

**XXIV Encuentro de Economistas  
Banco Central de Reserva del Perú  
Diciembre 2006**

# **Una nota sobre los desequilibrios globales**

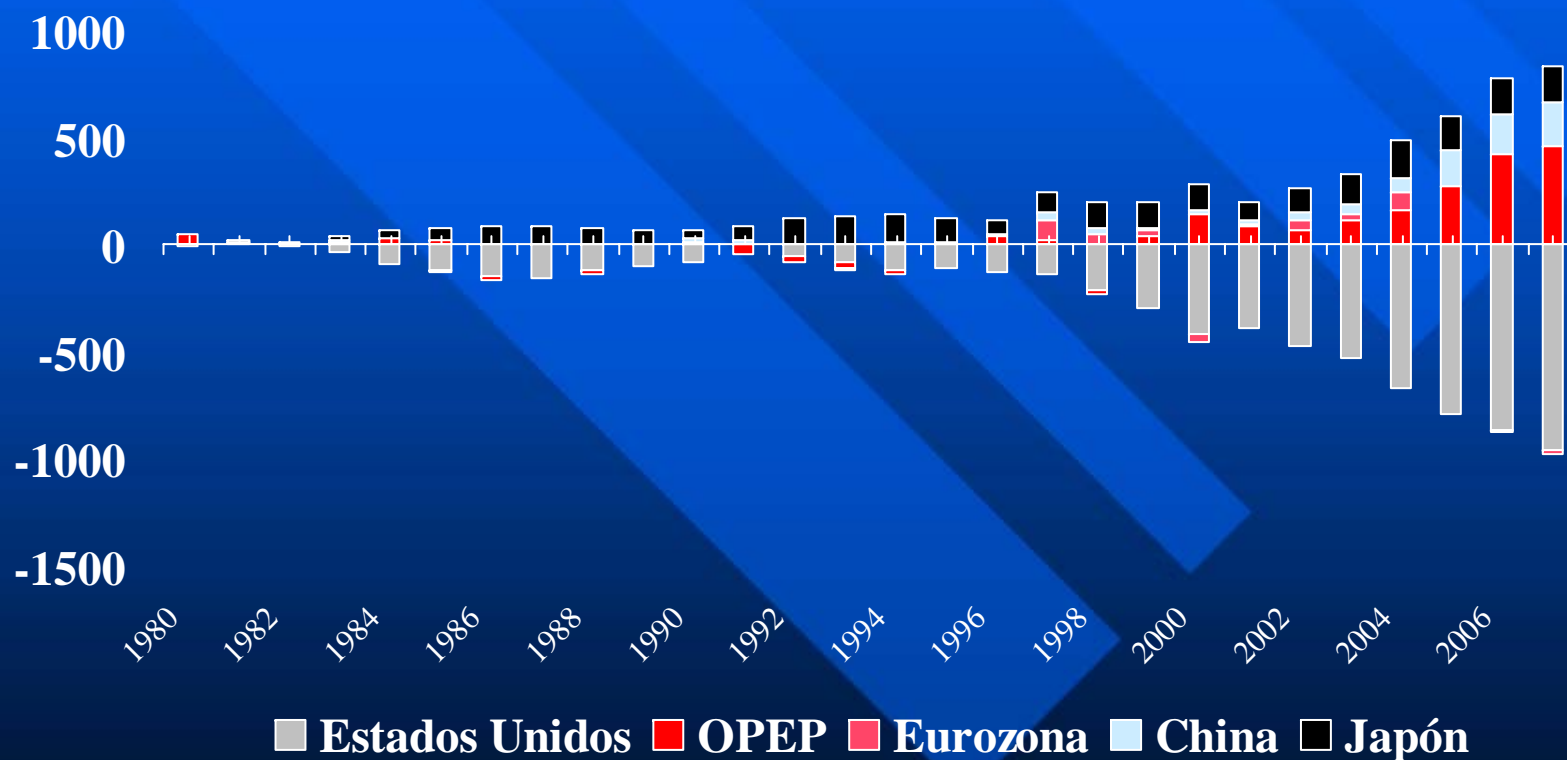
**Mauricio de la Cuba  
Departamento de Economía Mundial**

- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
- **Implicancias de la corrección para las economías emergentes**

- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
- **Implicancias de la corrección para las economías emergentes**

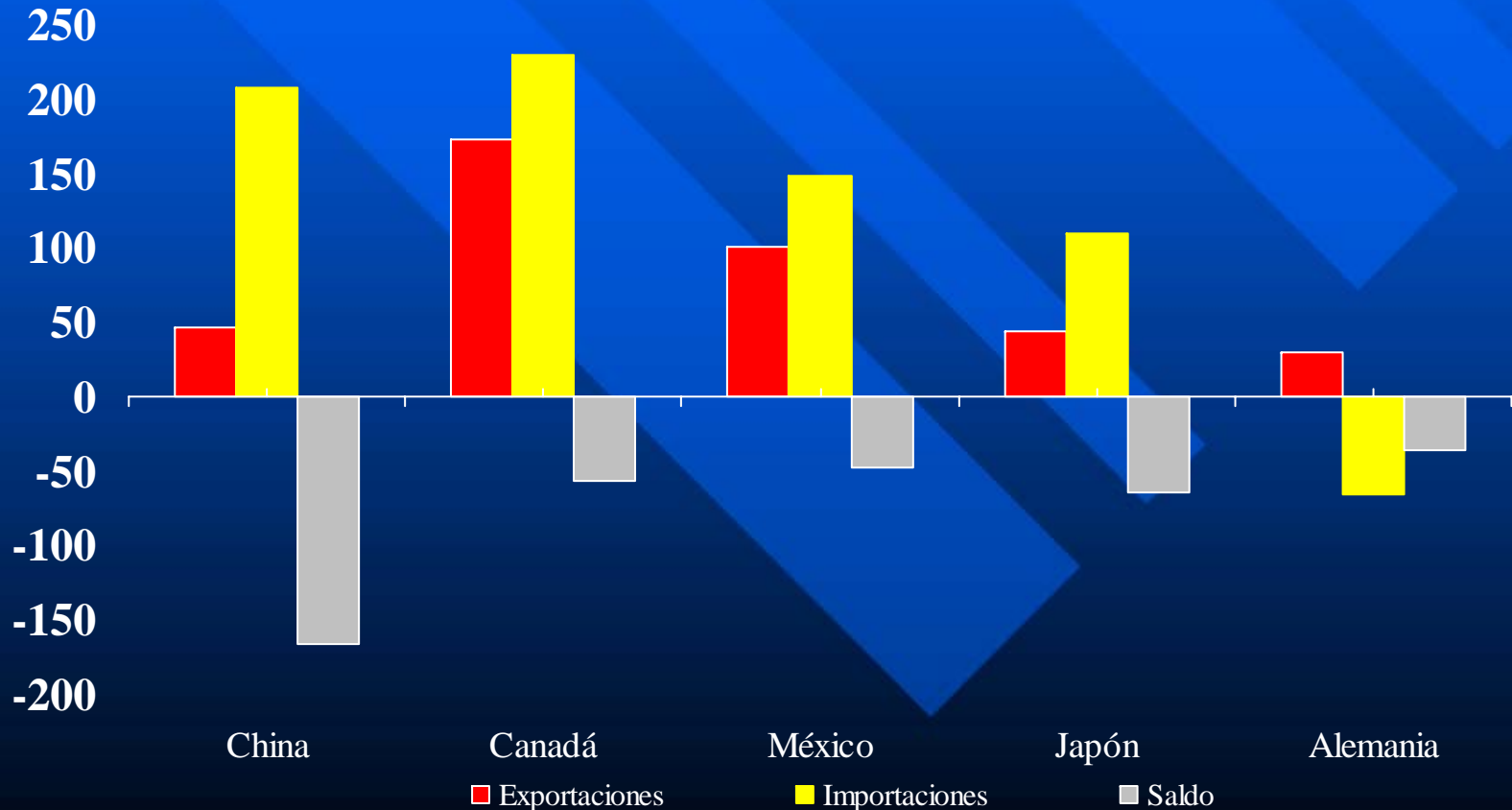
# ¿En qué consisten los desequilibrios globales?

Déficit en cuenta corriente (mil de mill. de US\$)

