

XXVII Encuentro de Economistas
Noviembre 2009

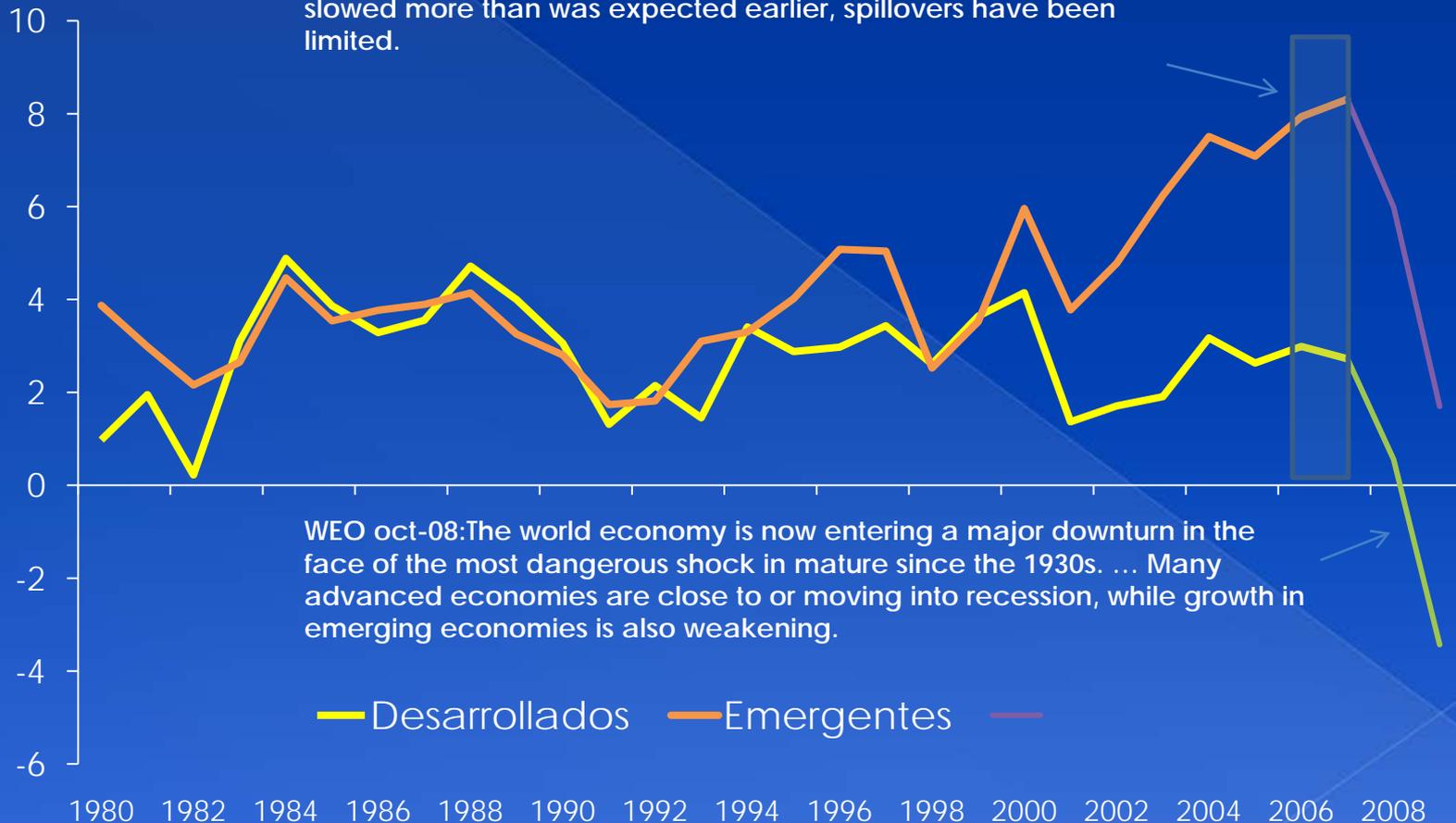
Del decoupling al recoupling:
los canales de transmisión de
la crisis internacional

Mauricio de la Cuba
Jesús Ferreyra

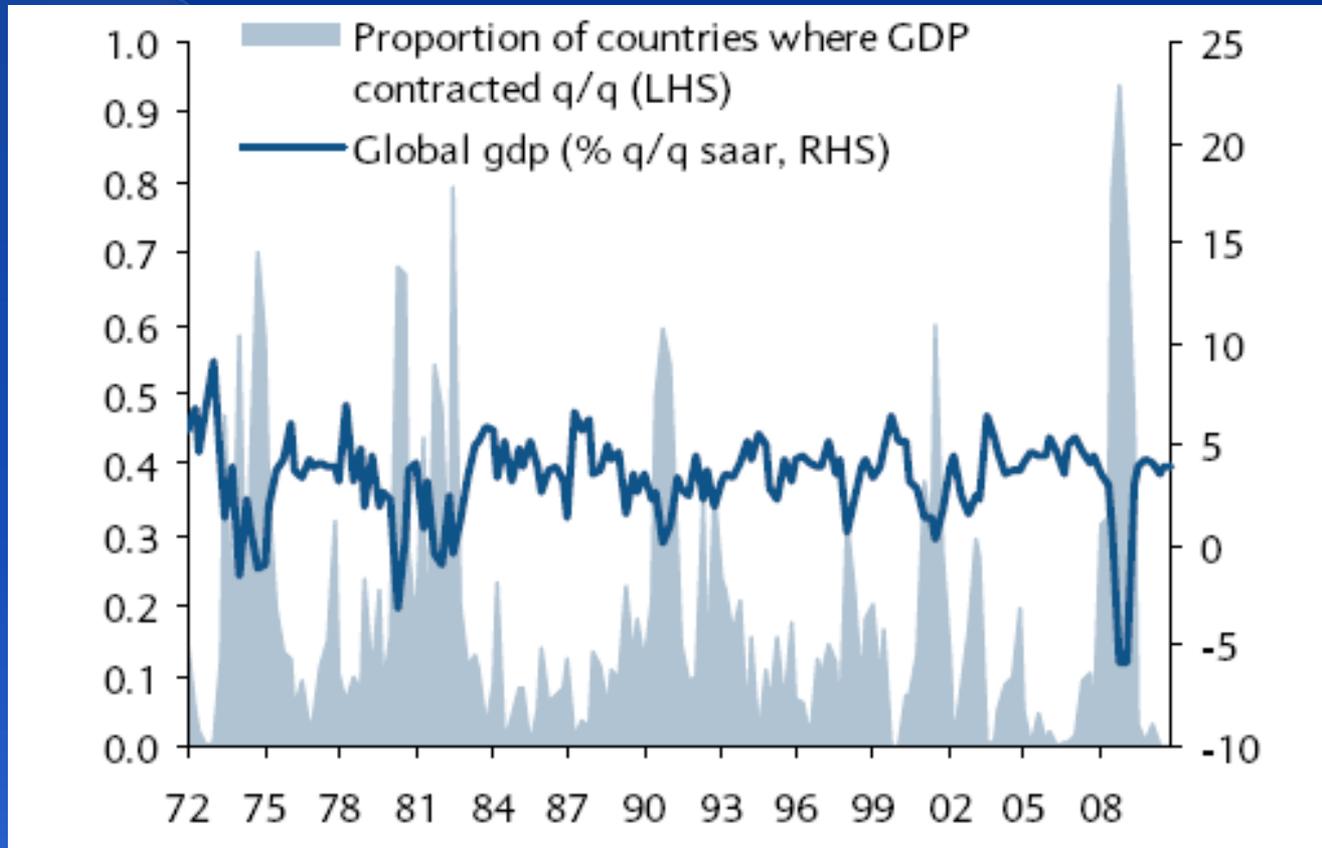
- ◉ **Introducción: Hechos estilizados del crecimiento mundial.**
- ◉ La crisis financiera y el *recoupling*: los canales de transmisión (el canal comercial y el canal financiero).
- ◉ Las economías emergentes y las políticas anticíclicas: ¿un "*decoupling ex-post*"?

Crecimiento 1980-2009: economías desarrolladas vs. economías emergentes

WEO abr-07: Notwithstanding the recent bout of financial volatility, the world economy still looks well set for continued robust growth in 2007 and 2008. While the US economy has slowed more than was expected earlier, spillovers have been limited.

