

NOTA DE PRENSA DEL CAPÍTULO 3:

MEDIDAS FRENTE AL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES *Perspectivas de la economía mundial, abril de 2012*

Preparada por Daniel Leigh (jefe del equipo), Deniz Igan,
John Simon y Petia Topalova

Observaciones fundamentales

- **En muchas economías los hogares están haciendo frente a la pesada carga de su endeudamiento tras la caída de los precios de los activos desde la Gran Recesión. En este capítulo se analiza cómo incide la deuda de los hogares en el período posterior a los colapsos del mercado inmobiliario y cómo las políticas del gobierno pueden mitigar los costos económicos.**
- **Los colapsos del mercado inmobiliario y las recesiones tienden a ser más graves y a durar más tiempo cuando les precede una mayor acumulación de deuda de los hogares. La atonía económica se debe a la combinación del descenso de los precios inmobiliarios y el sobreendeudamiento resultante de la acumulación de deuda antes del colapso.**
- **Las políticas macroeconómicas —concretamente, el relajamiento de la política monetaria y las transferencias fiscales a través de redes de protección social— son cruciales para evitar contracciones excesivas de la actividad económica durante estos colapsos. Sin embargo, las políticas macroeconómicas tienen sus limitaciones.**
- **Se puede mitigar la incidencia negativa del desapalancamiento de los hogares en la actividad económica a través de políticas gubernamentales audaces y bien diseñadas, que estén centradas en reducir el nivel de la deuda y del servicio de la deuda de los hogares, con un costo fiscal limitado.**

En muchas economías los hogares están haciendo frente a la pesada carga de la deuda que acumularon antes de la Gran Recesión. En los cinco años previos a 2007, la relación entre la deuda y el ingreso de los hogares alcanzó máximos históricos tanto en las economías avanzadas como en algunas economías de mercados emergentes. El hecho de que al mismo tiempo los precios de los activos experimentaran un auge —por ejemplo, en España, Estados Unidos, Irlanda, Islandia y el Reino Unido— significó que la relación entre la deuda y los activos de los hogares se mantuviera estable en términos generales, ocultando la exposición cada vez mayor de los hogares a un descenso brusco de los precios de los activos. Al bajar los precios inmobiliarios, la riqueza de muchos hogares se redujo en relación con su nivel de

deuda; y al disminuir su ingreso, a esos hogares les resultó más difícil cumplir con los pagos de las hipotecas. El incumplimiento de pago de los hogares, las ejecuciones hipotecarias y las ventas forzosas son ahora fenómenos endémicos en varias economías.

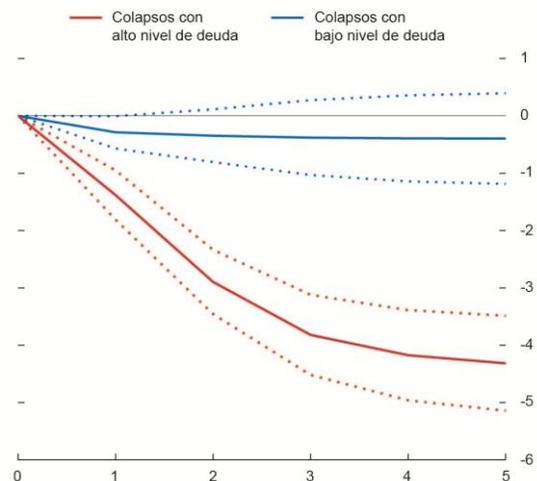
¿Cómo inciden estas circunstancias en la evolución de la economía? Según estudios sobre economías avanzadas realizados en los últimos 30 años, los colapsos del mercado inmobiliario y las recesiones tienden a ser más graves y a durar más tiempo cuando les precede una mayor acumulación de deuda de los hogares. El consumo de los hogares y el PIB real se contraen más, el desempleo aumenta más, el desapalancamiento de los hogares —ya sea por pago o por incumplimiento de las deudas— es más pronunciado, y la desaceleración de la actividad económica dura por lo menos cinco años. La mayor contracción de la actividad tras estos colapsos es demasiado grande como para que sea atribuible únicamente a las mayores reducciones de los precios inmobiliarios. Y tampoco se debe exclusivamente a las crisis bancarias. Más bien, lo que explica la gravedad de la contracción es la combinación del descenso de los precios de los inmuebles con el aumento del apalancamiento previo al colapso. Estos hechos estilizados son coherentes con las predicciones de modelos teóricos recientes en los que la deuda y el desapalancamiento de los hogares provocan desaceleraciones profundas y prolongadas.