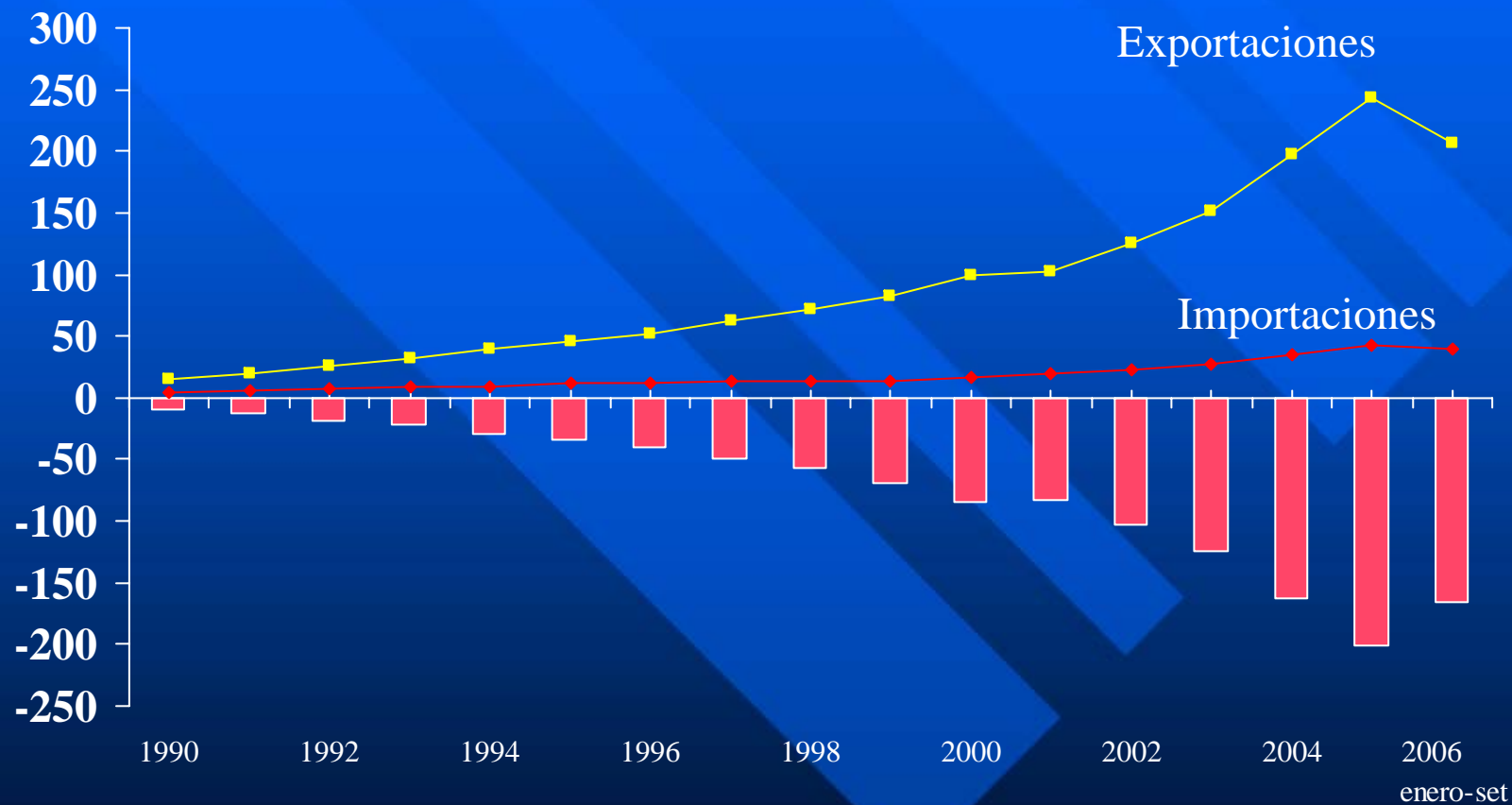


# ¿Con quién se generan los mayores déficit bilaterales?

Balanza comercial enero-setiembre 2006  
Miles de Millones de US\$



# El déficit comercial con China



# La contraparte del déficit: el incremento de la posición deudora de EUA

**Cuenta corriente**  
(miles de millones de US\$)

**Posición de activos**  
(miles de millones de US\$)



# ¿Existe desequilibrios?: el debate académico

Posiciones pesimistas		Posiciones intermedias		Posiciones optimistas	
<b>Roubini y Setser (2004)</b>	<i>The US as a net debtor: the Sustainability of the US External Imbalances</i>	<b>Obtsfeld (2004)</b>	<i>External Adjustment</i>	<b>Gourinchas y Rey</b>	<i>From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and The Exorbitant Privilege</i>
<b>Obtsfeld y Roffo (2005)</b>	<i>The Unstainable US current account revisited</i>	<b>Lane y Milesi Ferreti (2005)</b>	<i>A Global Perspective on External Positions</i>	<b>Clarida (2006)</b>	<i>G7 Current Account Imbalances: sustainability and Adjustment</i>
<b>Blanchard, Giavazzi y Sa (2005)</b>	<i>The Current account and the dollar</i>	<b>Doodley y Garber (2004)</b>	<i>An Essay on the Revived Bretton Woods System</i>	<b>Hausman y Sturzenegger (2006)</b>	<i>US and Global Imbalances: can Dark matter can prevent a big bang</i>
<b>Martin Wolf (2004)</b>	<i>America on the comfortable path to ruin</i>			<b>Caballero, Farhi y Gourinchas (2006)</b>	<i>An equilibrium model of global imbalances and low interest rate</i>



# Hausman (2006): si se reestima el déficit, no existe desequilibrio

- Estados Unidos recibe mayores retornos por sus inversiones en el exterior, que lo que reciben los tenedores de activos en US\$.
- Si este efecto (**capitalización de las inversiones**), se sumara a la cuenta corriente, esta sería incluso positiva.
- En ese caso, la posición deudora, entendida como los flujos acumulados de la cuenta corriente, no sería tal.

## U.S. AND GLOBAL IMBALANCES: CAN DARK MATTER PREVENT A BIG BANG?

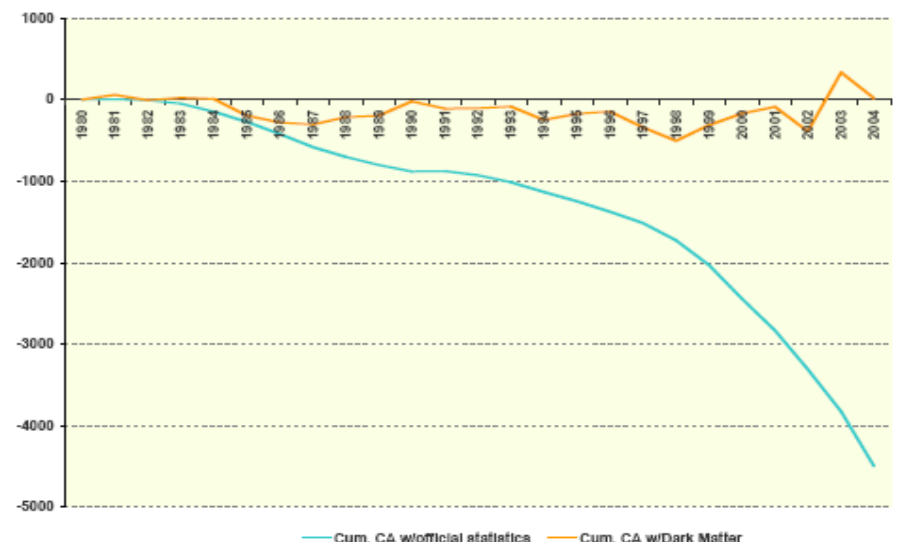
Ricardo Hausmann

*Kennedy School of Government and Center for International Development, Harvard University*

Federico Sturzenegger

*Kennedy School of Government, Harvard University and Universidad Torcuato Di Tella*

November 13, 2005



# Caballero et al(2006): EUA atrae capitales porque genera activos de alta calidad

An Equilibrium Model of “Global Imbalances”  
and Low Interest Rates

Ricardo J. Caballero

Emmanuel Farhi

Pierre-Olivier Gourinchas\*

This Draft: June 25, 2006

- Tres grupos de países:
  - De alto crecimiento pero con activos financieros no atractivos (**China**)
  - De bajo crecimiento pero con activos financieros atractivos (**Eurozona, Japón**)
  - De mediano crecimiento con activos financieros atractivos (**EUA**)
- Mientras los países de alto crecimiento no generen activos, el déficit de EUA es sostenible.

# Estados Unidos: EUA no gasta mucho, el resto del mundo gasta poco

- *The authorities did not share the staff's long-standing concern regarding the US current account deficit, which they considered mainly a reflection of weak growth abroad and, therefore, not a US policy matter. Although staff has expressed some specific concerns in recent years regarding US trade actions, officials emphasized the overall US commitment to multilateral trade liberalization"*

Summary, FMI Staff Report  
Article IV, Julio 2003

## Bernanke: The Saving Glut

- Baja inversión
  - Crisis emergentes de los noventas redujeron la inversión.
  - Exceso de inversión en los noventas
  - Exceso de ganancias corporativas
- Altos precios de petróleo incrementa ahorro de países y ahorro global (por menor propensión marginal a consumir)

# The Economist

SEPTEMBER 24TH-30TH 2008

[www.economist.com](http://www.economist.com)