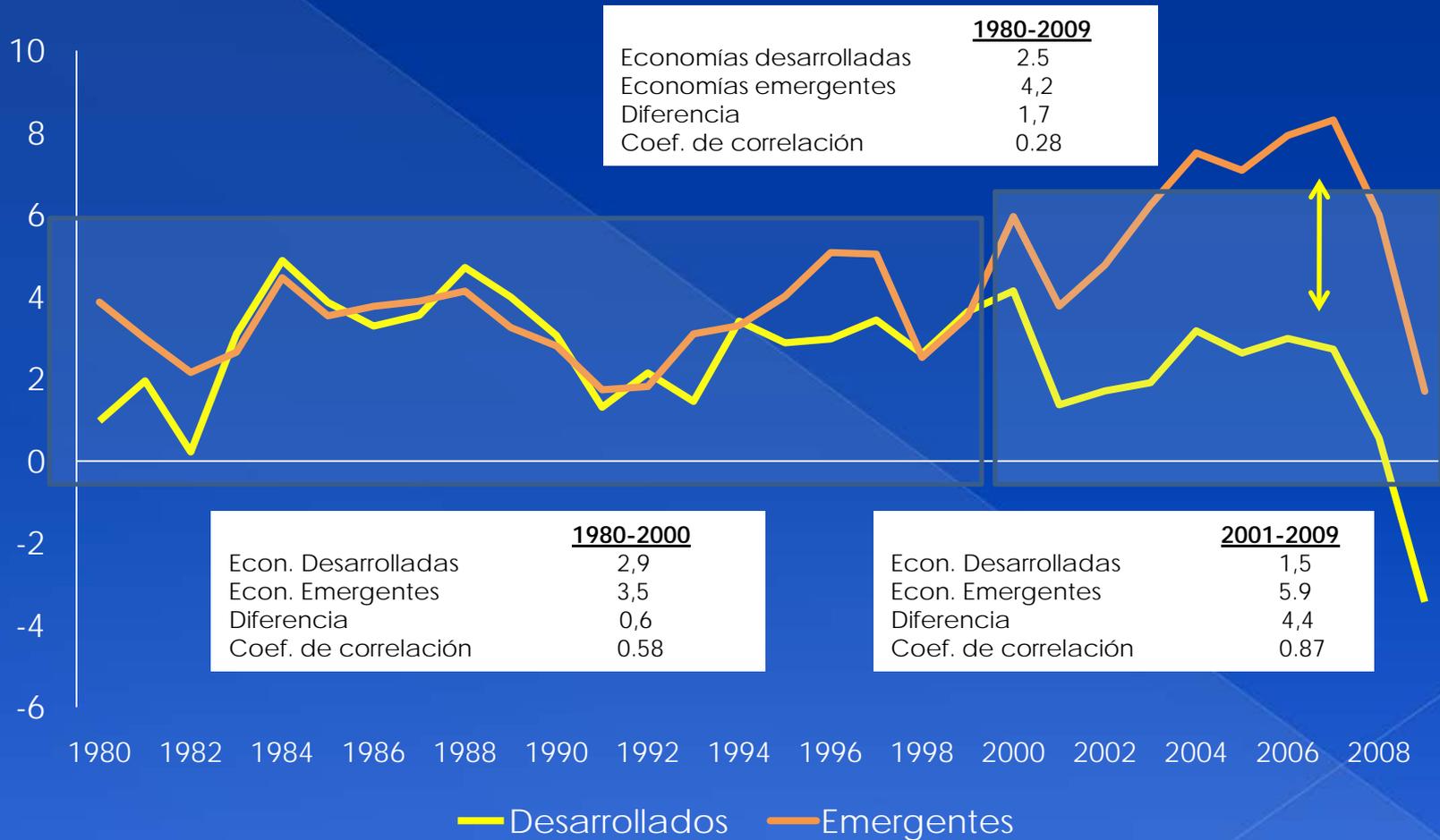


Sobre el grado de sincronía en el ciclo económico.