¿Qué pueden hacer los gobiernos para apoyar el crecimiento cuando la deuda de los hogares se convierte en un problema? Nuestro análisis de varios episodios históricos y actuales de desapalancamiento de los hogares indica que las políticas macroeconómicas son una herramienta crucial para evitar contracciones excesivas de la actividad económica durante ese tipo de episodios. Por ejemplo, las transferencias del gobierno a los hogares desempleados a través de una red de protección social pueden apuntalar sus ingresos y reforzar su capacidad de servicio de la deuda, como sucedió en las economías escandinavas en los años noventa. El relajamiento de la política monetaria puede reducir rápidamente los pagos de las hipotecas, particularmente si las hipotecas tienen tasas de interés variables. El apoyo al sector financiero puede mitigar el riesgo de que la tensión en los balances de los hogares afecte la disposición de los bancos a ofrecer crédito. No obstante, el estímulo macroeconómico tiene sus limitaciones. El límite cero de las tasas de interés nominales puede impedir que se efectúen recortes

Consumo de los hogares durante colapsos del mercado inmobiliario

(Porcentaje)

La reducción del gasto real de los hogares es más profunda durante los colapsos del mercado inmobiliario que están precedidos de mayores acumulaciones de deuda de los hogares.



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las unidades del eje de la abscisa son años, donde $t = 0$ denota el año del colapso del mercado inmobiliario. Las líneas punteadas indican bandas de 1 error estándar. Los colapsos con alto y bajo nivel de deuda se definen, respectivamente, según se sitúen por encima o por debajo de la mediana del aumento de la relación deuda/ingreso de los hogares en los tres años previos al colapso.

suficientes de las tasas, y un alto nivel de deuda pública puede restringir el alcance de las transferencias fiscales.

La aplicación de políticas focalizadas para la reestructuración de la deuda de los hogares puede aportar importantes ventajas. Los programas audaces y de gran alcance, como el de Estados Unidos en los años treinta y el de Islandia en la actualidad, pueden reducir significativamente el número de incumplimientos de los hogares y ejecuciones hipotecarias y aliviar sustancialmente la carga de reembolso de la deuda, a un costo fiscal relativamente bajo. Así, estos programas ayudan a evitar ciclos en los que el descenso de los precios de la vivienda y la contracción de la demanda agregada se refuerzan mutuamente. Sin embargo, el éxito de estos programas depende de que su diseño sea adecuado. Los criterios de participación demasiado restrictivos y los incentivos mal estructurados pueden limitar la eficacia de los programas. Y a la inversa, los programas demasiado amplios pueden tener graves efectos colaterales y socavar la salud del sector financiero.

NOTA DE PRENSA DEL CAPÍTULO 4:
LAS FLUCTUACIONES DE PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS
Y LOS PAÍSES EXPORTADORES DE MATERIAS PRIMAS
Perspectivas de la economía mundial, abril de 2012

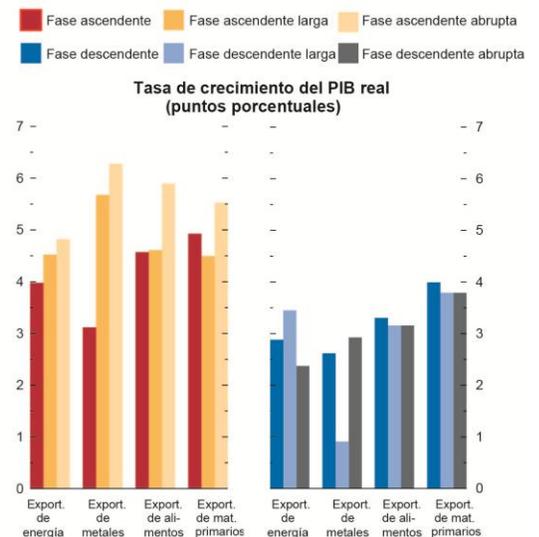
Preparada por
John Bluedorn, Rupa Duttagupta (jefa del equipo), Andrea Pescatori y Stephen Snudden

Observaciones fundamentales

- Los países exportadores de materias primas se han beneficiado del alza que han experimentado los precios de las materias primas durante la última década, y han dado muestras de su resistencia ante la debilidad reciente de la economía mundial. Sin embargo, como los riesgos a la baja siguen siendo agudos, las perspectivas a corto plazo para los exportadores de materias primas son un motivo de inquietud. ¿Qué políticas deben aplicar estos países si los precios permanecen al mismo nivel o retroceden?
- Los países exportadores de materias primas son vulnerables a los ciclos de precios de las materias primas. En particular, una caída (alza) repentina de la actividad mundial hace bajar (subir) significativamente los precios de las materias primas y el PIB y el saldo externo de los países exportadores.
- Los exportadores deben ahorrar los ingresos fiscales extraordinarios percibidos durante las fases ascendentes de los precios de las materias primas, y desahorrar durante las fases descendentes para estabilizar la economía. Sin embargo, si el nivel de ingresos se mantiene alto, el mejor uso que se les puede dar es incrementar la inversión pública y recortar los impuestos, aumentando el producto y el bienestar a largo plazo.
- ¿Qué deben hacer los exportadores de materias primas para prepararse, en vista de la incertidumbre que rodea actualmente a las perspectivas de los precios de las materias primas y de los riesgos a la baja para el crecimiento mundial? Una alternativa sensata es afianzar la capacidad institucional para incorporar información nueva sobre la persistencia de los precios de las materias primas y, al mismo tiempo, establecer reservas fiscales para hacer frente a shocks pasajeros.