**Germany's election nightmare**

PAGES 34 AND 58

**A North Korean deal that wasn't**

PAGES 17 AND 49

**Internet bubble 2.0**

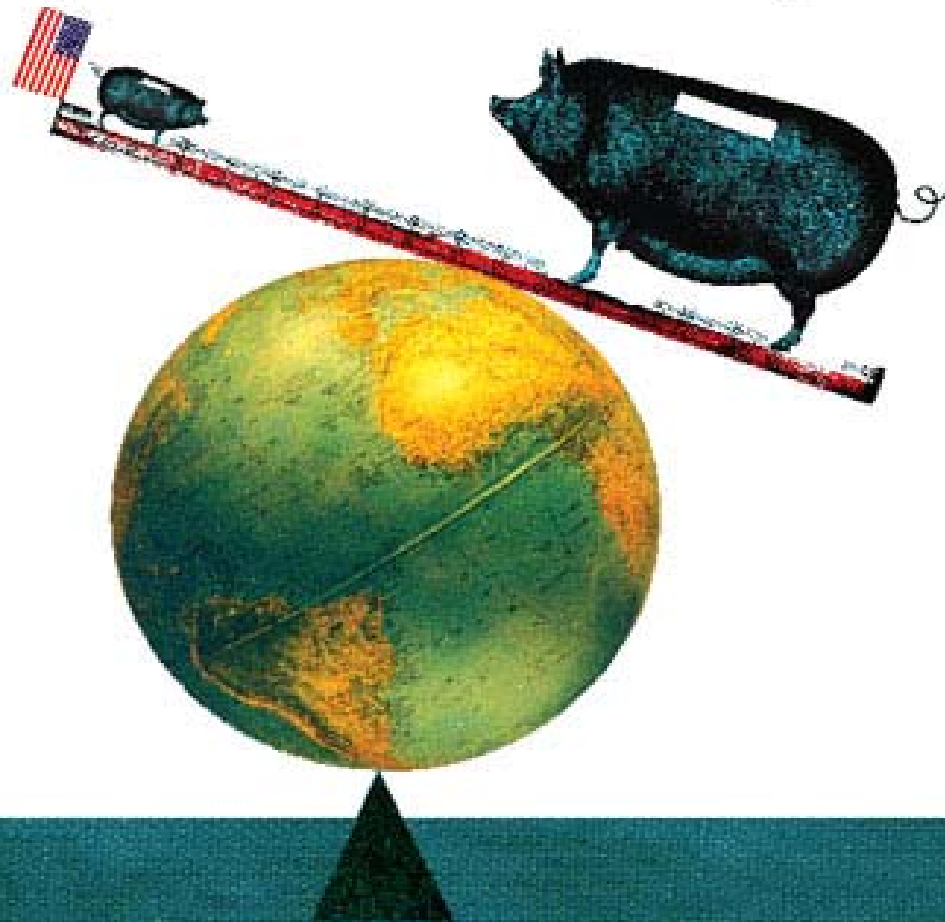
PAGE 73

**Gaza under the Palestinians**

PAGES 28-31

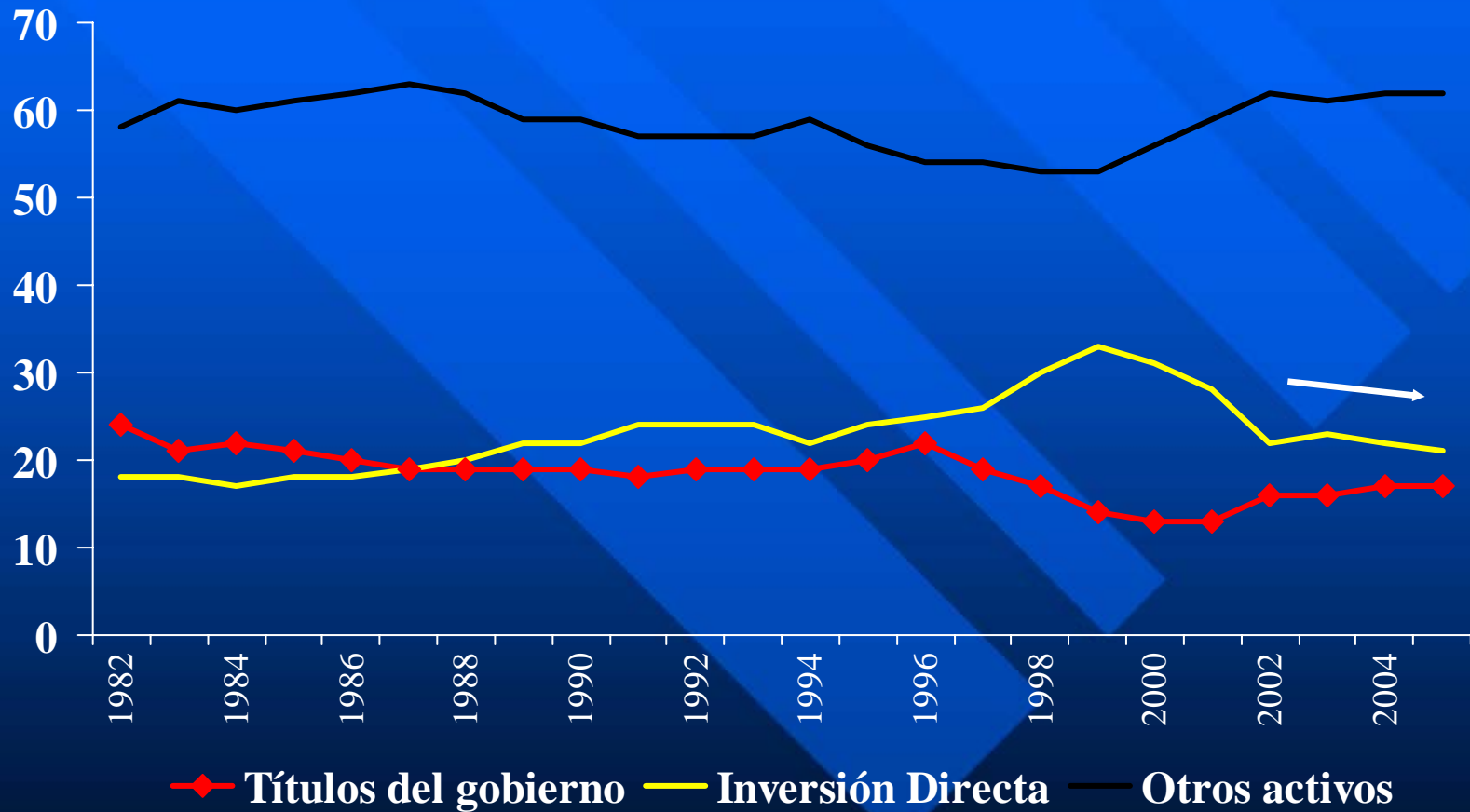
## Restoring the balance

Special issue on the world economy

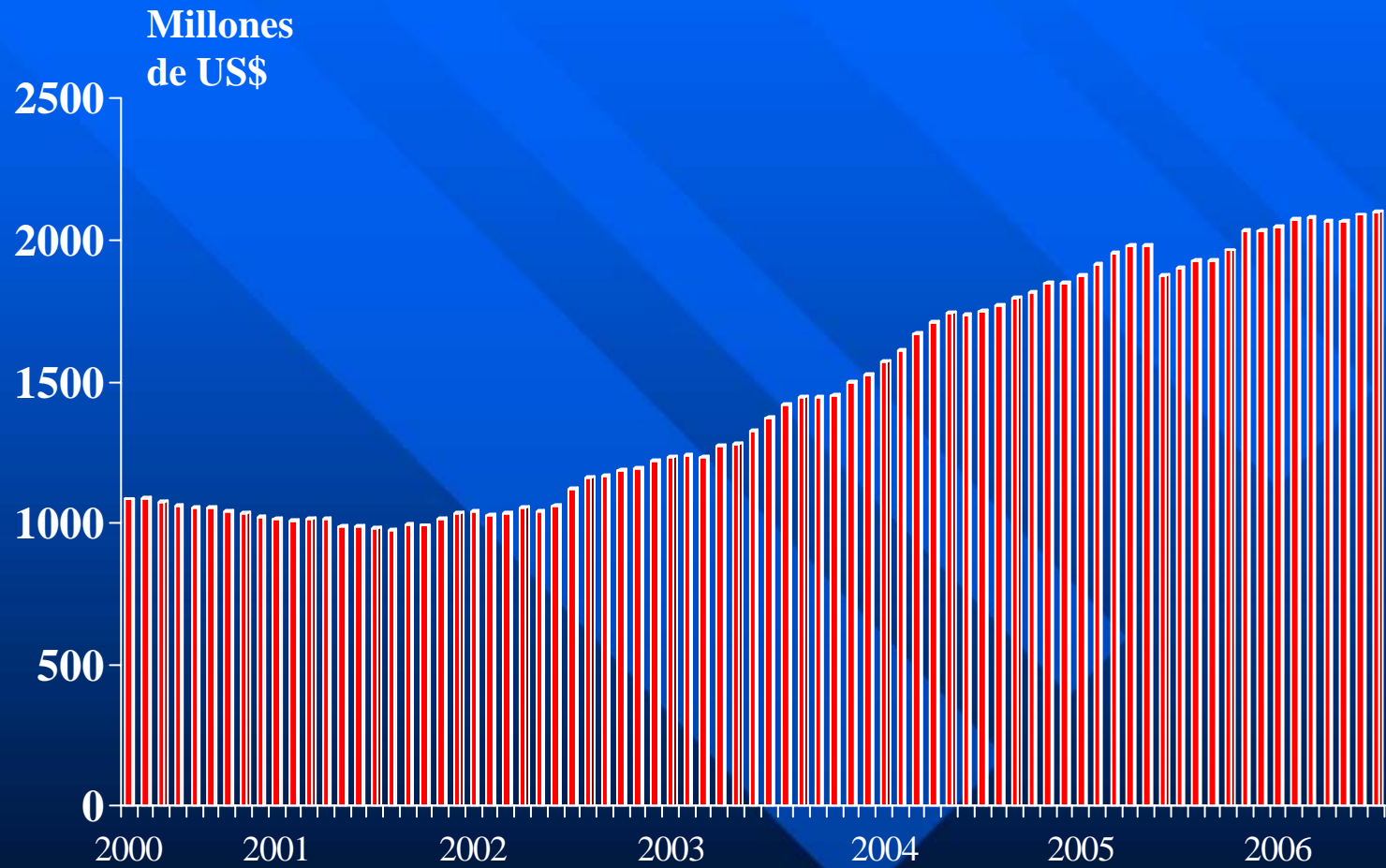


# Los cambios en la fuente de financiamiento

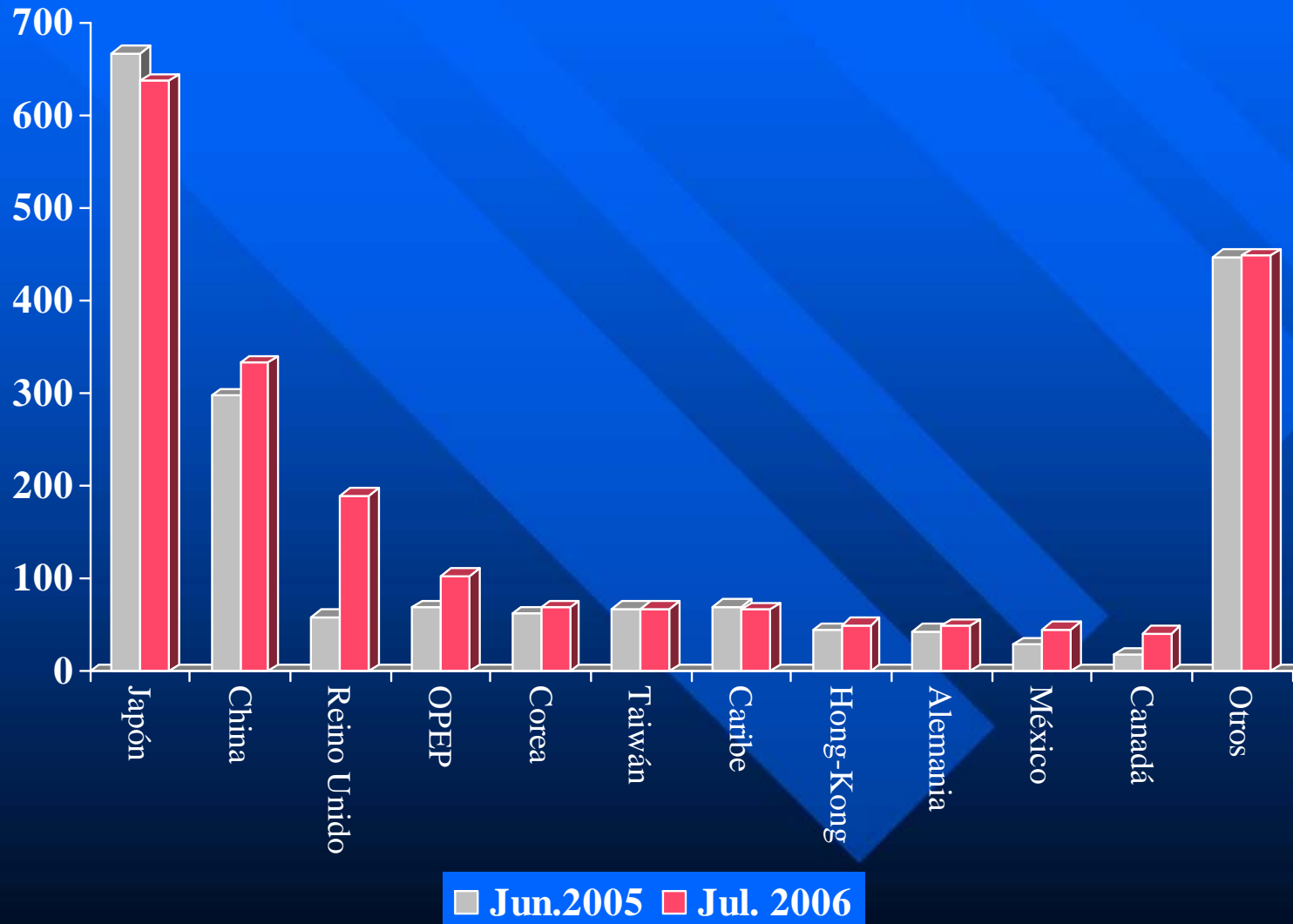
Estructura porcentual



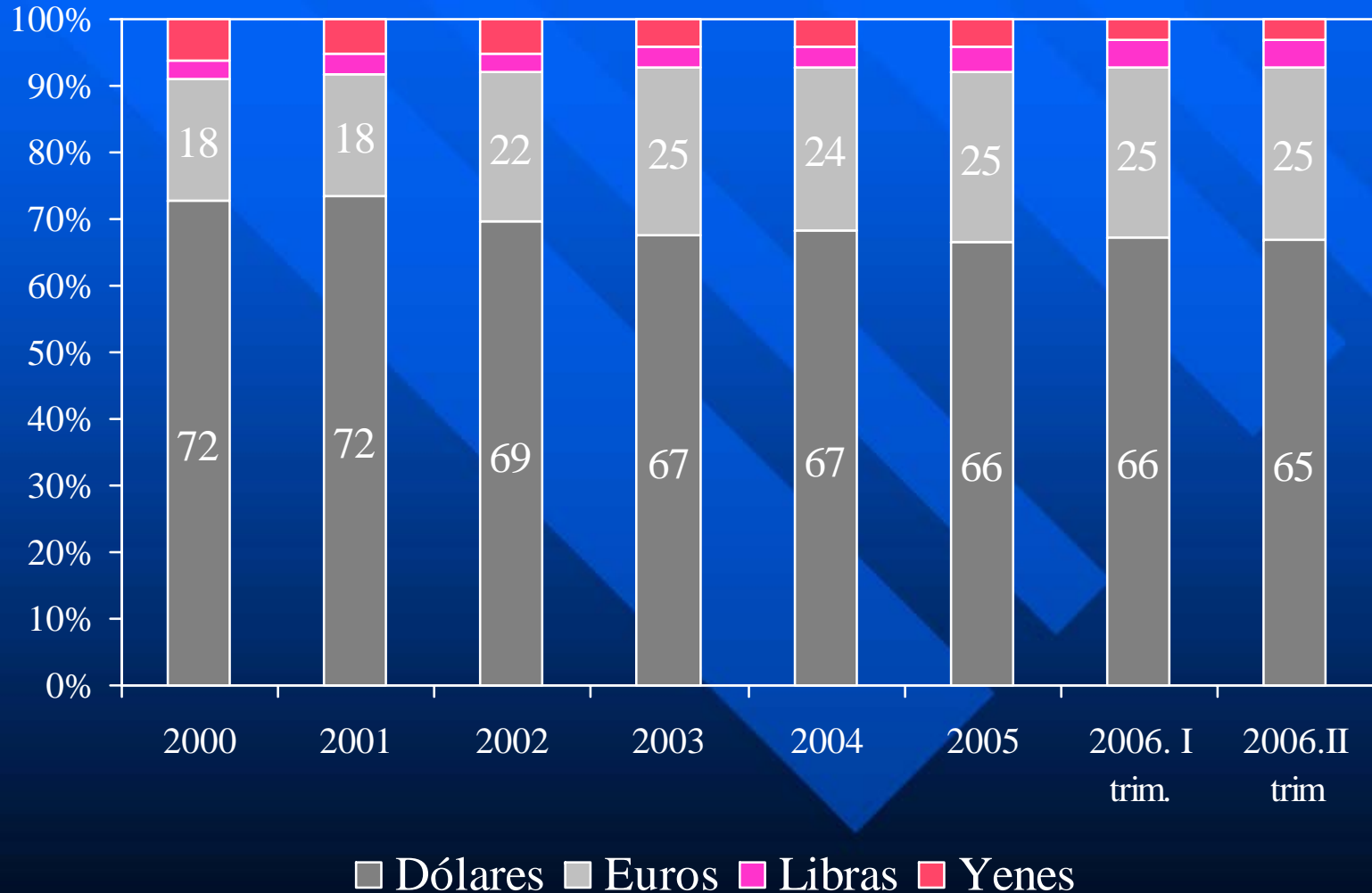
# ¿Es sostenible la deuda de EUA?: Saldo de bonos del Tesoro en manos de no residentes



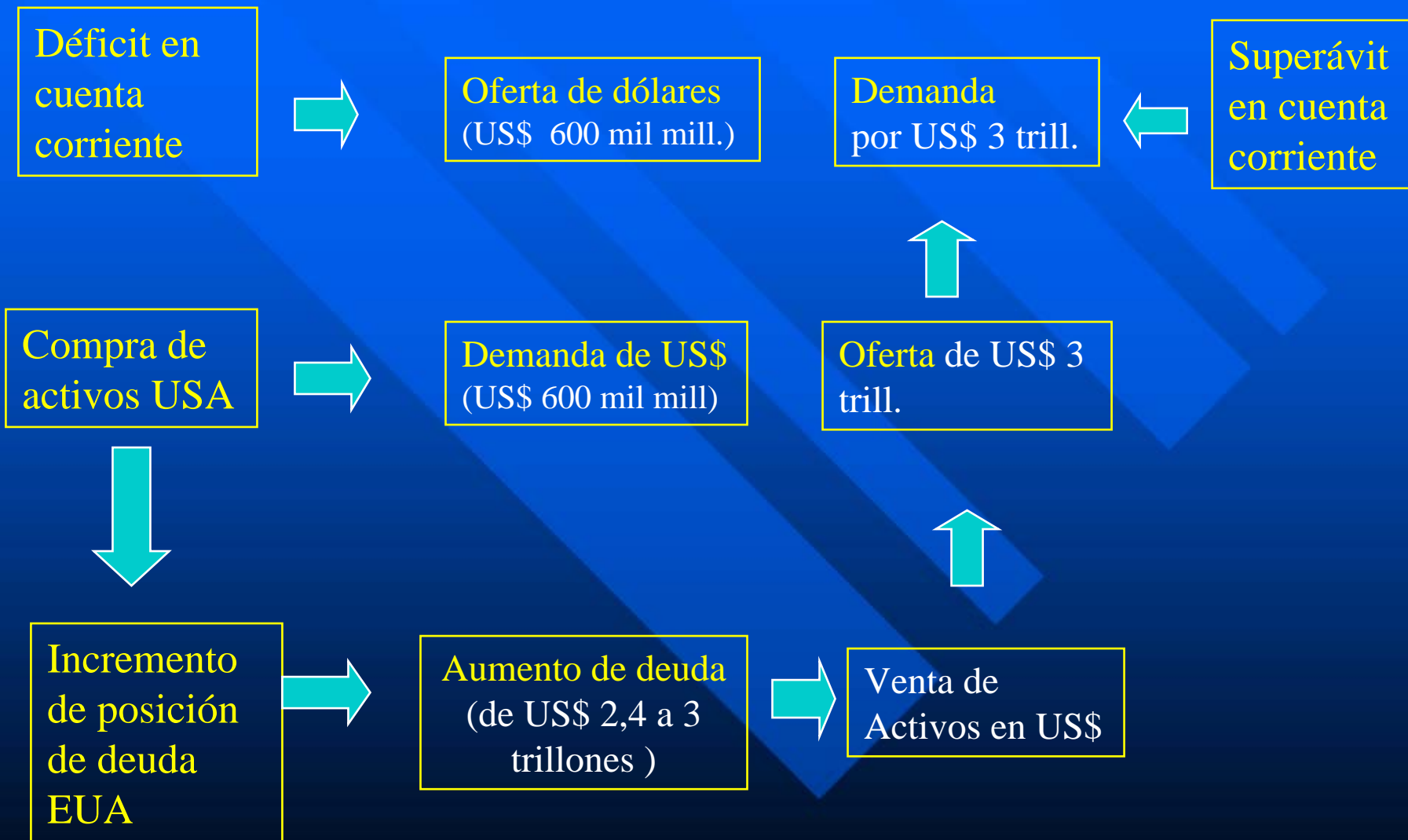
# Tenencias de bonos por países



# Composición de las reservas por monedas







- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
- **Implicancias de la corrección para las economías emergentes**