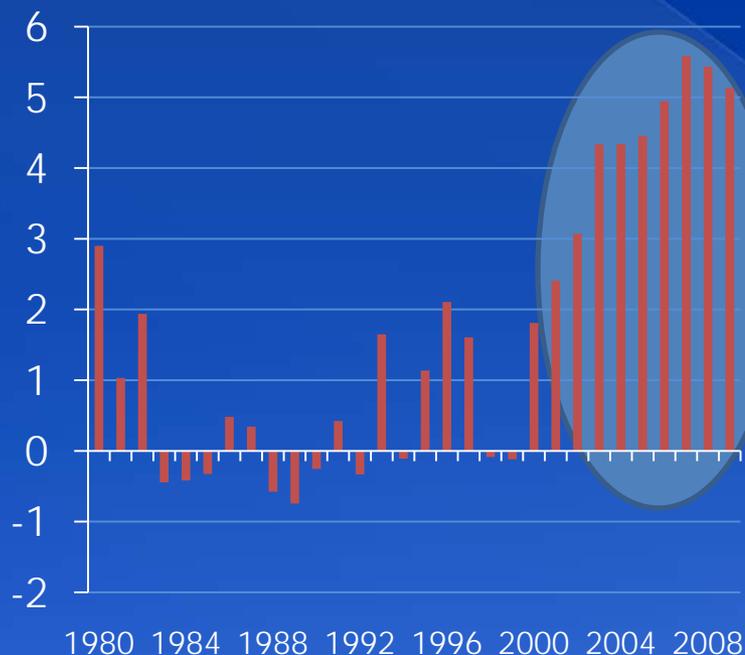
Fuente: Barclays

Crecimiento 1980-2009: economías desarrolladas vs. economías emergentes



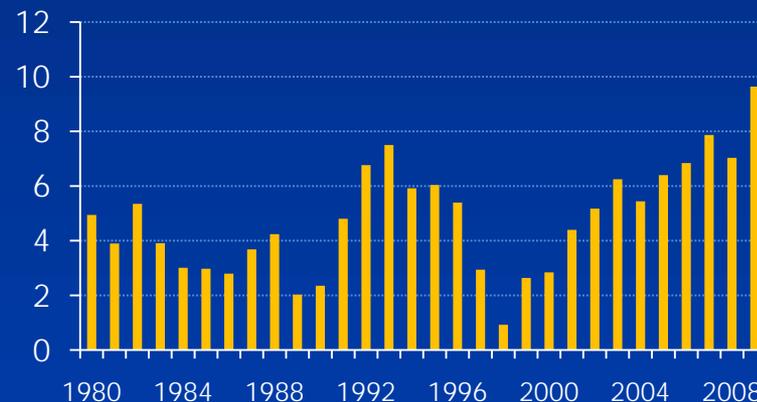
El diferencial de crecimiento

Diferencial de crecimiento:
economías emergentes y
desarrolladas



Fuente: FMI

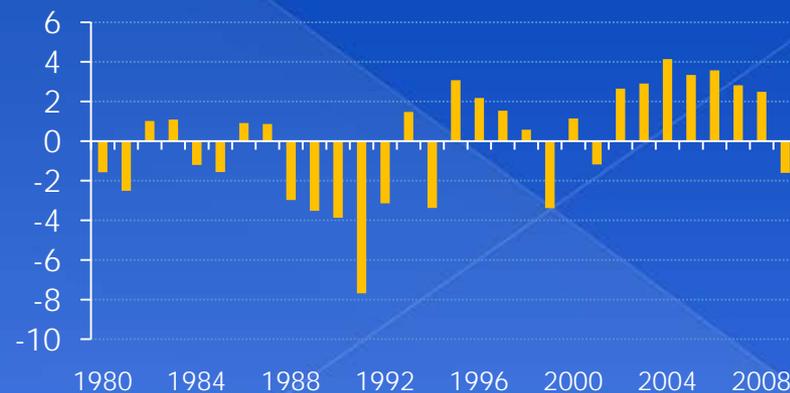
Asia emergente



América Latina

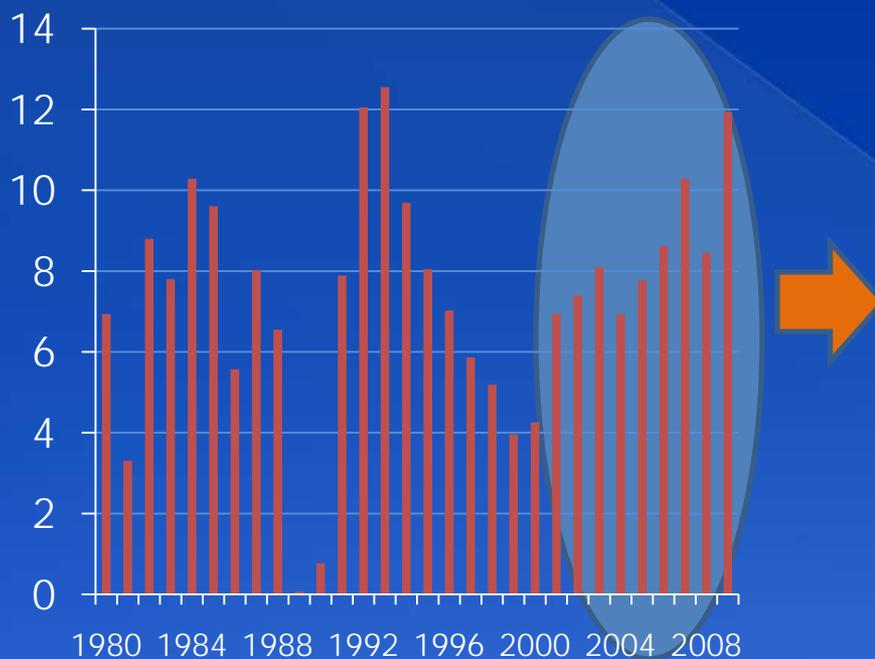


Europa Emergente



Implicancias del diferencial de crecimiento

Diferencial de crecimiento: China y economías desarrolladas

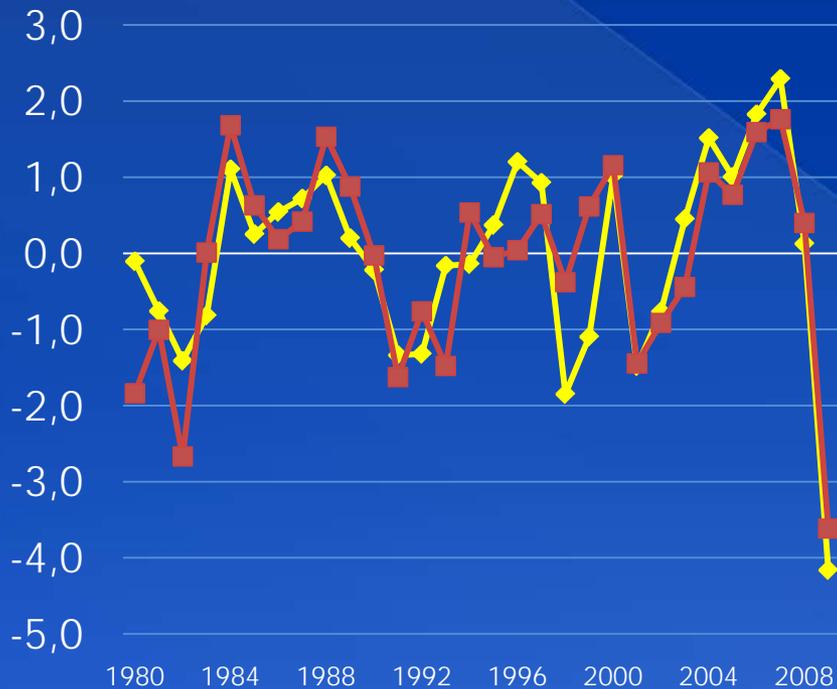


Participación de las economías emergentes dentro del PBI mundial (US\$ PPC)

	1980	1990	2000	2008
<u>Economías avanzadas</u>	<u>64</u>	<u>64</u>	<u>63</u>	<u>55</u>
Estados Unidos	22	23	24	21
Europa	29	27	25	22
Japón	8	9	8	6
Resto de Avanzados	5	5	6	6
<u>Economías Emergentes</u>	<u>36</u>	<u>36</u>	<u>37</u>	<u>45</u>
América Latina	10	8	9	8
China	2	4	7	11
Resto de Emergentes	24	24	21	26

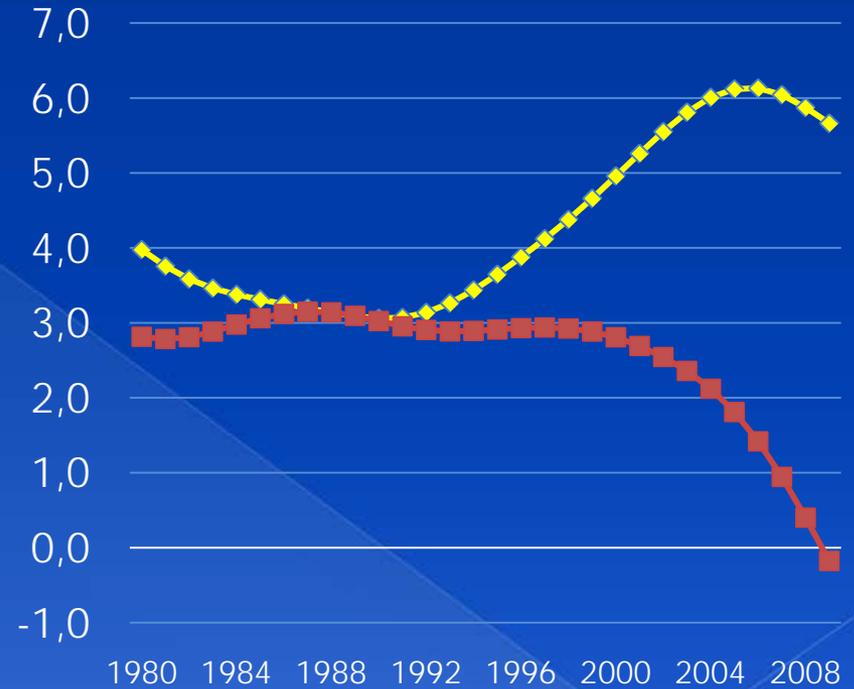
Decoupling de tendencia vs. Decoupling del ciclo.

Ciclo Económico
En puntos porcentuales



◆ Economías Emergentes
■ Economías Avanzadas

Tendencia
En porcentaje



◆ Economías Emergentes
■ Economías Avanzadas

*The real decoupling is not really about **beta**, it's about **alpha**. UBS (2009)*

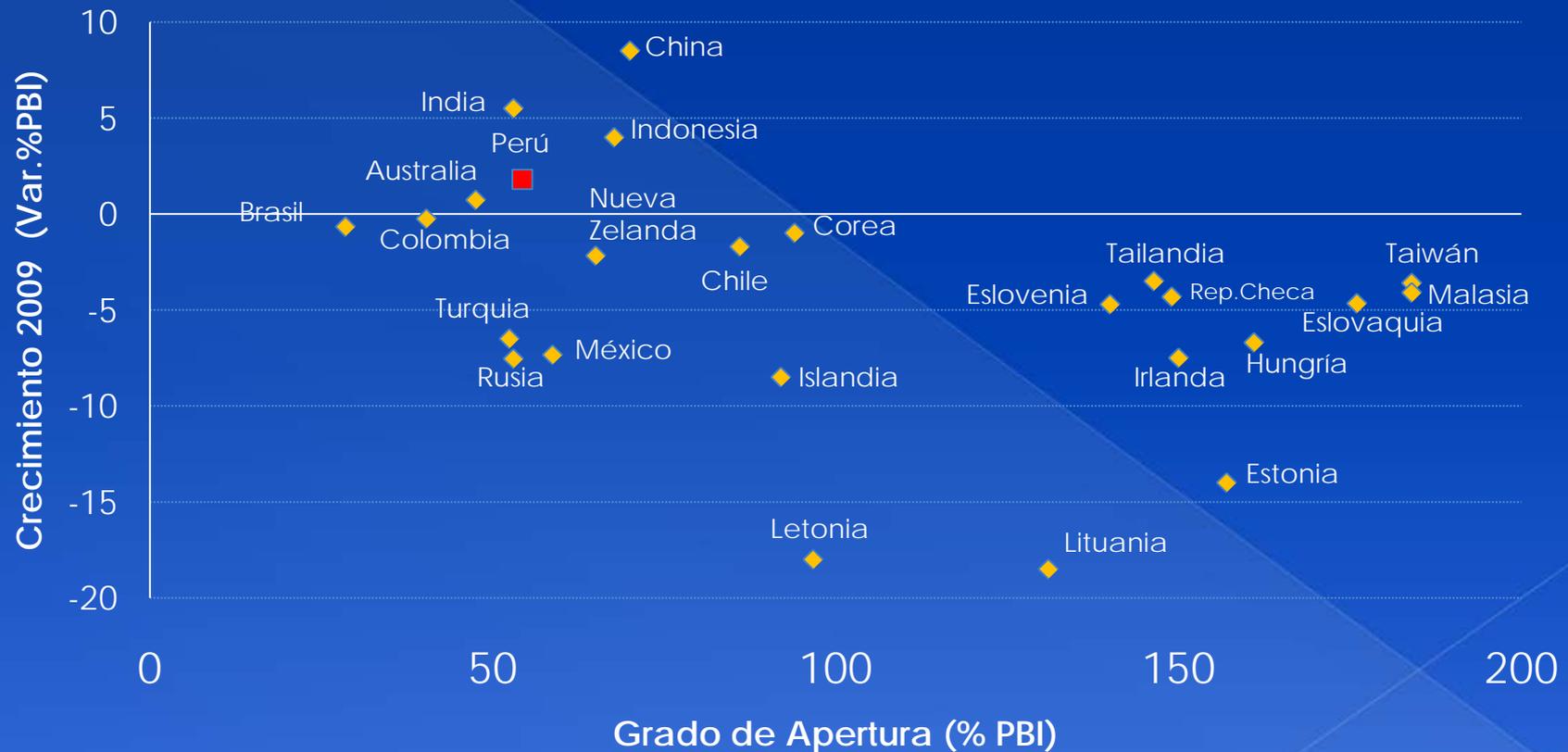
- Introducción: Hechos estilizados del crecimiento mundial y el *decoupling* inicial.
- La crisis financiera y el *recoupling*: los canales de transmisión
 - > el canal comercial y
 - > el canal financiero.
- Las economías emergentes y las políticas anticíclicas: ¿un *decoupling ex-post*?

