

NOTA DE PRENSA DEL CAPÍTULO 3: PANORAMA DE LAS TASAS DE INTERÉS REALES
Perspectivas de la economía mundial, abril de 2014

Preparada por Davide Furceri y Andrea Pescatori (jefe del equipo)

Observaciones fundamentales

- Se prevé que en todo el mundo las tasas de interés reales aumentarán a mediano plazo en consonancia con la normalización de la situación económica mundial, revirtiendo la caída en los niveles negativos que experimentaron tras la crisis financiera internacional.
- Pero resulta improbable que se produzca un retorno a tasas reales altas. Se prevé que el aumento desde los niveles actuales será moderado, porque los factores que en mayor medida han contribuido al bajo nivel de dichas tasas en estos últimos años probablemente no habrán de revertirse de manera sustancial:
 - *Cambios en el ahorro:* Se prevé que el gran aumento de la tasa de ahorro registrado en las economías de mercados emergentes entre 2000 y 2007 se revertirá solo parcialmente, lo que significa que habrá tan solo un alza moderada de las tasas reales.
 - *Cambios en las carteras:* El aumento de la demanda de activos seguros observado desde los años 2000, que en gran medida refleja el incremento del riesgo de las acciones en relación con los bonos y una mayor acumulación de reservas en las economías de mercados emergentes, no tenderá a revertirse a menos que haya una modificación importante e imprevista de las políticas.
 - *Cambios en la inversión:* La disminución de las tasas de inversión en las economías avanzadas resultante de la crisis financiera mundial tenderá a persistir.
- La continuación de tasas reales bajas permitirá a los prestatarios reducir su coeficiente de endeudamiento, pero también planteará nuevos desafíos para las políticas públicas. Dado el marco de política monetaria actualmente vigente, el entorno previsto de bajas tasas reales implica que el límite inferior cero puede resurgir como una restricción para dicha política en el supuesto de que se materialicen los riesgos de un crecimiento muy bajo en las economías avanzadas.

En todo el mundo, las tasas de interés reales han caído sustancialmente desde la década de 1980 y se encuentran hoy en niveles ligeramente negativos. La tasa de interés real mundial a diez años, un promedio ponderado de las tasas de interés reales de activos

seguros en los diversos países, se ha reducido desde un promedio de 5½% en los años ochenta a 3½% en los años noventa, a 2% entre 2001 y 2008 y a niveles ligeramente negativos en 2012 (gráfico 1). El costo del capital también ha caído, pero lo ha hecho en menor medida porque la rentabilidad requerida del capital propio ha aumentado desde 2000.

A mediano plazo, es probable que las tasas de interés reales y el costo del capital aumenten solo *moderadamente* desde sus niveles actuales. La razón es en parte cíclica: las tasas reales extremadamente bajas vigentes en los últimos años reflejan grandes brechas negativas del producto en las economías avanzadas. El análisis realizado en este capítulo, sin embargo, señala que las tasas reales y el costo del capital tenderán a permanecer relativamente bajos aun cuando finalmente se cierren tales brechas.

No hay motivos contundentes para prever que las tasas de interés reales a largo plazo regresarán rápidamente al nivel promedio del 2% observado a mediados de la década de 2000. La razón principal es que los factores que más han contribuido a la caída de las tasas reales en estos últimos años probablemente no se revertirán de manera sustancial en el mediano plazo (las conclusiones se refieren en este caso a la tasa libre de riesgo):