# The Economist

SEPTEMBER 24TH-30TH 2008

[www.economist.com](http://www.economist.com)

**Germany's election nightmare**

PAGES 34 AND 59

**A North Korean deal that wasn't**

PAGES 17 AND 49

**Internet bubble 2.0**

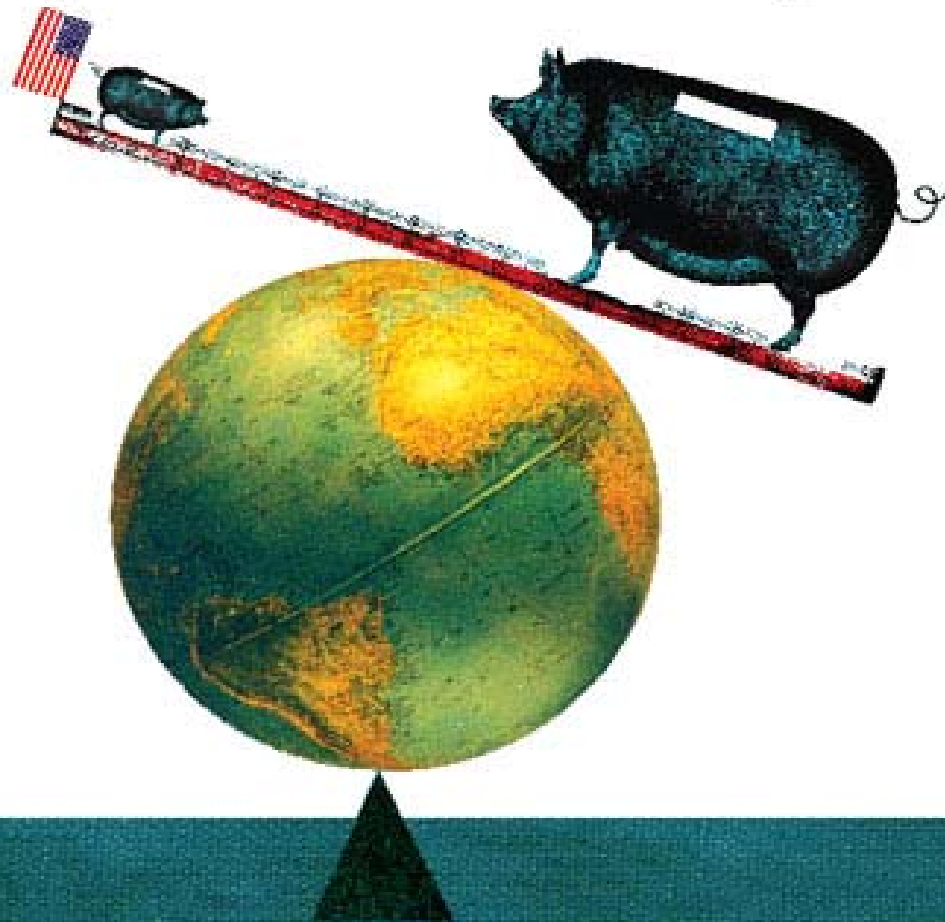
PAGE 73

**Gaza under the Palestinians**

PAGES 29-31

## Restoring the balance

Special issue on the world economy



# ¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

- Menor gasto en Estados Unidos
  - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
  - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan)
  - Depreciación del dólar en los mercados internacionales (incluyendo al euro y al yen)
- Mayor crecimiento de Japón y Eurozona y mayor gasto público en las economías de Asia
- Mayor gasto en países petroleros