Canales de transmisión de la crisis

a. El canal comercial

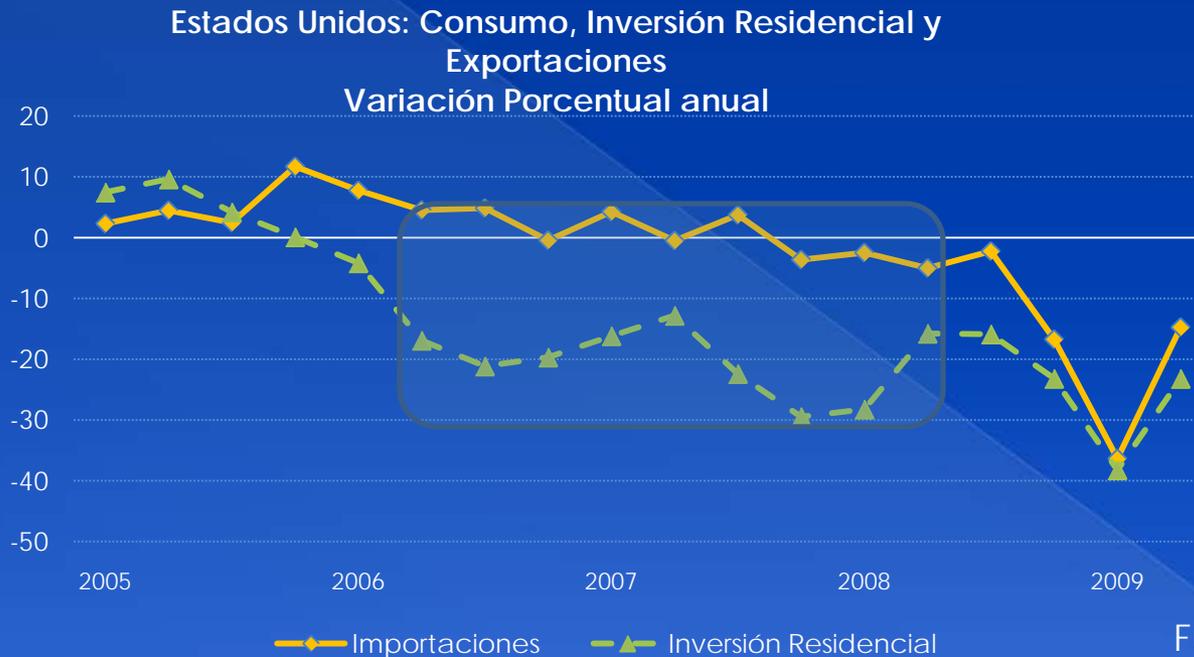
El canal comercial: ¿a quién afectó más la crisis?

Grado de apertura y crecimiento del PBI 2009



El canal comercial: ¿Por qué se pensó en un posible *decoupling*?

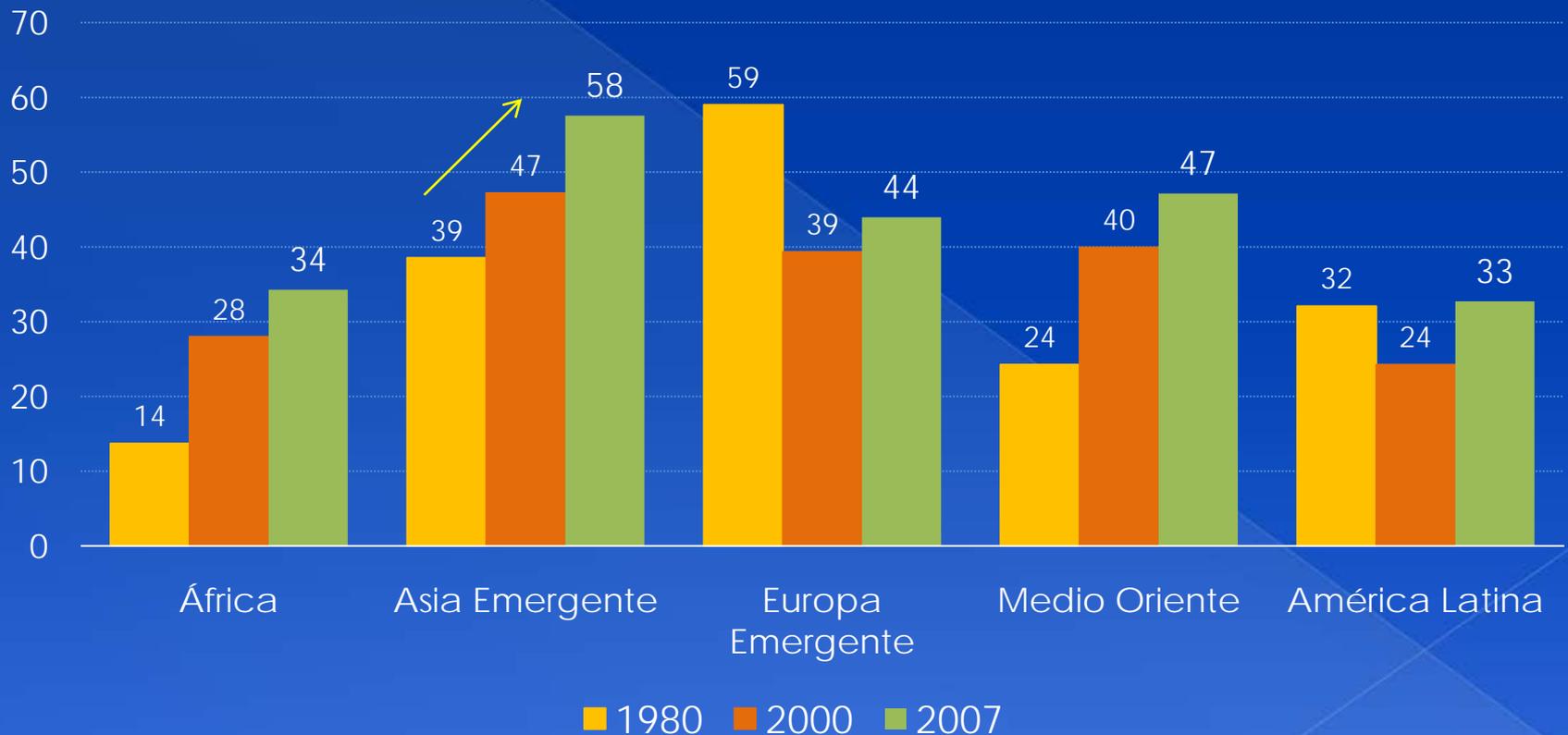
- El choque inicial – ajuste en el sector inmobiliario- era básicamente un choque idiosincrático (Roubini 2007) con escasa conexión con el resto del mundo.



- Cuando la crisis empezó a afectar el consumo, que representa el 70 por ciento del PBI de EE.UU., los vínculos con las economías emergentes se acentuaron.

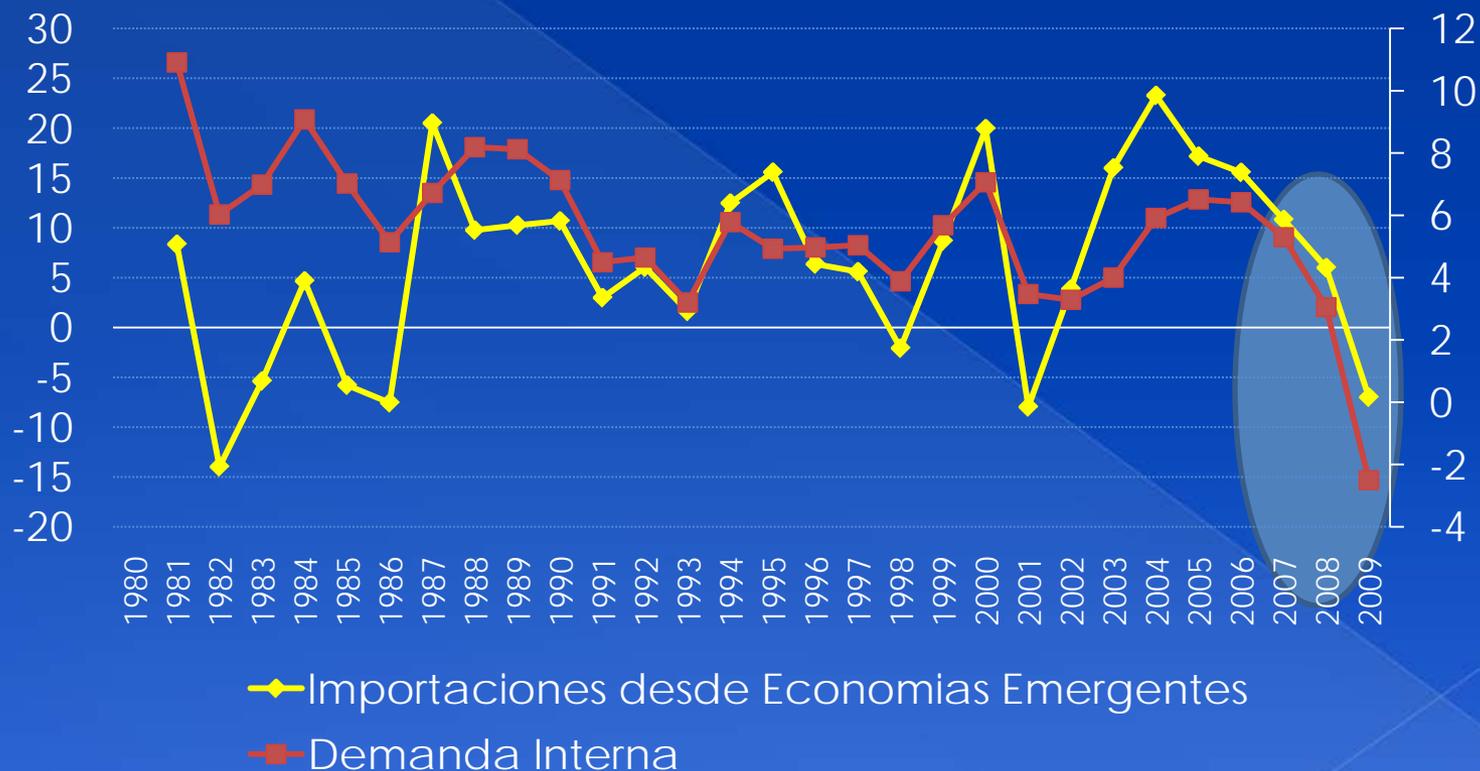
¿Por qué se pensó en un posible *decoupling*?: la diversificación de las exportaciones emergentes