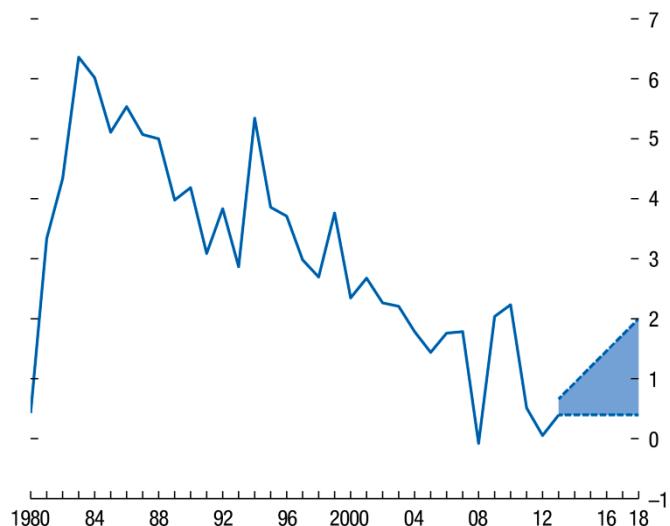
- **Cambios en el ahorro:** El aumento sostenido que registró el crecimiento del ingreso en las economías de mercados emergentes durante el período 2000–07 dio lugar a tasas de ahorro sustancialmente más elevadas en esos países, especialmente en China (gráfico 2). En el mediano plazo, el crecimiento en las economías de mercados emergentes será menor que el observado durante los años previos a la crisis, y se proyecta que esto determinará un nivel algo más bajo de las tasas de ahorro. Según indica la evidencia relativa a variaciones anteriores en el nivel de ahorro, la magnitud del efecto consiguiente en las tasas reales tenderá a ser moderada.
- **Cambios en las carteras:** Más de la mitad de la reducción que registraron las tasas reales en el primer decenio de los años 2000 puede atribuirse a un aumento de la demanda relativa de bonos. Ese desplazamiento refleja un incremento del riesgo de las acciones así como de la demanda de activos seguros por parte de las economías de mercados emergentes debido a una mayor acumulación de reservas oficiales de divisas (gráfico 2). Es improbable que tal modificación se revierta a menos que haya un cambio importante e imprevisto de las políticas: si bien una regulación financiera más firme seguirá impulsando la demanda de activos seguros, una reducción tanto del ahorro en las economías de mercados emergentes como del ritmo de acumulación de reservas oficiales operaría en la dirección contraria, aunque probablemente el efecto neto será pequeño.
- **Cambios en la inversión:** Las cicatrices que dejó la crisis financiera mundial han provocado una caída aguda y persistente de la inversión en las economías

avanzadas, la cual ha contribuido significativamente a la reciente disminución de las tasas de interés. El efecto en el ahorro ha sido más atenuado. Las observaciones expuestas en el capítulo indican que es improbable que la relación inversión/PIB de muchas economías avanzadas vuelva a los niveles anteriores a la crisis en los próximos cinco años (gráfico 3).

La perspectiva de que las tasas de interés reales permanezcan bajas plantea nuevos desafíos en materia de políticas.

- **Las tasas reales bajas permiten a los prestatarios reducir sus coeficientes de endeudamiento. De hecho, sería menos difícil lograr la sostenibilidad fiscal.** Los resultados presentados en el capítulo muestran que si las tasas reales permanecieran en torno al 1,5% —alrededor de 1 punto porcentual por debajo de la proyección formulada en el informe WEO de octubre de 2013— la economía avanzada promedio podría alcanzar las mismas metas de endeudamiento con una reducción del coeficiente de superávit primario respecto del PIB en torno a 0,8 punto porcentual por año, de mantenerse sin cambios todas las demás variables.
- **En un escenario de tasas reales bajas, un aumento de la inversión pública puede no generar un aumento de la deuda pública en el mediano plazo.** Si se prevé que las tasas reales se mantendrán cercanas o inferiores a las tasas de crecimiento del PIB real durante un tiempo prolongado, algunos incrementos del gasto público financiado mediante deuda, especialmente la inversión pública, quizás no hagan crecer la deuda pública en el mediano plazo.
- **Un período continuado de bajas tasas reales de interés podría significar que la tasa neutra de política monetaria será menor de lo que fue en los años noventa o a principios de los años 2000.** También podría elevar la probabilidad de que la tasa de interés nominal llegue al límite inferior cero si ocurren shocks adversos que afecten la demanda en un contexto de metas de inflación en torno al 2%. Esto, a su vez, podría tener consecuencias para un marco apropiado de política monetaria.
- **Por último, los ahorristas podrían verse perjudicados, y la continuación de bajas tasas de interés puede inducir a las instituciones financieras a buscar rendimientos más altos asumiendo más riesgos.** Esto, a su vez, puede potenciar los riesgos sistémicos del sector financiero y poner de relieve la importancia de una supervisión macro y microprudencial adecuada para mantener la estabilidad financiera.