# ¿Quién origina el déficit?: Sector público vs. Sector privado

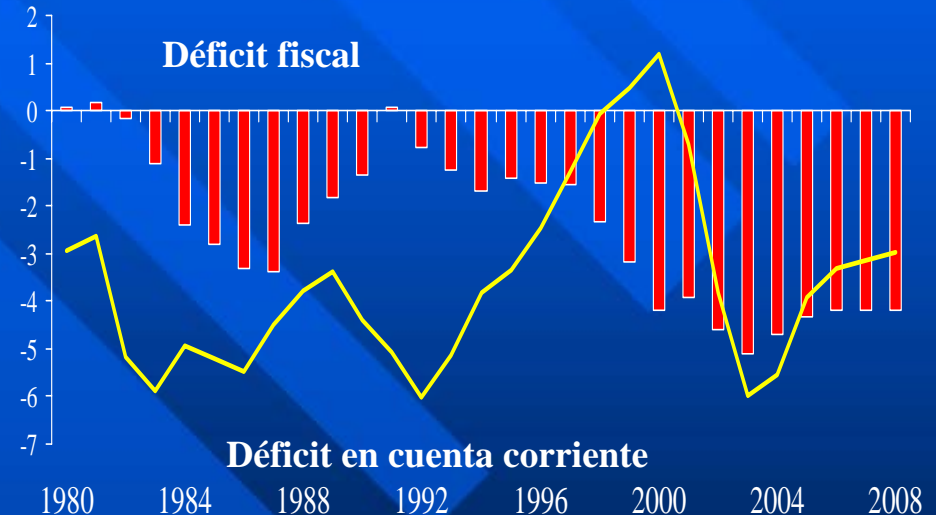
**Sector Privado:** El ahorro privado de las familias está en niveles incluso negativos. Sin embargo, el sector corporativo viene generando excedentes importantes



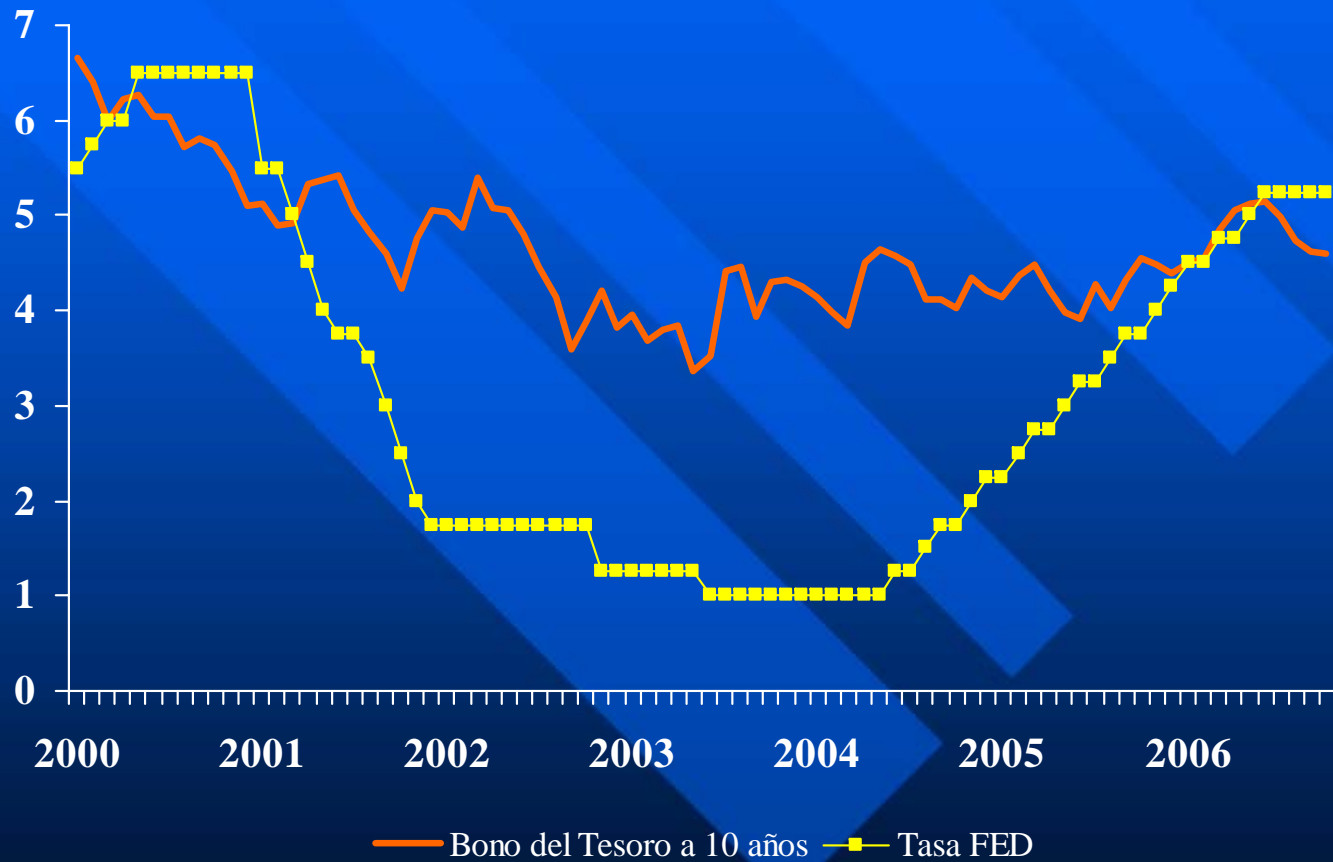
# Ajuste en EUA: el sector público cerraría, sólo parcialmente, el desequilibrio externo

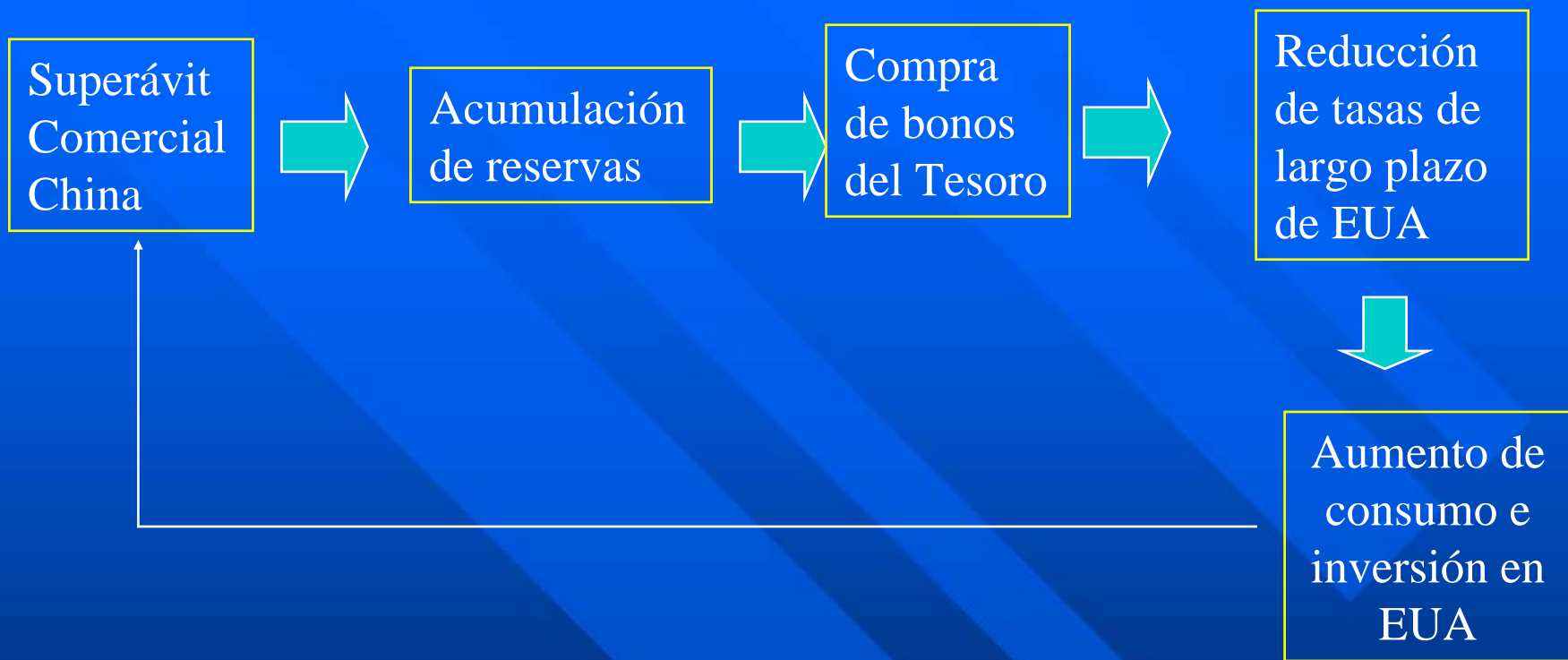
- **Sector Público:** Por cada incremento de 1 por ciento en el ahorro público, el ahorro privado se deterioraría en 0,5 por ciento, aproximadamente (equivalencia ricardiana no perfecta).