Peso de las exportaciones intrarregionales de las regiones emergentes
Como porcentaje de las exportaciones al mundo de la región



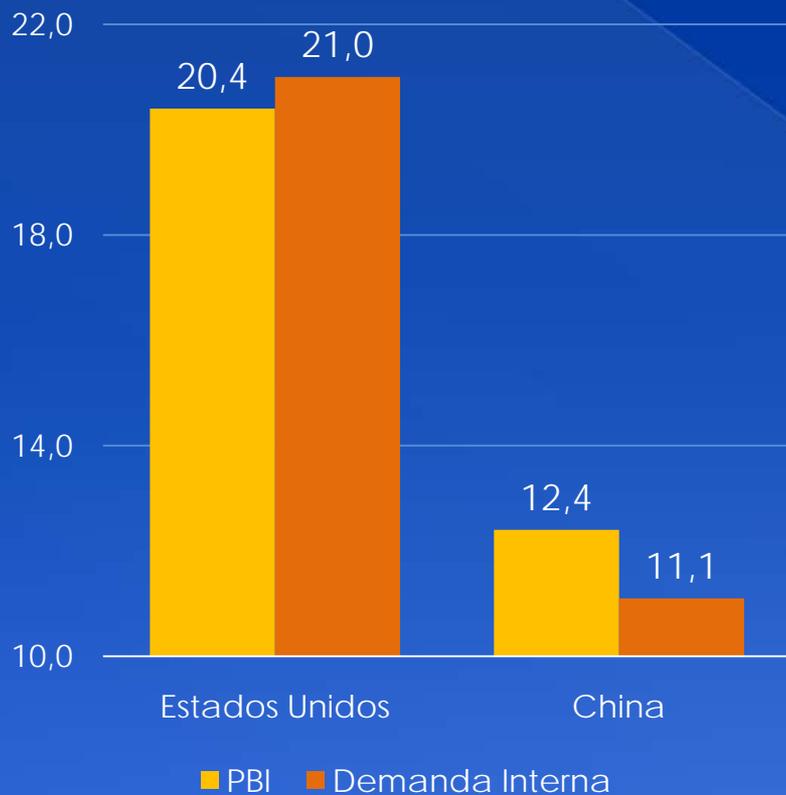
La demanda interna de las economías desarrolladas y el colapso del comercio

Demanda interna de economías desarrolladas e importaciones desde economías emergentes

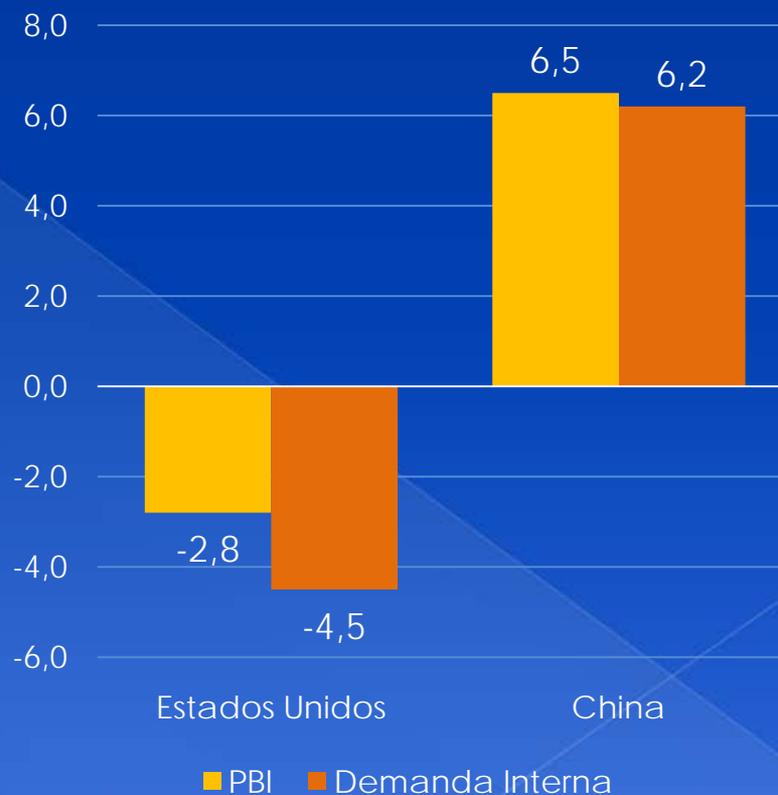


¿Qué es relevante para ver explicar el recoupling?: El PBI vs. la demanda interna

PBI versus Demanda Interna
Peso en el PBI Mundial del 2009



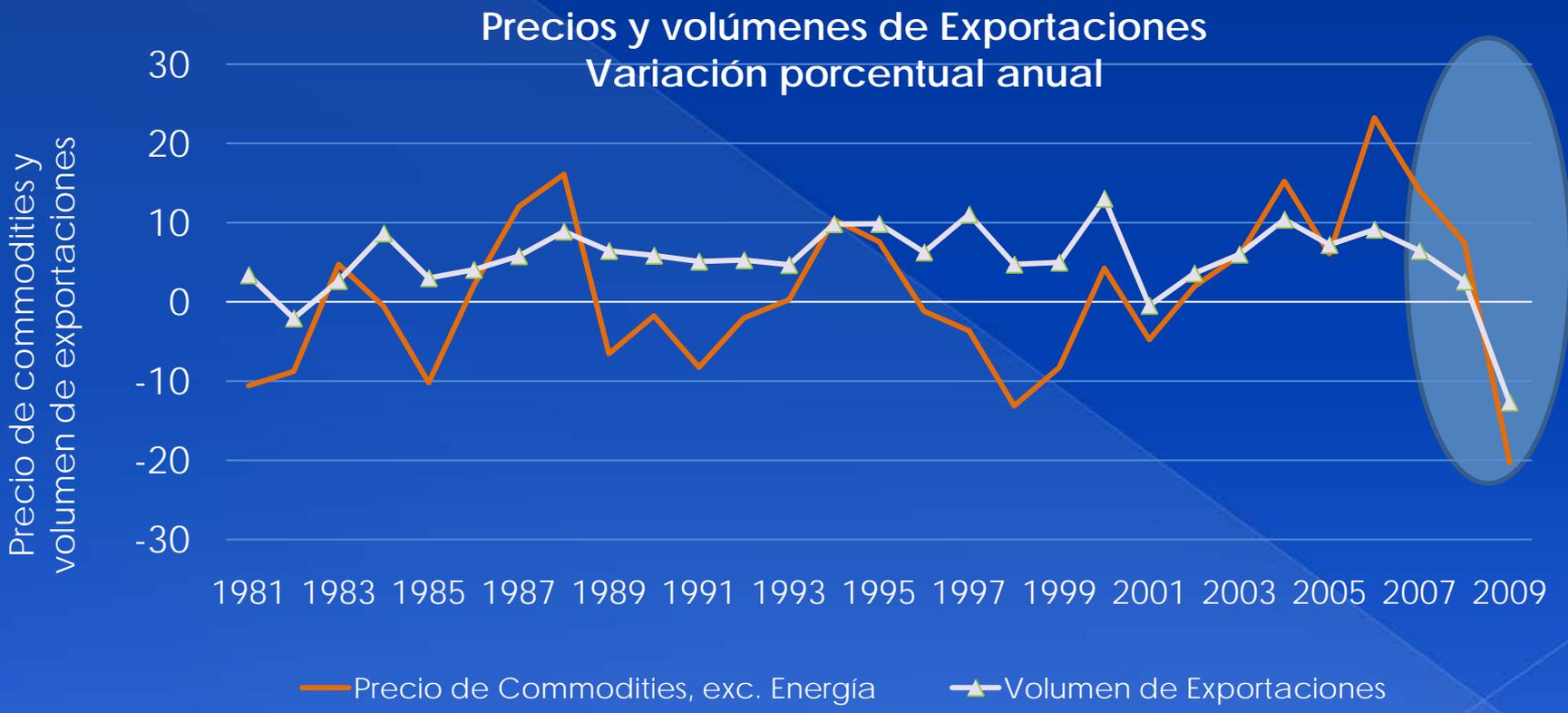
PBI versus Demanda Interna
Variación Porcentual anual en 2009



