un colapso.

Pero, mientras tanto, las mismas políticas laxas que están alimentando las burbujas de activos seguirán accionando la inflación de los precios al consumidor, creando las condiciones para una estanflación cuando lleguen los próximos shocks de oferta negativos. Esos shocks podrían surgir de un renovado proteccionismo, de una población que envejece en las economías avanzadas y emergentes, de restricciones inmigratorias en las economías avanzadas, de la relocalización de la manufactura en regiones de altos costos o de la balcanización de las cadenas de suministro globales.

En términos más generales, el desacople sino-norteamericano amenaza con fragmentar a la economía global en un momento en que el cambio climático y la pandemia del COVID-19 están empujando a los gobiernos nacionales hacia una autonomía más profunda. Si a esto le sumamos el impacto en la producción de los ciberataques cada vez más frecuentes a infraestructura crítica y la violenta reacción social y política contra la desigualdad, la receta para la disrupción macroeconómica está completa.

Para colmo de males, los bancos centrales efectivamente han perdido su independencia, porque no les han dado muchas opciones más que la de monetizar gigantescos déficits fiscales para evitar una crisis de deuda. Ahora que tanto la deuda pública como la privada se han disparado, están en una trampa de deuda. En tanto la inflación aumente en los próximos años, los bancos centrales enfrentarán un dilema. Si empiezan a eliminar gradualmente las políticas poco convencionales y a aumentar las tasas oficiales para combatir la inflación, correrán el riesgo de desatar una gigantesca crisis de deuda y una recesión severa. Pero si mantienen una política monetaria laxa, correrán el riesgo de una inflación de dos dígitos –y de una profunda estanflación cuando aparezca el próximo shock de oferta negativo.

Pero aún en el segundo escenario, los responsables de las políticas no podrían prevenir una crisis de deuda. Si bien la deuda gubernamental nominal a tasa fija en las economías avanzadas puede ser eliminada parcialmente por una inflación inesperada (como sucedió en los años 1970), no sucederá lo mismo con las deudas de mercados emergentes denominadas en moneda extranjera. Muchos de estos gobiernos necesitarían caer en un impago y reestructurar sus deudas.

Al mismo tiempo, las deudas privadas en las economías avanzadas se tornarían insostenibles (como sucedió después de la crisis financiera global) y sus spreads en relación a bonos gubernamentales más seguros se dispararían, desatando una reacción en cadena de impagos. Las corporaciones sumamente apalancadas y sus acreedores imprudentes en la banca en la sombra serían los primeros en caer, seguidos luego por los hogares endeudados y los bancos que los financiaron.

Sin duda, los costos reales de endeudamiento en el largo plazo pueden, en un principio, caer si la inflación aumenta inesperadamente y los bancos centrales siguen detrás de la curva. Pero, con el tiempo, estos costos subirán impulsados por tres factores. Primero, las mayores deudas públicas y privadas ampliarán los spreads de la tasa de interés soberana y privada. Segundo, la creciente inflación y la mayor incertidumbre harán subir las primas de riesgo por inflación. Y, tercero, un creciente índice de miseria –la suma de la inflación y la tasa de desempleo- finalmente exigirá un “Momento Volcker”.

Cuando el ex presidente de la Fed Paul Volcker subió las tasas para enfrentar la inflación en 1980-82, el resultado fue una seria recesión doble en Estados Unidos y una crisis de deuda y una década perdida para América Latina. Pero ahora que los ratios de deuda globales son casi tres veces más altos que a comienzos de los años 1970, cualquier política antiinflacionaria conduciría a una depresión, más que a una recesión severa.

En estas circunstancias, los bancos centrales se verán perjudicados si lo hacen y perjudicados si no lo hacen, y muchos gobiernos serán casi insolventes y por lo tanto incapaces de rescatar a los bancos, las corporaciones y los hogares. El ciclo de fatalidad de los soberanos y los bancos en la eurozona después de la crisis financiera global se repetirá a nivel mundial, succionando a los hogares, las corporaciones y la banca en la sombra también.

Tal como están las cosas, este descarrilamiento en cámara lenta parece inevitable. El reciente giro de la Fed de una postura ultra-prudente a una postura básicamente prudente no cambia nada. La Fed ha estado en una trampa de deuda al menos desde diciembre de 2018, cuando una crisis del mercado bursátil y de crédito la obligó a revertir su endurecimiento de las políticas un año antes de que atacara el COVID-19. Ahora que la inflación está en aumento y que hay shocks estanflacionarios a la vista, hoy está más atrapada aún.

También lo están el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra. La estanflación de los años 1970 pronto se topará con las crisis de deuda del período posterior a 2008. El interrogante no es si esto sucederá, sino cuándo.