EUA: Déficit fiscal y déficit en cuenta corriente



# El mecanismo de transmisión de la política monetaria







# ¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

- Menor gasto en Estados Unidos
  - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
  - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan)
  - Depreciación del dólar en los mercados internacionales
- Mayor crecimiento de Japón y Eurozona
- Mayor gasto en países petroleros

# Las aproximaciones académicas

**Table 14: Estimates of the renminbi's equilibrium exchange**

Author	Method	Type of exchange rate	Period	Undervaluation (-)
Jeong and Mazier (2003)	FEER with a current account target of -1.5%	REER dollar	2000	-33% -60%
Wren-Lewis (2004)	FEER, with a current account target of 0	dollar	2002	-28%
This paper	FEER with a current account of -1,5%	REER dollar	2003	-23% -44%
Goldstein, (2004)	Simplified FEER , with a current account of 1%	REER	203	-15-30%
Bénassy-Quéré et alii (2004)	BEER, panel of G20 countries	dollar	2003	-47%, -44%
This paper	Regression in level, sample of 93 emerging and developing countries	dollar	2003	-41%
This paper	BEER, panel of 21 emerging countries	dollar	2002	-18%
Wang (2004)	BEER, 1 country	REER	2003	Near 0

Fuente:  
Coudert  
V. et  
alii,  
CEPII

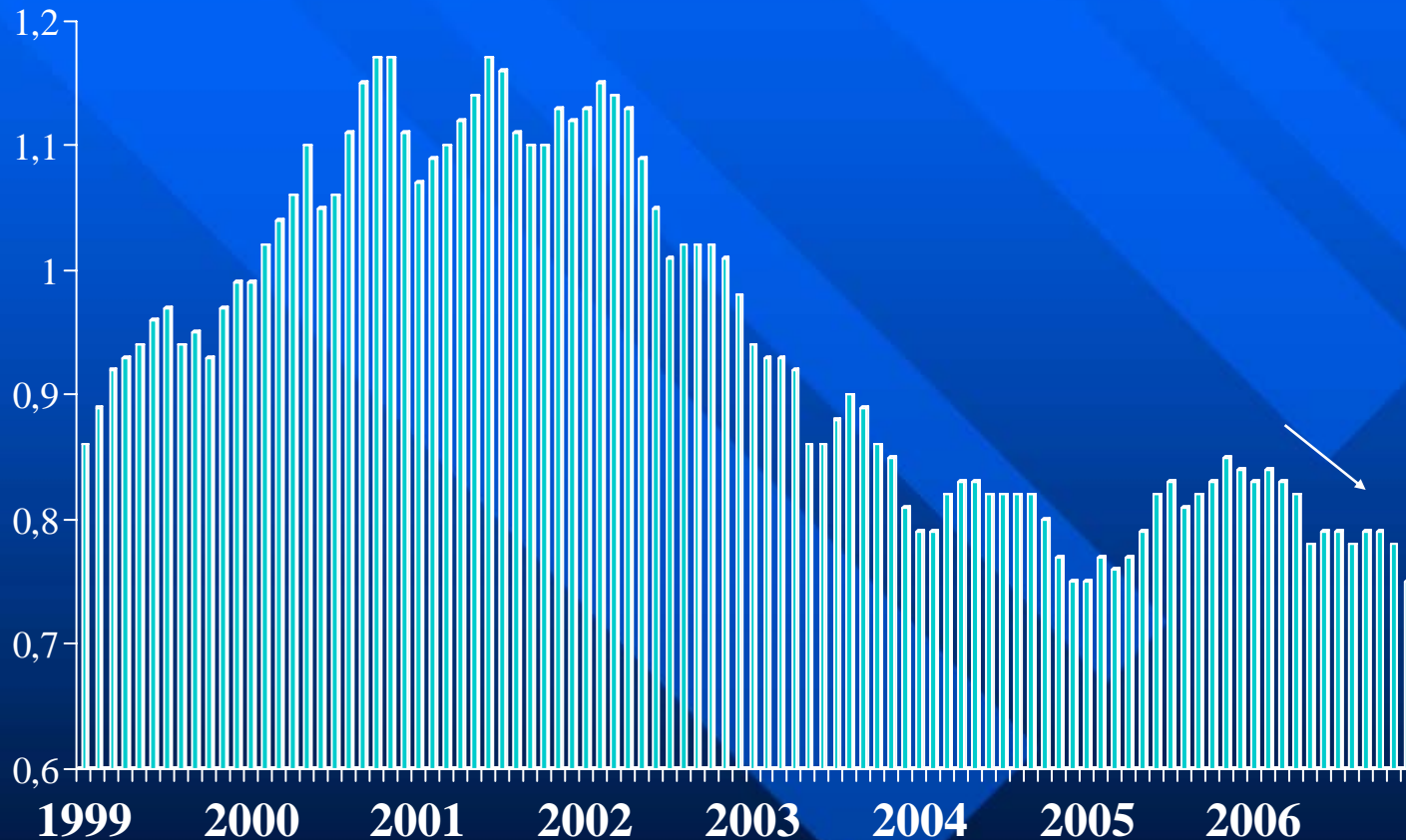
# Una apreciación del yuan no corregiría los desequilibrios

- Mucho de lo que exporta China no lo produce Estados Unidos
- El déficit de Estados Unidos no se reduciría, sólo se recompondría a favor de otros países (India, Vietnam, Pakistán, etc.)
- Por lo tanto EUA no reduciría significativamente su déficit pero perdería una fuente de financiamiento importante como China.

# ¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

- Menor gasto en Estados Unidos
  - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
  - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan)
  - **Depreciación del dólar en los mercados internacionales**
- Mayor crecimiento de Japón y Eurozona
- Mayor gasto en países petroleros

# Evolución reciente del tipo de cambio (euros por dólar)



INSIDE THIS WEEK: TECHNOLOGY QUARTERLY

The  
Economist

DECEMBER 2ND- 8TH 2006

www.economist.com

Bush in the Middle East

The pope in Turkey

Weak, dangerous Russia

Europe's utilities get together

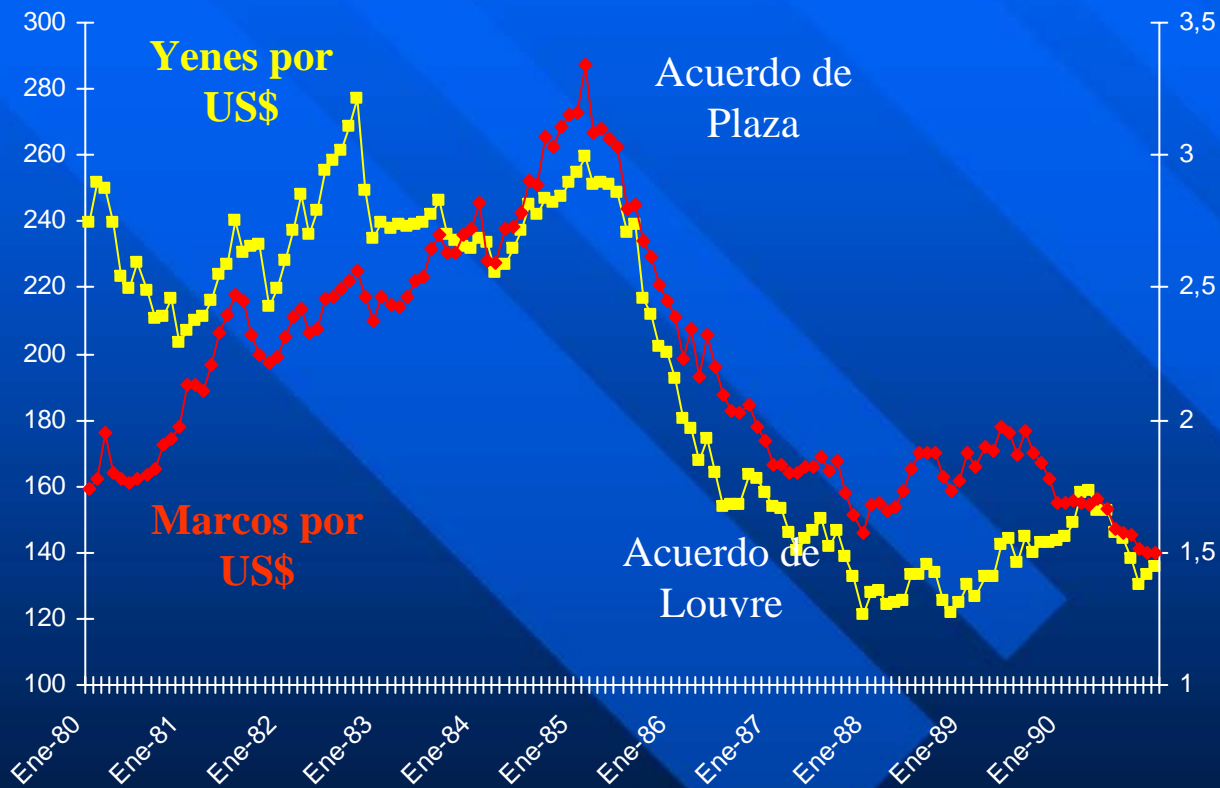
The story of Bouygues

# The falling dollar



- Mejoraría la **posición de deuda** de EUA:
  - EUA tiene aproximadamente US\$ 8,0 trillones en activos denominados en otras monedas
- Mejoraría la **balanza comercial**:
  - Rogoff y Obtsfeld: depreciación real de 15 % reduce balanza en 1% del PBI)