¿A qué riesgos se encuentran actualmente expuestos los exportadores de materias primas, dada la confluencia de una economía mundial débil y un nivel persistentemente elevado de precios de las materias primas? Este capítulo documenta que el desempeño económico de los países

Desempeño macroeconómico de los países exportadores de materias primas durante fluctuaciones de precios de las materias primas

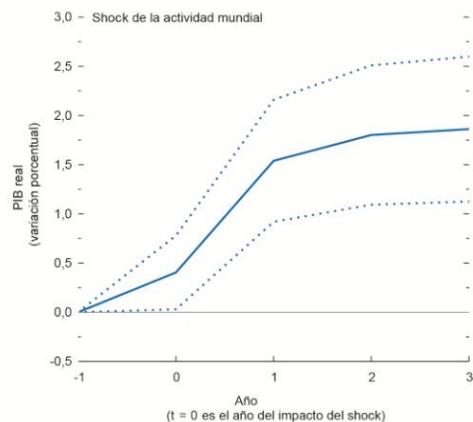


exportadores —medido según el crecimiento del crédito y del PIB real y los saldos externos y fiscales— sigue estrechamente vinculado a las fluctuaciones de precios de las materias primas, y se fortalece cuando los precios suben y se deteriora cuando bajan. Una fase descendente típica de los precios de la energía y los metales dura 2 a 3 años, con una disminución del precio real de 40% a 50% del máximo al mínimo. Esto puede acarrear una reducción del crecimiento del PIB real de $\frac{1}{2}$ a 1 punto porcentual en la fase descendente respecto de la ascendente. La diferencia del desempeño económico de acuerdo con las fluctuaciones de precios de las materias primas es más marcada cuando los ciclos de precios son más pronunciados o duran más de lo acostumbrado.

¿Qué efectos tendría en los exportadores una caída repentina de precios de las materias primas causada por el empeoramiento de las condiciones económicas mundiales?

Las variaciones de precios de las materias primas impulsadas por la actividad mundial tienen efectos significativos para el desempeño económico de los países exportadores. Los efectos más pronunciados se observan en el caso de los exportadores de petróleo crudo. Un shock de la actividad mundial anual que hace subir el precio real del petróleo alrededor de 12% incrementa el PIB real de los exportadores de petróleo 0,4% en el momento del impacto y cerca de 2% tres años después.

Efectos de las variaciones de los precios reales del petróleo en los países exportadores netos de petróleo



En general, lo óptimo ante fluctuaciones pasajeras de precios de las materias primas es una respuesta fiscal anticíclica, aunque existen factores multilaterales que pueden matizar esta recomendación. Los exportadores deben ahorrar los ingresos adicionales generados por las materias primas durante las fases ascendentes —más allá de que estén impulsadas por la demanda o la oferta— y usarlos durante las fases descendentes para suavizar la volatilidad. Esta orientación de la política tiene un máximo de eficacia cuando los niveles de deuda pública neta son bajos y la política monetaria funciona con metas de inflación y un tipo de cambio flexible, lo cual ayuda a reducir la volatilidad de la inflación. Sin embargo, si no es posible neutralizar los shocks de producción externos que impulsan los precios de las materias primas, una perspectiva multilateral o la necesidad de acción colectiva quizá sugieran una política de respuesta fiscal *menos* anticíclica por parte de los grandes exportadores de materias primas, que contribuya a contrarrestar los efectos de los shocks de producción en la actividad mundial.

¿Cómo deben reaccionar los exportadores ante variaciones potencialmente permanentes de los precios de las materias primas? Si hay certeza de que las variaciones de precios de las materias primas son duraderas o permanentes, lo crítico es determinar cómo adaptarse mejor a un nivel permanentemente superior o inferior de ingresos fiscales. Cuando suben los precios, el aumento de la inversión pública y la reducción de los impuestos sobre la mano de obra y el capital mejorarían la productividad, el producto y el bienestar del sector privado. Sin embargo, en la práctica es difícil determinar si las variaciones de precios de las materias primas serán pasajeras o permanentes. Esto pone de relieve la necesidad de afianzar los marcos de política económica y establecer reservas fiscales para hacer frente a toda fluctuación cíclica de precios de las materias primas y, al mismo tiempo, incorporar gradualmente información nueva sobre la persistencia de dichos precios.