El impacto del ingreso sobre el comercio mundial

Autor	Elasticidad Ingreso del Comercio Mundial
Freund (2009)	La elasticidad del comercio al ingreso mundial en términos reales aumentó de alrededor de 2,0 entre los 60 y 70, a 2,8 en la década del 80, a 3,4 en la década del 90 y a 3,7 en la década del 2000
Freund (2009)	El comercio internacional responde más pronunciadamente al PBI durante las recesiones globales. En las recesiones globales de los años 1975, 1982, 1991, y 2001, se registra una elasticidad del comercio al ingreso cercana a 5.
Edwin (2002)	La elasticidad del comercio al ingreso mundial en términos reales aumentó de 2 en las décadas del sesenta y setenta a 3,4 en la década del noventa.
WTO (2007)	La elasticidad ingreso del comercio mundial en términos reales ha estado entre 1,5 y 2 en la última década.

El canal comercial: el efecto volumen y el efecto precio



¿Por qué distinguir precios de volumen? Los Impactos diferenciados sobre el PBI

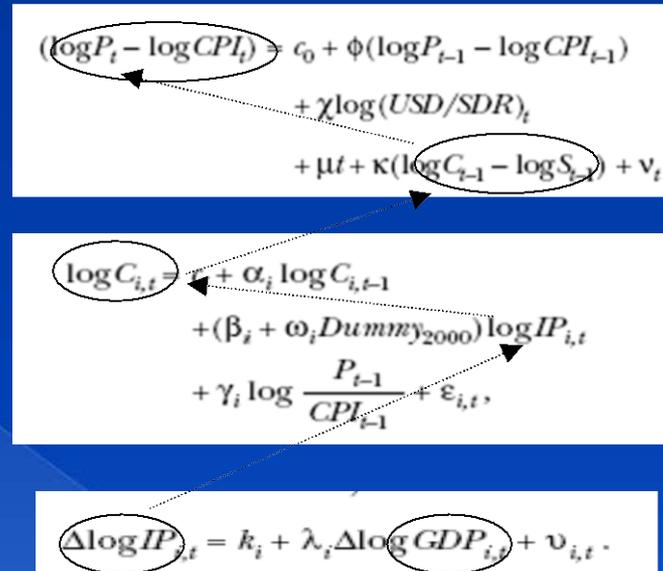
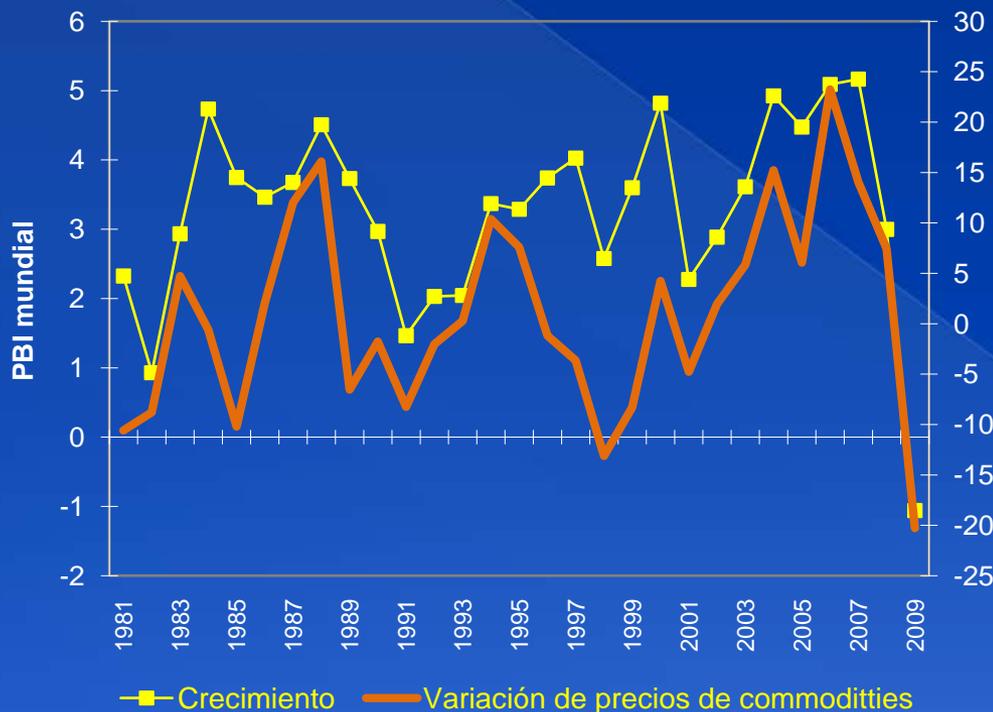
La reducción en el volumen de las exportaciones impacta directamente sobre el PBI, mientras que el colapso en los precios lo hace de manera indirecta.

Diagrama



El canal comercial : precios

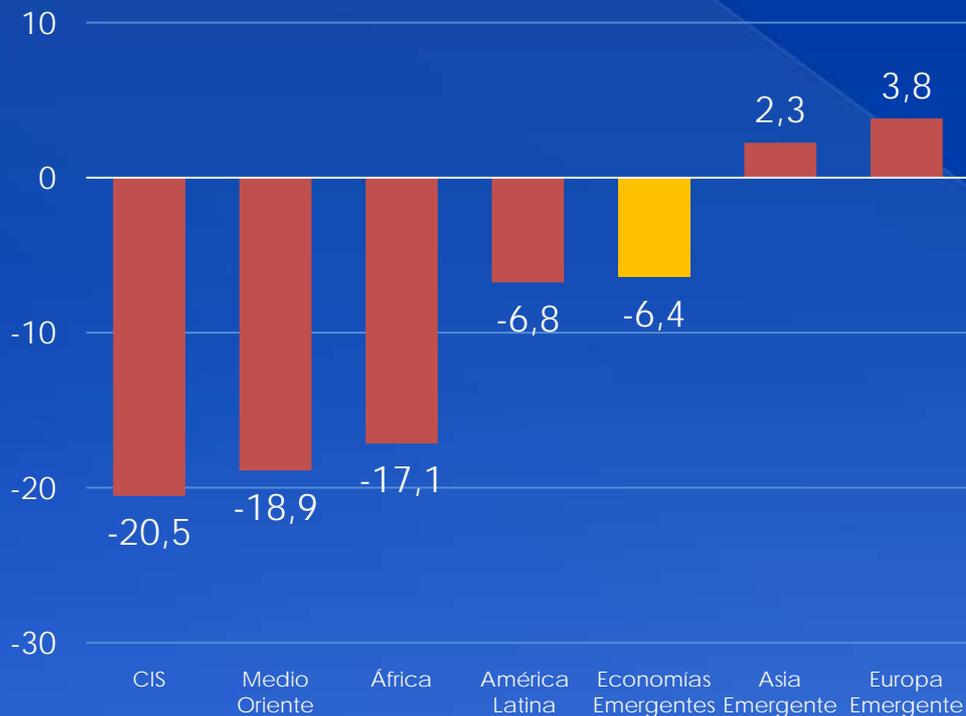
PBI mundial y precio de los commodities



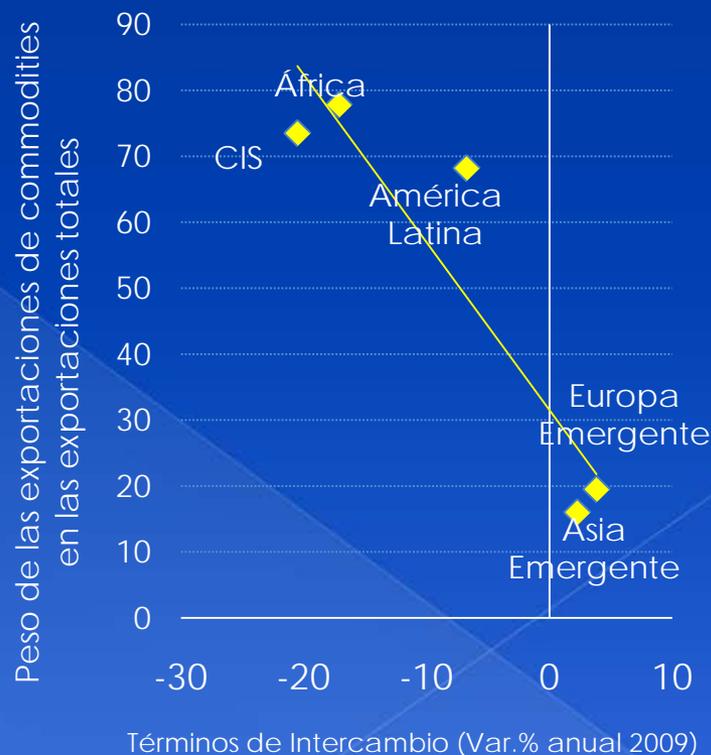
Fuente: WEO (set. 2006)