**¿La estanflación es inminente?**

Nouriel Roubini, 14 de abril 2021

Existe un creciente debate sobre si la inflación que surgirá en los próximos meses será temporaria, lo que reflejaría una marcada recuperación de la recesión causada por el COVID-19, o persistente, en respuesta a factores de tracción de la demanda y de empuje de los costos.

Varios argumentos apuntan a un aumento secular persistente de la inflación, que se ha mantenido por debajo de la meta anual del 2% de la mayoría de los bancos centrales durante más de una década. El primero sostiene que Estados Unidos ha implementado un estímulo fiscal excesivo para una economía que ya parece estar recuperándose más rápido de lo esperado. Los 1,9 billones de dólares adicionales de gasto aprobados en marzo se sumaron a un paquete de 3 billones de dólares la primavera pasada y a un estímulo de 900.000 millones de dólares en diciembre, mientras que pronto se ejecutará un proyecto de ley de infraestructura de 2 billones de dólares. La respuesta de Estados Unidos a la crisis, por ende, es una orden de magnitud mayor que su respuesta a la crisis financiera global de 2008.

El contraargumento es que este estímulo no desatará una inflación duradera, porque los hogares ahorrarán un porcentaje importante para pagar deudas. Asimismo, las inversiones en infraestructura no sólo harán subir la demanda sino también la oferta, al expandir el stock de capital público en beneficio de la productividad. Pero, por supuesto, aun teniendo en cuenta estas dinámicas, el aumento de los ahorros privados generado por el estímulo implica que habrá cierta liberación inflacionaria de la demanda acumulada.

Un segundo argumento relacionado es que la Reserva Federal de Estados Unidos y otros bancos centrales importantes están siendo excesivamente acomodaticios con políticas que combinan alivio monetario y de crédito. La liquidez ofrecida por los bancos centrales ya ha derivado en una inflación de activos en el corto plazo, e impulsará un crecimiento del crédito y un gasto real inflacionarios en tanto se acelere la reapertura y la recuperación económica.

Algunos dirán que, llegado el momento, los bancos centrales simplemente pueden absorber el exceso de liquidez achicando sus balances y aumentando las tasas de política de cero o niveles negativos. Pero este argumento cada vez se ha vuelto más difícil de digerir.

Los bancos centrales han estado monetizando grandes déficits fiscales en lo que representa “dinero helicóptero” o una aplicación de la Teoría Monetaria Moderna. En un momento en que la deuda pública y privada crece de una base ya alta (425% del PIB en las economías avanzadas y 356% a nivel global), sólo una combinación de tasas de interés de corto y largo plazo bajas puede lograr que las cargas de deuda sigan siendo sostenibles. Una normalización de la política monetaria en este punto haría colapsar los mercados de bonos y de crédito, y luego los mercados bursátiles, provocando una recesión. Los bancos centrales, en efecto, han perdido su independencia.

Aquí, el contraargumento es que cuando las economías alcanzan plena capacidad y pleno empleo, los bancos centrales harán lo que sea necesario para mantener su credibilidad e independencia. La alternativa sería un desanclaje de las expectativas de inflación que destruiría sus reputaciones y daría lugar a un crecimiento de los precios descontrolado.

Un tercer argumento es que la monetización de los déficits fiscales no será inflacionaria; más bien, simplemente impedirá la deflación. Sin embargo, esto supone que la sacudida que afectó a la economía global se asemeje a la del 2008, cuando el colapso de una burbuja de activos creó una crisis de crédito y, por ende, un shock de demanda agregada.

El problema hoy es que estamos recuperándonos de un shock de oferta agregada negativo. Así las cosas, políticas monetarias y fiscales excesivamente laxas podrían, en verdad, derivar en inflación o, peor aún, estanflación (inflación elevada sumada a una recesión). Después de todo, la estanflación de los años 1970 se produjo después de dos shocks de oferta de petróleo negativos luego de la Guerra de Yom Kippur de 1973 y de la Revolución Iraní de 1979.

En el contexto de hoy, necesitaremos preocuparnos por una serie de potenciales shocks de oferta negativos, como amenazas al crecimiento potencial y como posibles factores que hagan subir los costos de producción. Estos incluyen trabas comerciales como la desglobalización y el creciente proteccionismo; cuellos de botella en la oferta post-pandemia; el agravamiento de la guerra fría sino-norteamericana, y la consiguiente balcanización de las cadenas de suministro globales y el traslado de la inversión extranjera directa de una China de bajo costo a zonas de costos más elevados.

Igual de preocupante es la estructura demográfica tanto en las economías avanzadas como emergentes. Justo cuando las personas mayores están impulsando el consumo al gastar sus ahorros, nuevas restricciones a la migración ejercerán mayor presión alcista sobre los costos laborales.