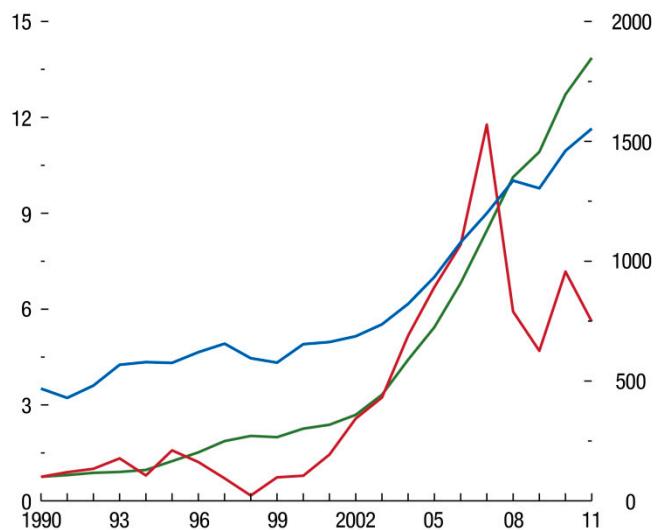
Gráfico 1. Tasa de interés real mundial a largo plazo
(Porcentaje anual)



Fuentes: Banco Mundial, base de datos World Development Indicators; Bloomberg, L.P.; Haver Analytic; FMI, base de datos International Financial Statistics; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 2. Exceso de ahorro y cambios en las carteras

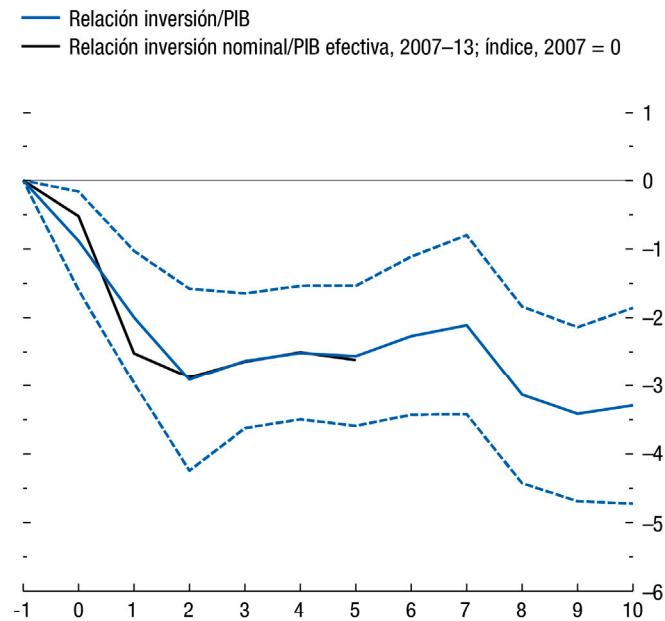
- Ahorro bruto de las EME como porcentaje del PIB mundial (escala izquierda)
- Variación de las reservas de divisas en las EME (índice, 1990 = 100; escala derecha)
- Tenencias oficiales extranjeras de títulos públicos de Estados Unidos (índice, 1990 = 100; escala derecha)



Fuentes: Beltrán *et al.* (2013), y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: EME = economías de mercados emergentes.