El impacto diferenciado en los términos de intercambio

Términos de Intercambio 2009
Variación porcentual anual

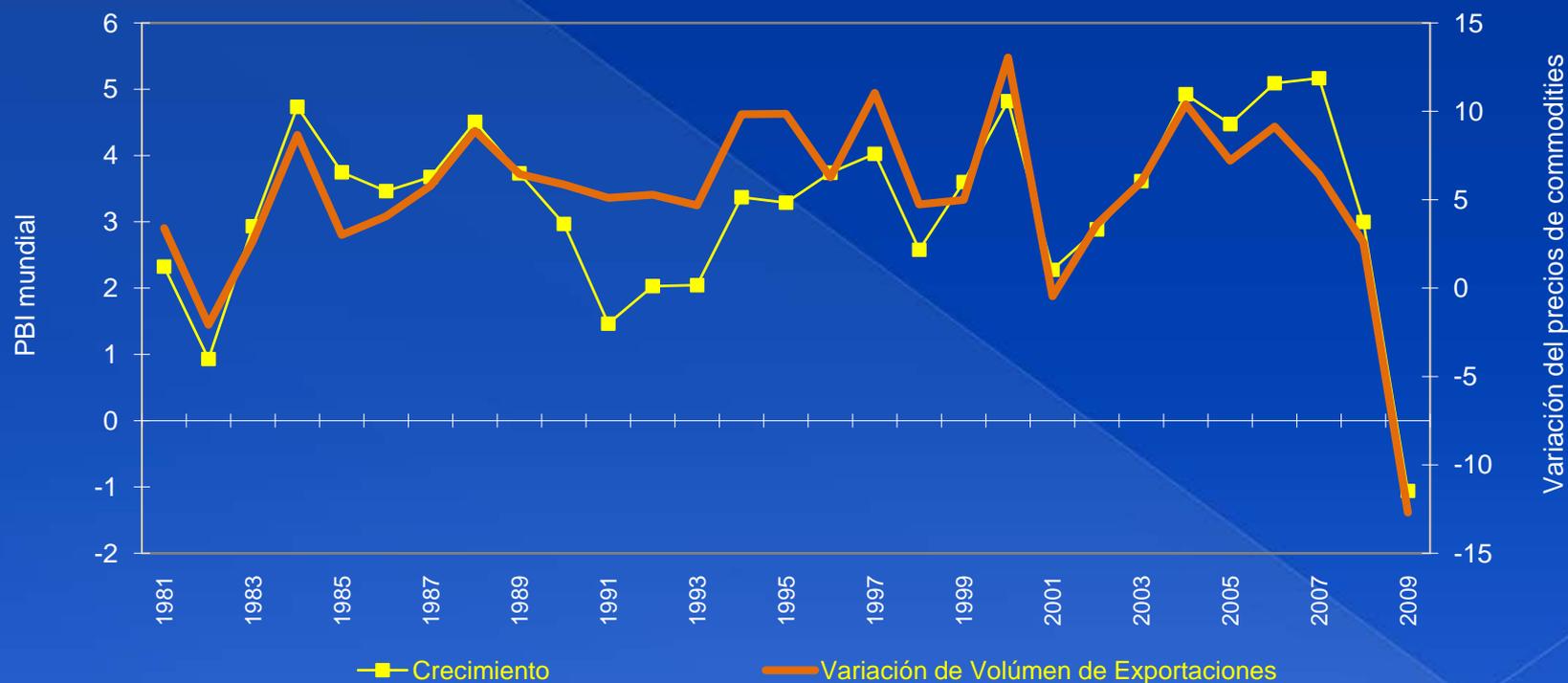


Términos de Intercambio y Exportación de Commodities



El canal comercial : volumen

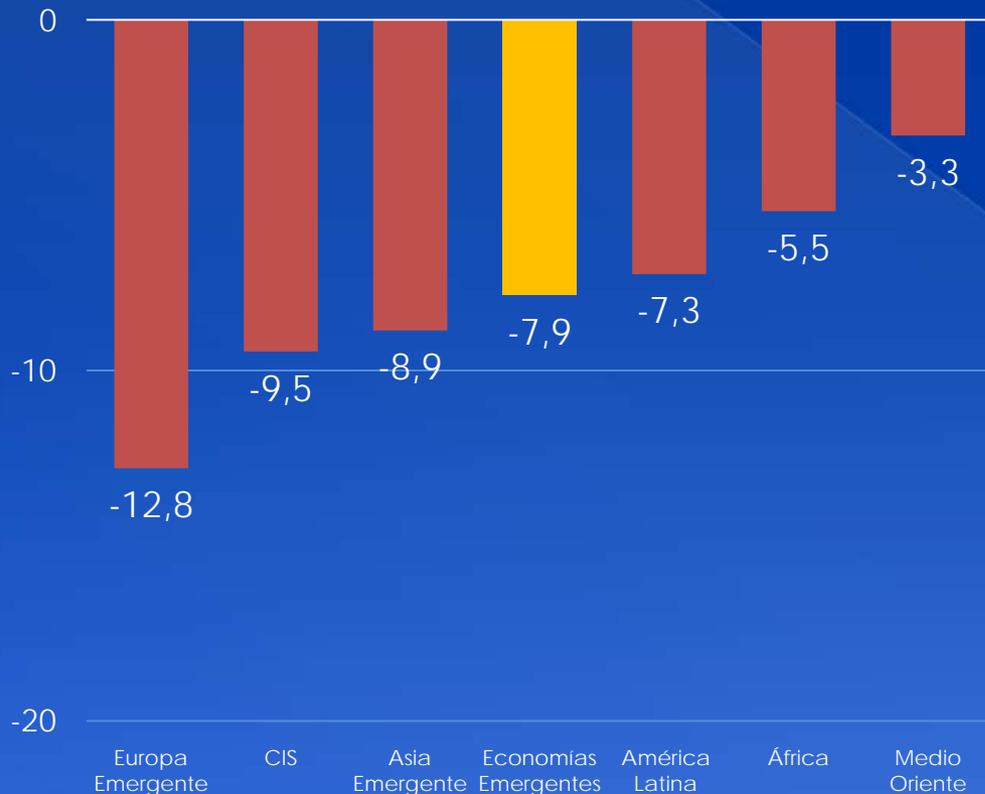
PBI mundial y volumen de las exportaciones