# La caída del dólar durante el Acuerdo Plaza



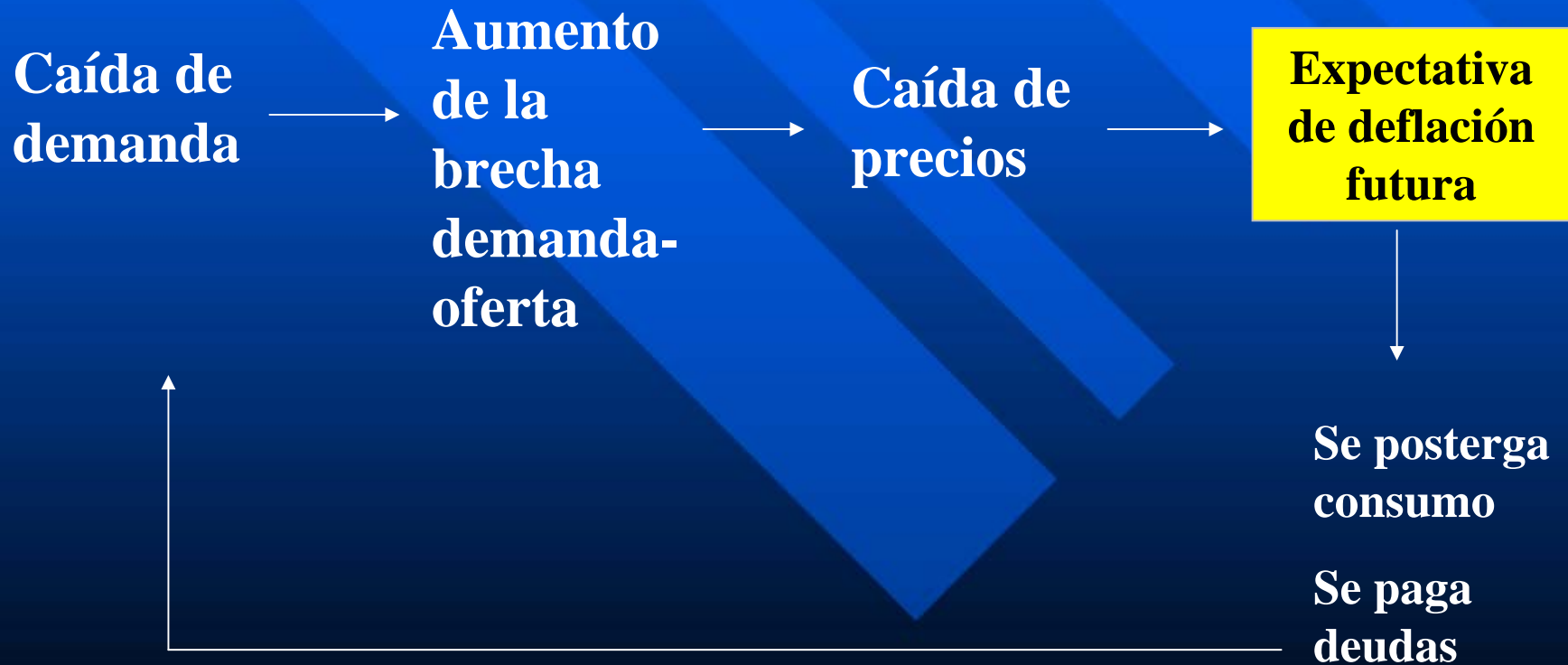


# ¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

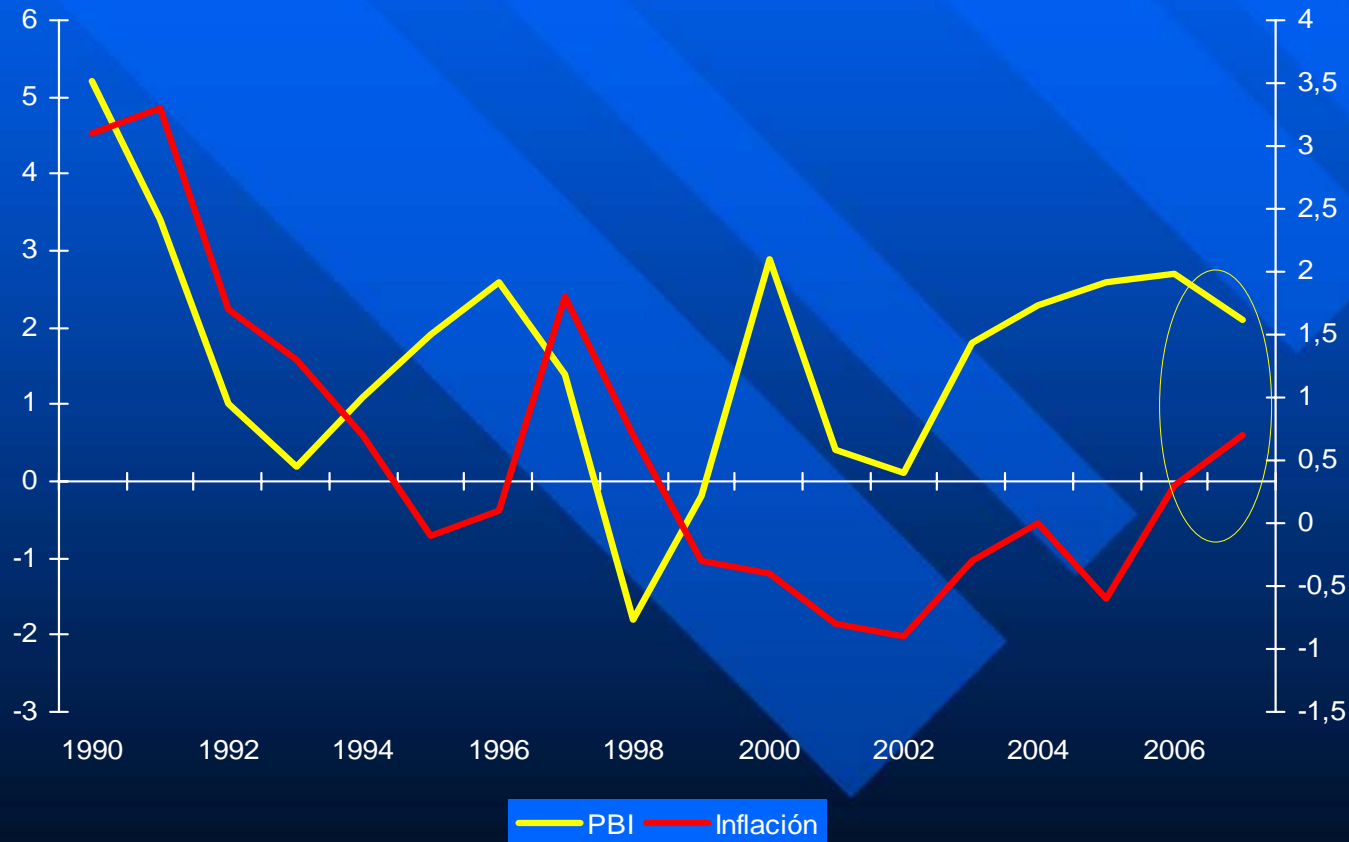
- Menor gasto en Estados Unidos
  - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
  - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan y yen)
  - Depreciación del dólar en los mercados internacionales (incluyendo al euro y al yen)
- **Mayor crecimiento de Japón y Eurozona**
- Mayor gasto en países petroleros



# Para incrementar su gasto, Japón debe consolidar la salida del proceso deflacionario

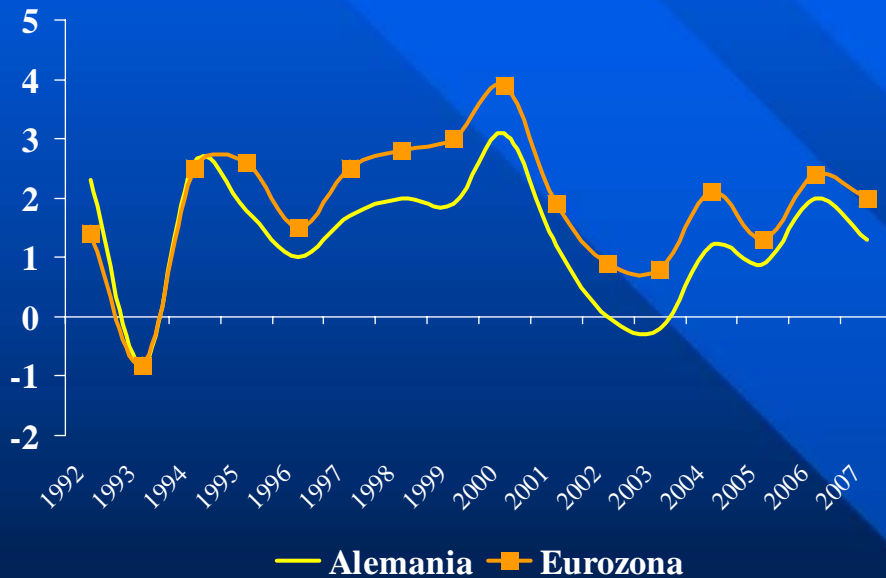


# La evidencia reciente da indicios de que Japón podría seguir creciendo, lo que contribuiría a corregir los desequilibrios globales

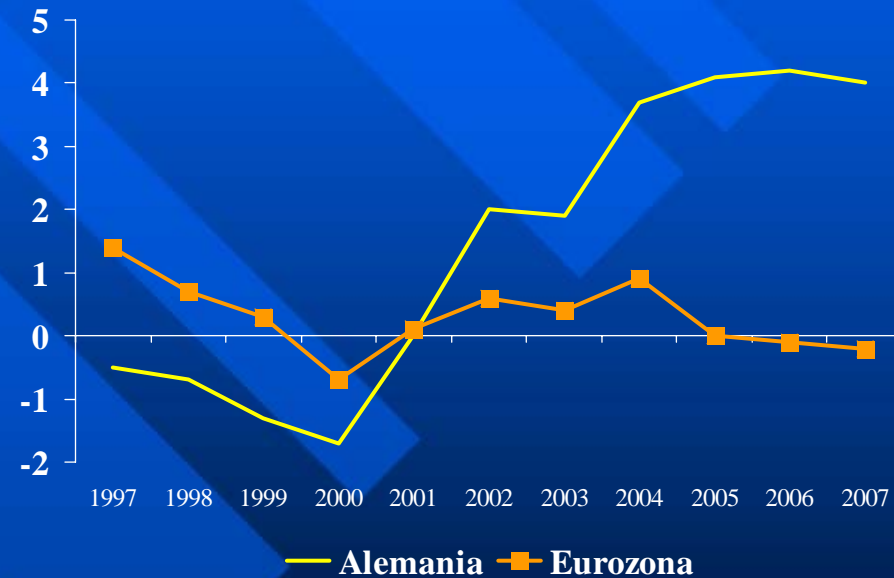


# Alemania: bajo crecimiento con elevado superávit en cuenta corriente

## Crecimiento del PBI 1992-2007



## Déficit en cuenta corriente 1997-2007



# Sin embargo, el crecimiento de Japón y Alemania no sería suficiente

## Supuestos

- Asume que el crecimiento de Japón aumento 3,3% respecto al promedio del período 2003-2004
- Alemania incrementa su producto en 1%.
- Francia e Italia incrementa su producto en 1 %