Asimismo, las crecientes desigualdades de ingresos y riqueza implican que la amenaza de un contragolpe populista seguirá en juego. Por un lado, esto podría adoptar la forma de políticas fiscales y regulatorias para respaldar a los trabajadores y a los sindicatos ―una fuente adicional de presión sobre los costos laborales―. Por otro lado, la concentración de poder oligopólico en el sector corporativo también podría resultar inflacionaria, porque fomenta el poder de impulsar precios de los productores. Y, por supuesto, el contragolpe contra las Grandes Tecnológicas y la tecnología muy intensiva en capital y en ahorro de mano de obra podría reducir la innovación en términos más amplios.

Existe un contrarrelato para esta hipótesis estanflacionaria. A pesar del rechazo público, la innovación tecnológica en inteligencia artificial, aprendizaje automático y robótica podría seguir debilitando la mano de obra, y los efectos demográficos podrían estar compensados por edades de retiro más altas (lo que implica una mayor oferta de mano de obra).

De la misma manera, la revocación actual de la globalización puede revertirse en tanto la integración regional se profundice en muchas partes del mundo, y en tanto la tercerización de servicios ofrezca soluciones para los obstáculos a la migración laboral (un programador en India no tiene que trasladarse a Silicon Valley para diseñar una app en Estados Unidos). Finalmente, cualquier reducción en la desigualdad de ingresos simplemente puede militar en contra de una demanda tibia y una estagnación secular deflacionaria, en lugar de ser seriamente inflacionaria.

En el corto plazo, la inactividad en los mercados de productos, mano de obra y materias primas, y en algunos mercados inmobiliarios, impedirá un alza inflacionaria sostenida. Pero en los próximos años, políticas monetarias y fiscales laxas comenzarán a generar una presión inflacionaria ―y llegado el caso estanflacionaria― persistente, debido al surgimiento de shocks de oferta negativos persistentes.

A no equivocarse: el retorno de la inflación tendría serias consecuencias económicas y financieras. Habremos pasado de la “Gran Moderación” a un nuevo período de inestabilidad macro. El mercado alcista secular de bonos finalmente terminaría y los crecientes rendimientos de bonos nominales y reales tornarían insostenibles las deudas de hoy, haciendo colapsar los mercados bursátiles globales. A su debido tiempo, hasta podríamos llegar a ser testigos del retorno del malestar al estilo de los años 1970.

**La burbuja de la COVID**

Nouriel Roubini, 2 de marzo, 2021

La recuperación en forma de K de la economía estadounidense está en marcha. A quienes cuentan con empleos estables de tiempo completo, beneficios y margen financiero les va bien mientras los mercados bursátiles alcanzan nuevos máximos. Los obreros y trabajadores de puestos de servicio con bajo valor agregado desempleados o subempleados —el nuevo «precariado»— están cargados de deudas, con escasa salud financiera y perspectivas económicas cada vez peores.

Estas tendencias indican una creciente desconexión entre la economía financiera y la real. Los nuevos máximos en los mercados de valores no significan nada para la mayoría de la gente: el 50% que ocupa la parte inferior de la distribución de riqueza solo posee el 0,7% del total de los activos en los mercados de acciones, mientras que el 10% superior controla el 87,2%; y el 1% superior, el 51,8%. La riqueza de las 50 personas más ricas equivale a la de las 165 millones de personas más pobres.

La desigualdad aumentó con el ascenso de los gigantes de la tecnología. Se pierden hasta tres puestos de trabajo minoristas por cada uno que crea Amazon y hay una dinámica similar en otros sectores dominados por los gigantes tecnológicos, pero el estrés social y económico actual no es nada nuevo. Durante décadas los trabajadores en apuros no pudieron seguir el ritmo de sus vecinos debido al estancamiento del ingreso medio real (ajustado por inflación) y el aumento del costo de vida y las expectativas de gasto.

Durante décadas la «solución» para este problema fue «democratizar» las finanzas, para que los hogares pobres y en dificultades pudieran tomar más préstamos, comprar casas que no podían permitirse y luego usarlas como cajeros automáticos. Esta expansión del crédito para los consumidores —hipotecas y otros tipos de deuda— terminaron en una burbuja que desembocó en la crisis financiera de 2008, cuando millones de personas perdieron sus empleos, hogares y ahorros.

Los mismos milenials que fueron engañados hace más de una década vuelven a ser embaucados ahora. A los trabajadores por encargo, a tiempo parcial o con «empleos» por cuenta propia les están ofreciendo una nueva soga con la cual colgarse, llamada «democratización financiera». Millones de personas abrieron cuentas en Robinhood y otras aplicaciones de inversión, donde pueden apalancar sus escasos ahorros e ingresos varias veces para especular con acciones que no valen nada.