Gráfico 3. Efecto de las crisis financieras en la inversión en las economías avanzadas



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: La línea continua azul (roja) denota el efecto estimado; las líneas punteadas azules (rojas) denotan bandas de confianza de 90%, y la línea negra denota la evolución de la relación inversión/PIB en las economías avanzadas desde 2007 a 2013. Las unidades del eje horizontal son años; $t = 0$ denota el año de la crisis financiera.

NOTA DE PRENSA DEL CAPÍTULO 4: CONDICIONES EXTERNAS Y CRECIMIENTO EN LOS MERCADOS EMERGENTES ANTES, DURANTE Y DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL
Perspectivas de la economía mundial, abril de 2014

Preparada por Aseel Almansour, Aqib Aslam, John Bluedorn y Rupa Duttagupta (jefa del equipo), con el apoyo de Gavin Asdorian y Shan Chen

Observaciones fundamentales

Los mercados emergentes se enfrentan al desafío de un entorno externo que es menos favorable para el crecimiento que en el período previo a la crisis. Además, en muchos países el crecimiento también ha disminuido en años recientes debido a factores internos. Las autoridades tienen que comprender mejor estos factores para garantizar la capacidad de recuperación del crecimiento a pesar de la coyuntura externa.

Los factores externos —demanda externa y condiciones de financiamiento y términos de intercambio— explican casi la mitad de la varianza del crecimiento en los mercados emergentes.

- Un aumento de 1 punto porcentual del crecimiento en Estados Unidos eleva el crecimiento en los mercados emergentes 0,3 puntos porcentuales en el momento de impacto, y el efecto acumulado sigue siendo positivo más allá de los dos años posteriores a este impacto, pese al aumento concomitante de las tasas en Estados Unidos.
- Un aumento de 100 puntos básicos en el rendimiento de los bonos soberanos de los mercados emergentes (EMBI) reduce el crecimiento en esos mercados $\frac{1}{4}$ punto porcentual.
- En el grupo de los mercados emergentes, un aumento de 1 punto porcentual del crecimiento en China se traduce en un aumento inmediato del crecimiento en otros mercados emergentes equivalente a 0,1 puntos porcentuales. El efecto positivo se potencia con el tiempo a medida que siguen mejorando los términos de intercambio de los mercados emergentes.

Por lo menos la mitad de las fluctuaciones cíclicas del crecimiento en los mercados emergentes durante los últimos 15 años son atribuibles a factores externos, pero con diferencias a lo largo del tiempo y entre países.

- Estos factores fueron los que más incidieron en la merma del crecimiento en los mercados emergentes a comienzos de la década de 2000 y en 2008–09, dado el lastre que supuso la reducción de la demanda externa durante las dos recesiones de las economías avanzadas.
- En cambio, los factores internos tuvieron una incidencia más predominante en el fuerte repunte del crecimiento en los mercados emergentes en 2006–07, aunque los factores externos también ayudaron dados los elevados precios de las materias primas y el bajo rendimiento del EMBI.

Observaciones fundamentales (continuación)

- En los últimos dos años, los factores internos en algunos mercados emergentes han mantenido el crecimiento persistentemente por debajo del nivel que cabría esperar dada la actual coyuntura externa.

A diferencia del entorno externo favorable que reinaba antes de la crisis, durante los próximos años los mercados emergentes tendrán que hacer frente a condiciones menos propicias para el crecimiento.

- Por un lado, el crecimiento en los mercados emergentes estará apoyado por un mayor crecimiento en las economías avanzadas.
- Por otro lado, la desaceleración prevista en China y las condiciones de financiamiento externo algo más restrictivas frenarán el crecimiento en los mercados emergentes.