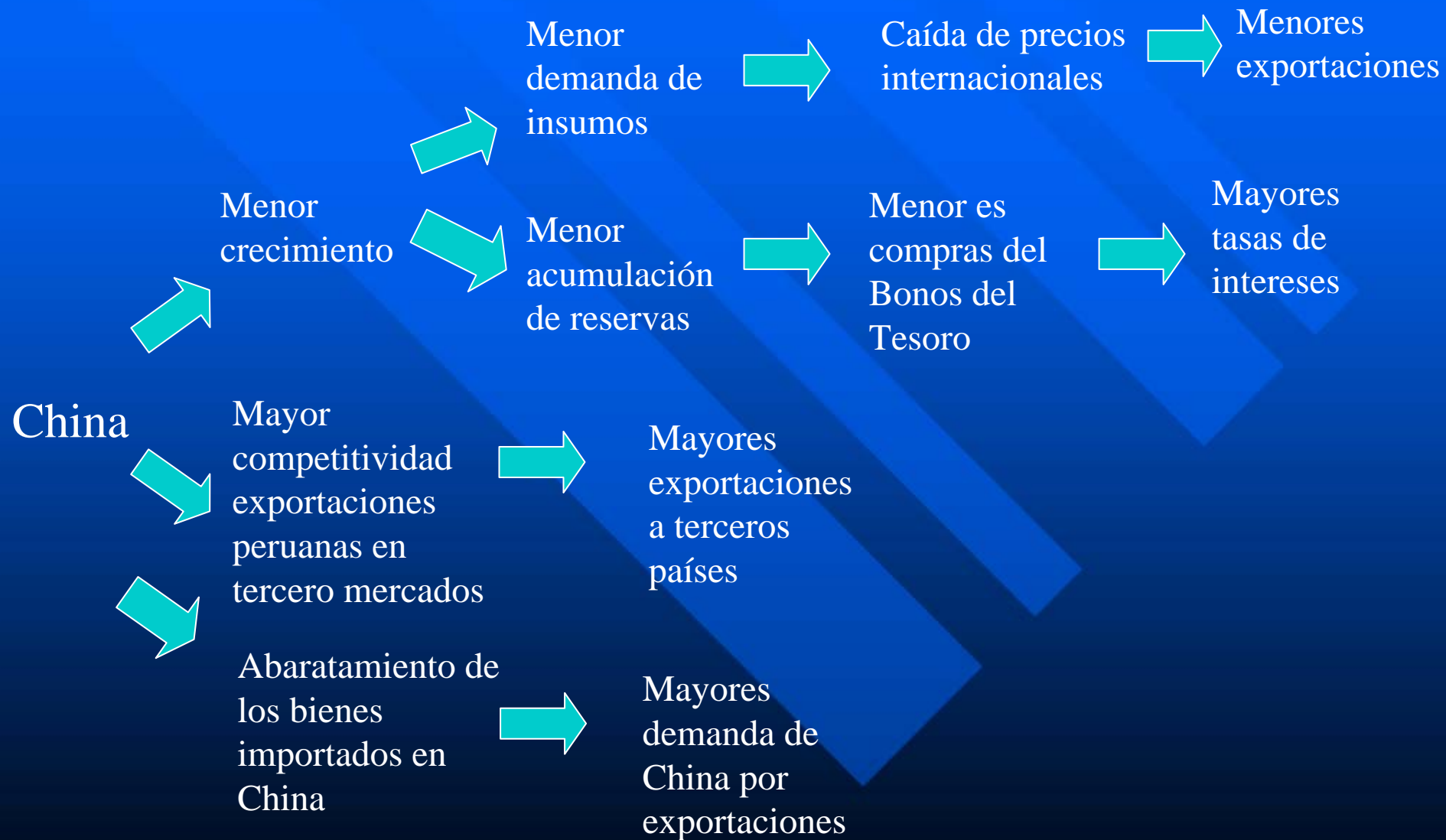
## Resultados

- El superávit conjunto de estos países se reduce en sólo US\$ 40 mil millones:
  - Japón: US\$ 27 mil mill.
  - Europa: US\$ 13 mil mill.
- Ello se debe comparar con un desequilibrio de US 350 mil millones (equivalente e a una reducción del déficit de EUA a 3,6 por ciento del PBI).

Edwards, Sebastian. *On Current Account surpluses and the correction of Global imbalances*, borrador, Noviembre 2006

- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
- **Implicancias de la corrección para las economías emergentes**

# La apreciación del yuan: los canales de transmisión

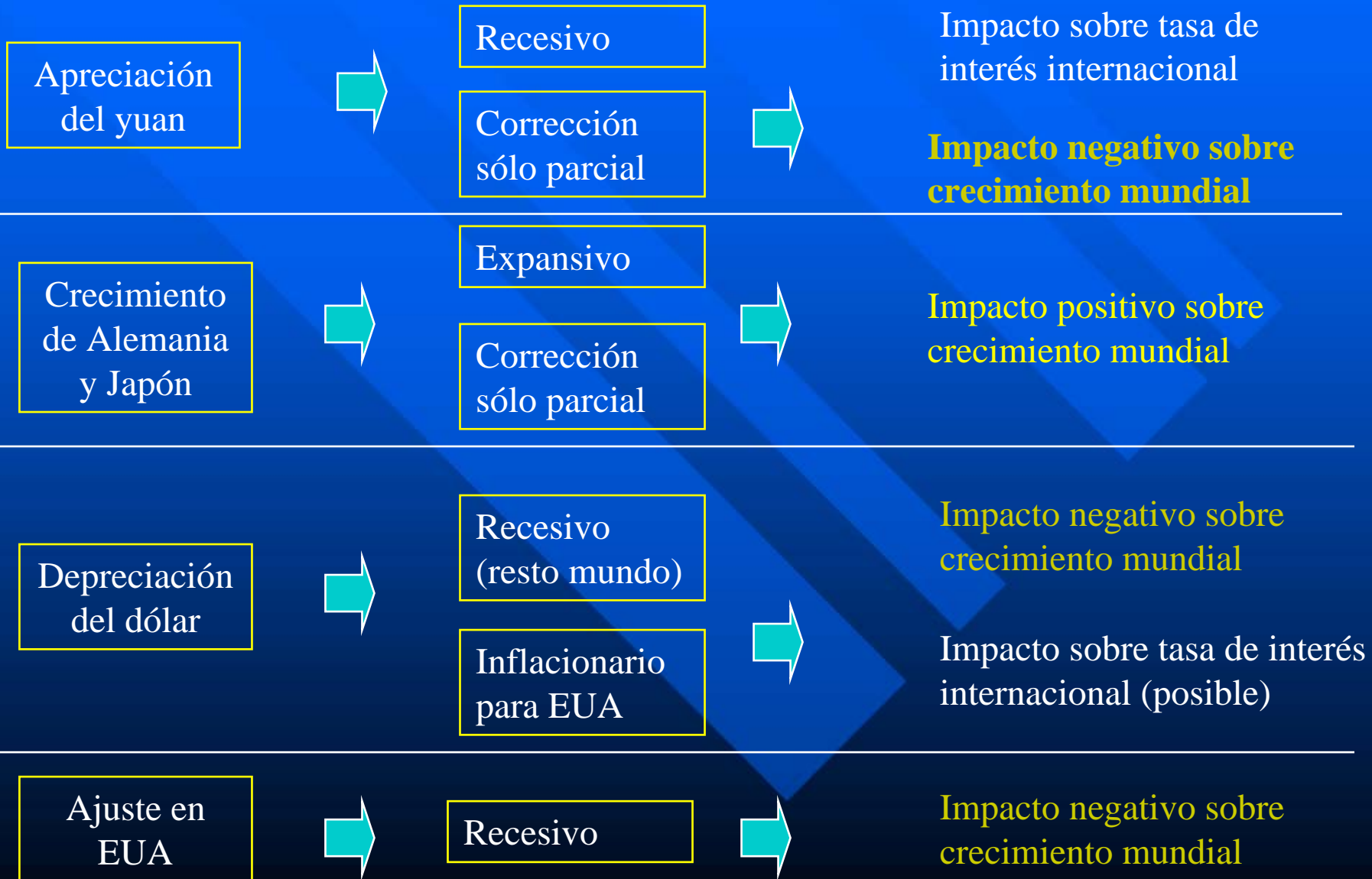


# Depreciación del dólar: los canales de transmisión



**Pérdidas  
cambiarías**

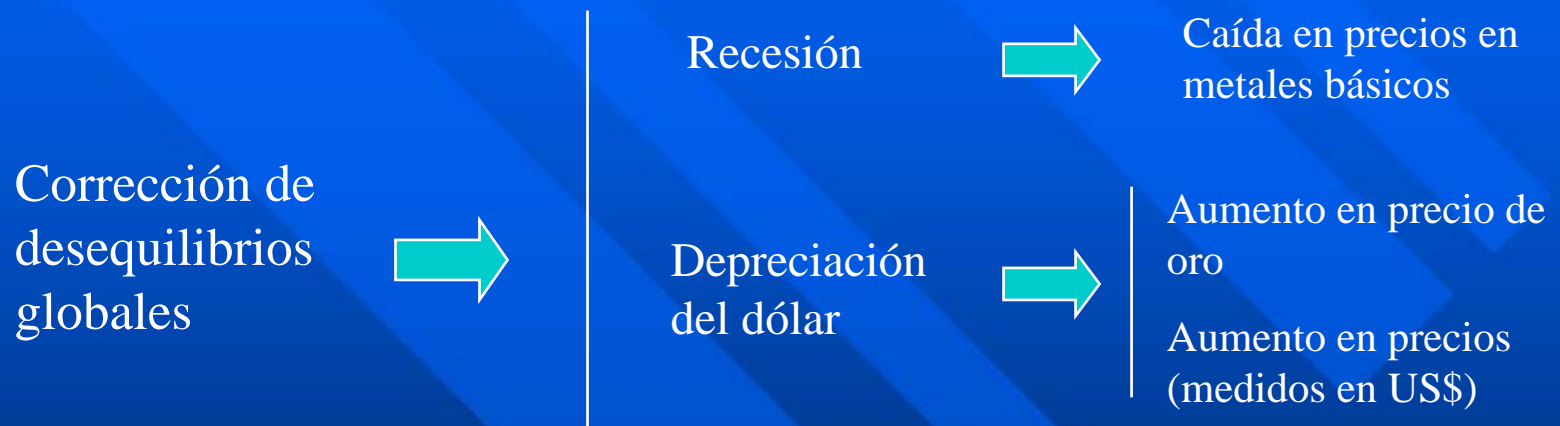
# Los riesgos de un ajuste





# Algunas fortalezas frente a un ajuste

- Relativa diversificación dentro de las exportaciones



- Mejora en los fundamentos de economías emergentes

- Liquidez internacional
- Mejora en indicadores fiscales

- Mejor percepción de riesgo de los inversionistas.

# Conclusiones

- El desequilibrio global se refleja en un déficit comercial creciente por parte de EUA, frente a superávit de otros países (China, Japón, países de la OPEP, Alemania).
- Si bien no existe consenso sobre la existencia ni magnitud del desequilibrio, existe un monto importante de activos en dólares en manos de extranjeros. Conforme se mantenga el déficit, este saldo aumentará generando un potencial ajuste.
- La forma de corregir estos desequilibrios pasan por una menor expansión del gasto en EUA, un aumento del gasto en Alemania, Japón y algunas economías asiáticas, una depreciación del dólar (parcial o general).
- La mayoría de estos ajustes podría implicar una desaceleración de la actividad económica mundial y un aumento de las tasas de interés internacionales, afectando a las economías emergentes.

**XXIV Encuentro de Economistas  
Banco Central de Reserva del Perú  
Diciembre 2006**

# **Una nota sobre los desequilibrios globales**

**Mauricio de la Cuba  
Departamento de Economía Mundial**