La reciente narrativa de GameStop, que presenta a un frente unido de pequeños especuladores a muy corto plazo en pugna con los malignos fondos de cobertura y sus operaciones de venta en corto, oculta la inquietante realidad de que una cohorte de personas sin esperanzas, empleo ni habilidades —y tapadas de deudas— están siendo explotadas una vez más. A muchos los convencieron de que el éxito financiero no depende de un buen empleo, el trabajo duro, y el ahorro y la inversión pacientes, sino de esquemas para obtener riquezas rápidamente y de apuestas por activos que carecen de valor inherente, como las criptomonedas (o «mierdamonedas», como prefiero llamarlas).

No lo duden, el meme populista según el cual un ejército de Davides milenials derrotan al Goliat de Wall Street es simplemente un nuevo esquema que permite desplumar a inversores aficionados que no tienen ni idea. Como en 2008, el resultado inevitable será otra burbuja de activos. La diferencia es que, esta vez, los inconscientes miembros populistas del Congreso se han dedicado a vituperar a los intermediarios financieros por no permitir que los vulnerables puedan apalancarse aún más.

Para empeorar aún más las cosas, los mercados han comenzado a preocuparse por el experimento masivo de monetización del déficit presupuestario que están llevando a cabo la Reserva Federal estadounidense y el Departamento del Tesoro a través de una flexibilización cuantitativa (una especie de teoría monetaria moderna, también descrita como «arrojar dinero desde helicópteros»). Un creciente coro de críticos advierte que este enfoque podría recalentar la economía y obligar a la Fed a elevar las tasas de interés antes de lo esperado. Los rendimientos nominales y reales de los bonos ya están subiendo y esto ha sacudido a los activos más riesgosos, como las acciones. Por la preocupación de lo que implicaría una reacción desmedida o «rabieta» ante la reducción gradual de la flexibilización cuantitativa por la Fed, la recuperación que supuestamente sería buena para los mercados ahora se está convirtiendo en una corrección del mercado.

Mientras tanto, los demócratas en el Congreso avanzan con un paquete de rescate de USD 1,9 billones que incluirá asistencia directa adicional para los hogares, pero como ya millones de personas están atrasadas en sus pagos de alquileres y servicios públicos, y entraron en moratorias por sus hipotecas, tarjetas de crédito y otros préstamos, una parte significativa de esos desembolsos se destinará al pago de las deudas y al ahorro (probablemente solo un tercio del estímulo probablemente se vuelque al gasto).

Esto implica que los efectos del paquete sobre el crecimiento, la inflación y el rendimiento de los bonos serán menores a lo esperado y —como los ahorros adicionales terminarán redirigiéndose hacia la compra de bonos— lo que debía ser el rescate de los hogares en dificultades en realidad se convertirá en un rescate para los bancos y otros prestamistas.

Ciertamente, es posible que se produzca inflación si los efectos de los déficits fiscales monetizados se combinan con shocks negativos sobre la oferta para generar estanflación. El riesgo de esos impactos aumentó debido a la guerra fría chino-americana, que amenaza con disparar un proceso de desglobalización y balcanización económica a medida que los países buscan un renovado proteccionismo y la repatriación de sus inversiones y operaciones manufactureras, pero esa es una historia para el mediano plazo, no para 2021.

En lo que se refiere a este año, todavía es posible que el crecimiento quede por debajo de las expectativas. Siguen apareciendo nuevas variantes del coronavirus,que generan preocupación porque tal vez las vacunas existentes no sean suficientes para poner fin a la pandemia. Los reiterados ciclos de alternación rápida de medidas de expansión y contracción socavan la confianza, y la presión política para reabrir la economía antes de que se logre contener al virus seguirá en aumento. Muchas empresas pequeñas y medianas siguen en riesgo de quiebra y demasiada gente enfrenta la perspectiva del desempleo de largo plazo. La lista de patologías que afectan a la economía es larga e incluye una creciente desigualdad, el desapalancamiento de las empresas y de los trabajadores agobiados por deudas, y riesgos políticos y geopolíticos.

Los mercados de activos siguen inflados —si es que no estamos hablando directamente de burbujas— porque están siendo alimentados por políticas monetarias superacomodaticias. Pero la relación precio/beneficios está en niveles tan elevados como los de las burbujas que precedieron a las crisis de 1929 y 2000. Entre un apalancamiento cada vez mayor y la posibilidad de burbujas en las empresas con propósitos especiales de adquisición, las acciones de las empresas tecnológicas y las criptomonedas, la mercadomanía actual ofrece más que suficientes motivos de preocupación.

Con estas circunstancias a la Fed probablemente le preocupe que los mercados se desplomen instantáneamente si deja de financiar la fiesta. Y como el aumento de la deuda pública y privada evita una eventual normalización monetaria, la perspectiva de la estanflación en el mediano plazo —y de una caída brusca de los mercados de activos y las economías— sigue en aumento.