Casi la mitad de la varianza del crecimiento en los mercados emergentes es atribuible a factores externos, como el crecimiento en las economías avanzadas, las condiciones de financiamiento externo representadas por los rendimientos de los bonos soberanos de los mercados emergentes (EMBI) y el crecimiento de los términos de intercambio de los mercados emergentes. Sin embargo, no todos los mercados emergentes son iguales, y los factores externos tienen una menor incidencia en las economías relativamente grandes o menos abiertas, como China e India. A lo largo de los últimos 15 años, el crecimiento en China de hecho se ha convertido en un importante factor que contribuye al crecimiento en otros mercados emergentes.

El crecimiento en los mercados emergentes se ve estimulado por un aumento del crecimiento en las economías avanzadas pese al aumento concomitante de las tasas de interés mundiales. Un aumento de 1 punto porcentual del crecimiento en Estados Unidos eleva el crecimiento en los mercados emergentes 0,3 puntos porcentuales en el momento de impacto. El efecto acumulado sigue siendo positivo incluso dos años después. El aumento del crecimiento en Estados Unidos eleva la tasa de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años 25 puntos básicos al cabo de un año y 65 puntos básicos al cabo de dos años.

Las condiciones de financiamiento externo más restrictivas que no están vinculadas a una recuperación en las economías avanzadas perjudican el crecimiento en los mercados emergentes. Un aumento de 100 puntos porcentuales en el rendimiento compuesto del EMBI reduce el crecimiento en los mercados emergentes $\frac{1}{4}$ de punto porcentual en el momento de impacto. Los efectos negativos perdurarán más de uno a dos años. Una mayor prima de riesgo de los bonos empresariales de Estados Unidos también tiene efectos negativos en el crecimiento en los mercados emergentes.

En el grupo de los mercados emergentes, el crecimiento en China estimula el crecimiento en otros mercados emergentes. Un aumento de 1 punto porcentual del crecimiento en China eleva 0,1 puntos porcentuales el crecimiento en los mercados emergentes en el momento de impacto. El efecto aumenta con el tiempo, a medida que los términos de intercambio de los mercados emergentes absorben el estímulo.

Un aumento en los términos de intercambio de los mercados emergentes no relacionado con la demanda externa tiene un pequeño efecto positivo en el crecimiento de los mercados emergentes, que dura aproximadamente un año. Este efecto relativamente limitado se debe al hecho de que estas variaciones de los términos de intercambio pueden obedecer a shocks de la oferta.

En los últimos 15 años, las condiciones externas a menudo han determinado las fluctuaciones cíclicas en el crecimiento de los mercados emergentes, pero con diferencias a lo largo del tiempo y entre países.

- Como se observa en el gráfico 1, los factores externos a menudo han contribuido más que los factores internos para explicar las desviaciones del crecimiento en los mercados emergentes con respecto a los promedios estimados durante 1998–2013. En particular, la marcada disminución del crecimiento en los mercados emergentes durante la crisis financiera mundial y durante la recesión en las economías avanzadas a comienzos de la década del 2000 es atribuible en gran medida a factores externos.
- En cambio, los factores internos explican la mayor parte del repunte de del crecimiento en los mercados emergentes antes de la Gran Recesión, aunque el entorno externo también contribuyó. De hecho, el estímulo al crecimiento en los mercados emergentes a mediados de la década de 2000 probablemente fue resultado de la mayoría de los factores externos, en vista del crecimiento relativamente vigoroso en las economías avanzadas, los beneficiosos términos de intercambio en los mercados emergentes y las condiciones de financiamiento favorables en los mercados emergentes.
- El crecimiento en China también incidió mucho en el crecimiento de otros mercados emergentes. El repunte del crecimiento en China durante la Gran Recesión, que estuvo impulsado por un fuerte estímulo, proporcionó un amortiguador para el crecimiento en otros mercados emergentes. Esta situación ha dado un vuelco últimamente con la desaceleración del crecimiento en China.

En el futuro, es posible que los mercados emergentes tengan que hacer frente a un entorno menos propicio para el crecimiento.

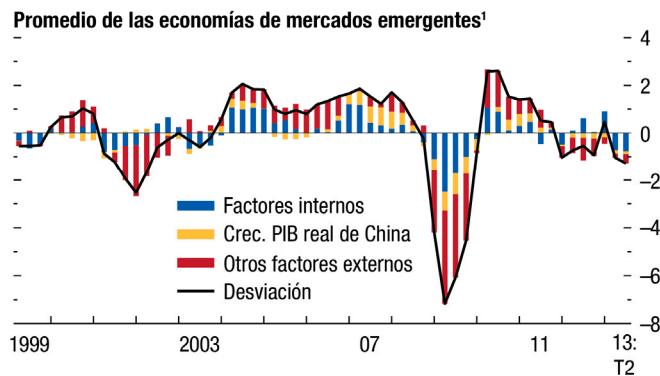
- A diferencia de lo que sucedió en el período previo a la crisis financiera mundial, en el futuro no todos los factores externos apoyarán el crecimiento en los mercados emergentes. Si bien el crecimiento en las economías avanzadas cobrará impulso, las condiciones de financiamiento externo y los términos de intercambio de los mercados emergentes serán menos favorables. Por otro lado, el ritmo de crecimiento en China se tornará más sostenible pero a la vez más lento, y esto será un lastre temporal para otros mercados emergentes.

- Además, en muchos mercados emergentes, excluido China, los factores internos han venido provocando una disminución del crecimiento por debajo del nivel que sería de esperar en función de las actuales condiciones externas (gráfico 2). La persistencia de estos factores hace pensar que el crecimiento tendencial probablemente también se verá afectado.

Las autoridades tienen que estudiar a fondo estos factores internos y evaluar si hay medidas que se podrían tomar para reactivar el crecimiento sin generar desequilibrios macroeconómicos.

Gráfico 1. Descomposiciones históricas del crecimiento del PIB real con China como factor externo explícito
(Puntos porcentuales)

China ha sido un importante contrapeso de otros factores externos que determinan la evolución del crecimiento en los mercados emergentes. Durante la crisis financiera mundial, la expansión de China proporcionó un amortiguador para el crecimiento de los mercados emergentes, pero la reciente desaceleración en ese país ha moderado el crecimiento de los mercados emergentes.



Fuentes: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Véanse más detalles en el gráfico 4.8 del capítulo 4 del informe WEO de abril de 2014.

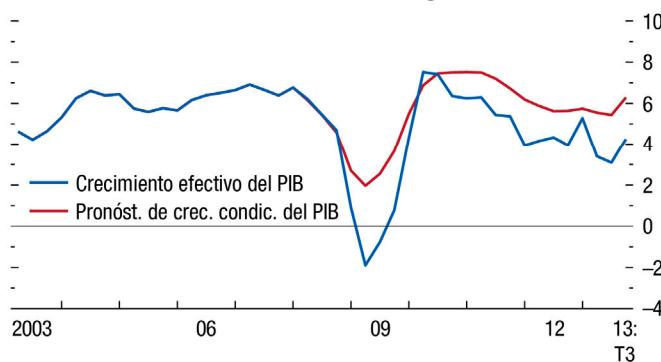
¹Promedio de todas las economías de la muestra, excluidos Argentina, China, Rusia y Venezuela.

Gráfico 2. Pronósticos de crecimiento ajenos a la muestra condicionados por factores externos

(Porcentaje)

En muchas de las principales economías de mercados emergentes, los factores internos han venido provocando una disminución del crecimiento reciente, llevándolo por debajo del nivel que cabría esperar en función de las condiciones externas. La persistencia de estos factores hace pensar que el crecimiento tendencial probablemente también se verá afectado.

Promedio de las economías de mercados emergentes



Fuentes: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Promedio de los pronósticos de crecimiento del PIB condicionados por dos especificaciones alternativas de toda la muestra de economías de mercados emergentes, excluidos Argentina, China, Rusia y Venezuela. Véanse más detalles en el gráfico 4.12 del capítulo 4 del informe WEO de abril de 2014.