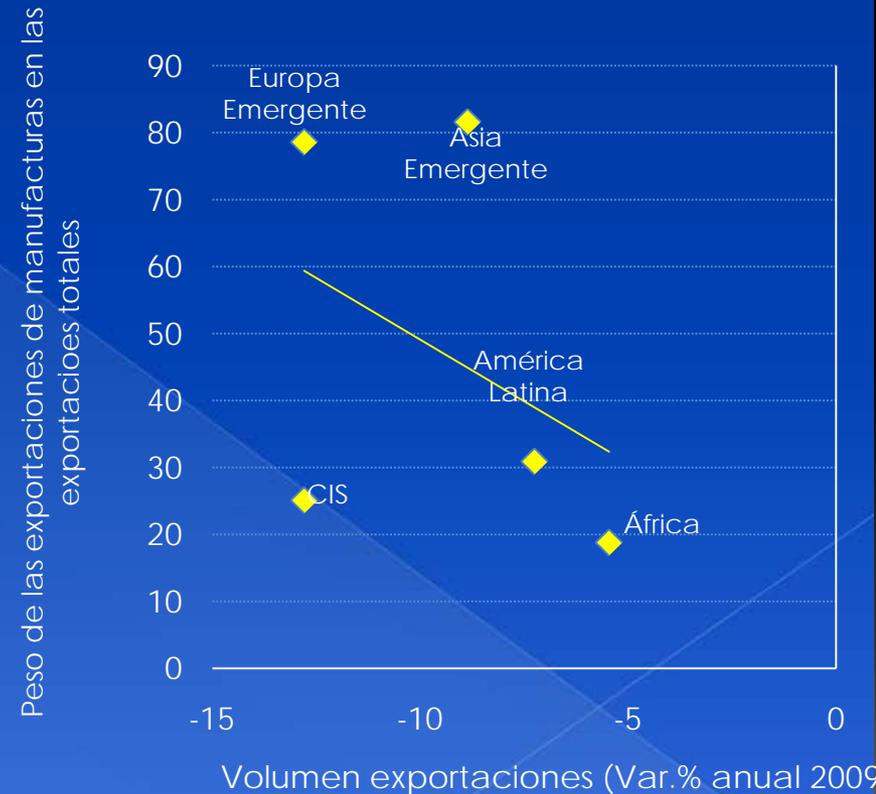
Fuente: FMI

El impacto diferenciado sobre los volúmenes de exportación

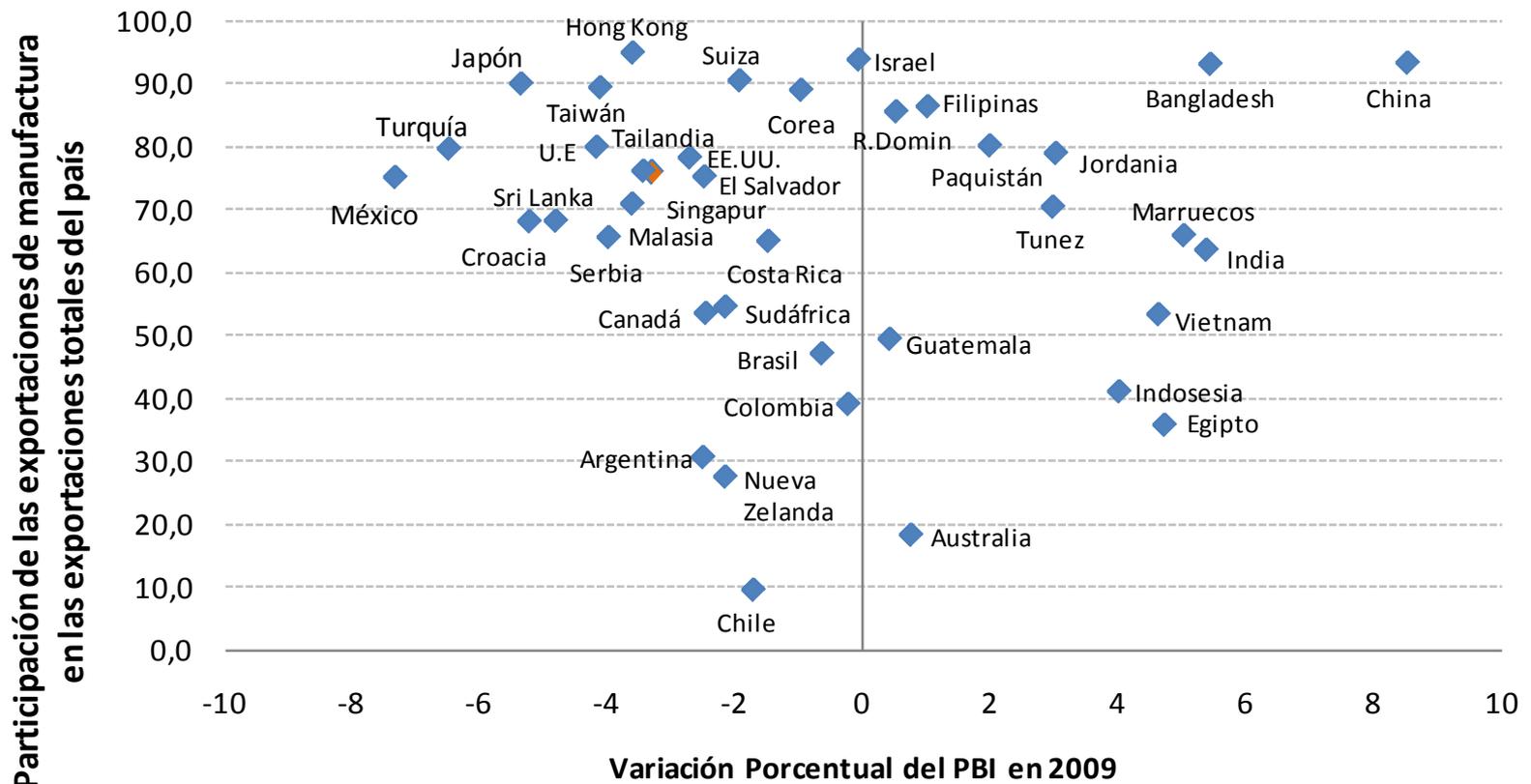
Volumen de Exportaciones Variación porcentual anual



Volumen de Exportaciones y Exportación de Manufacturas

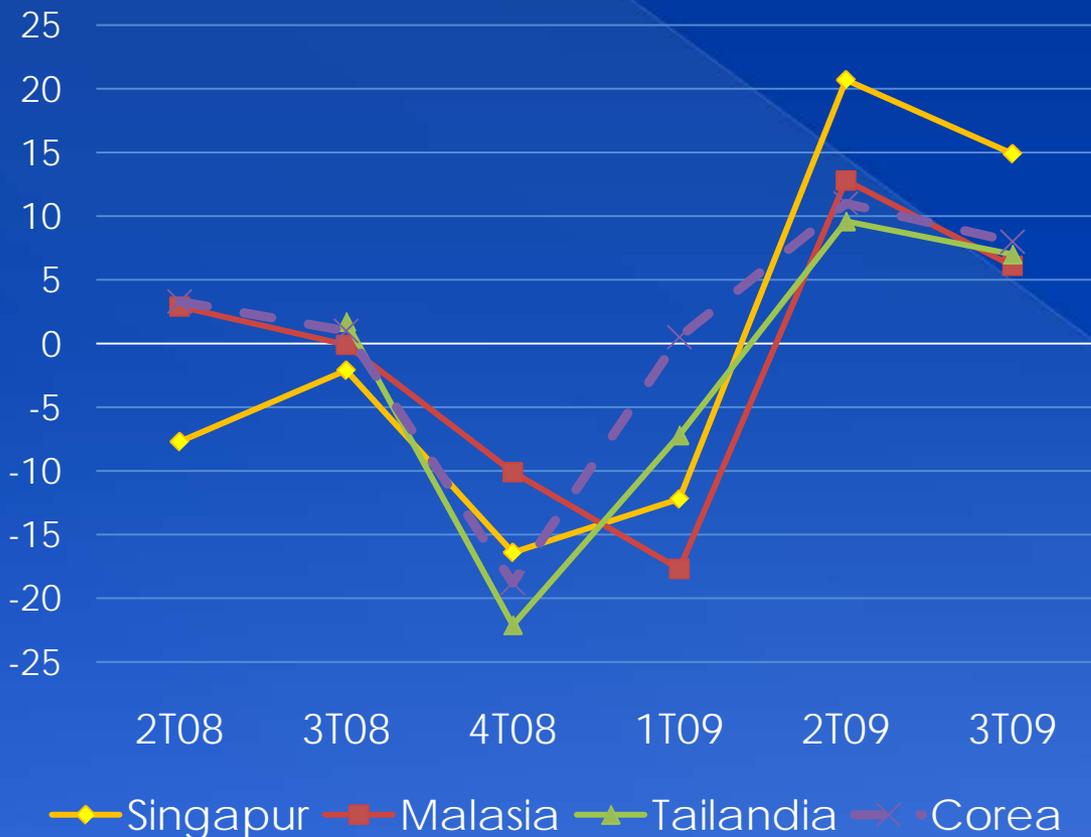


Peso de las exportaciones de manufactura y crecimiento económico

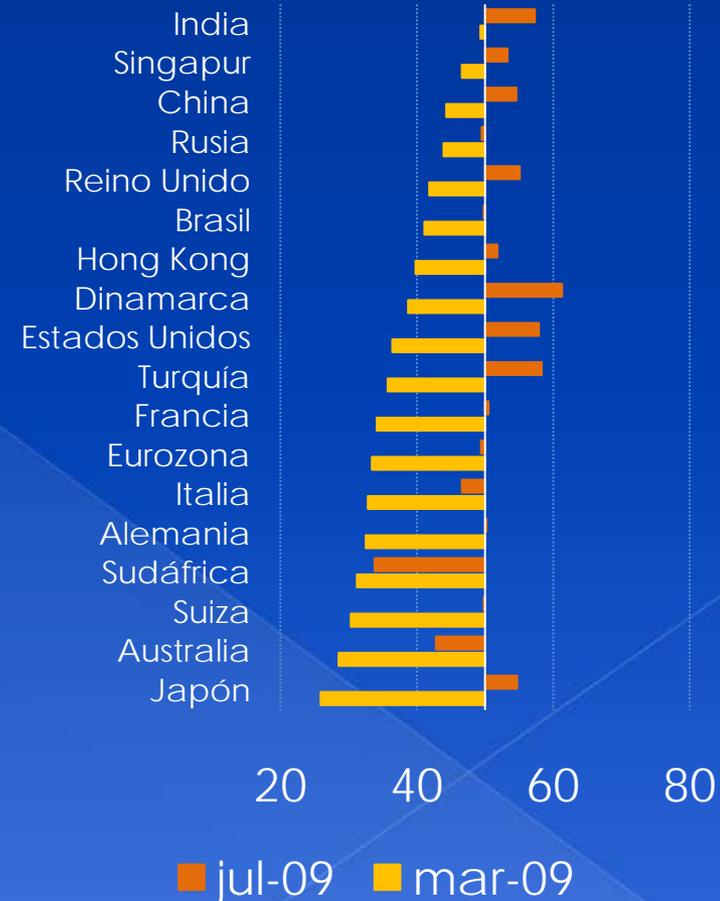


Los países exportadores de manufacturas : mayores caídas, mayores recuperaciones

PBI Trimestral
Variación porcentual anualizada

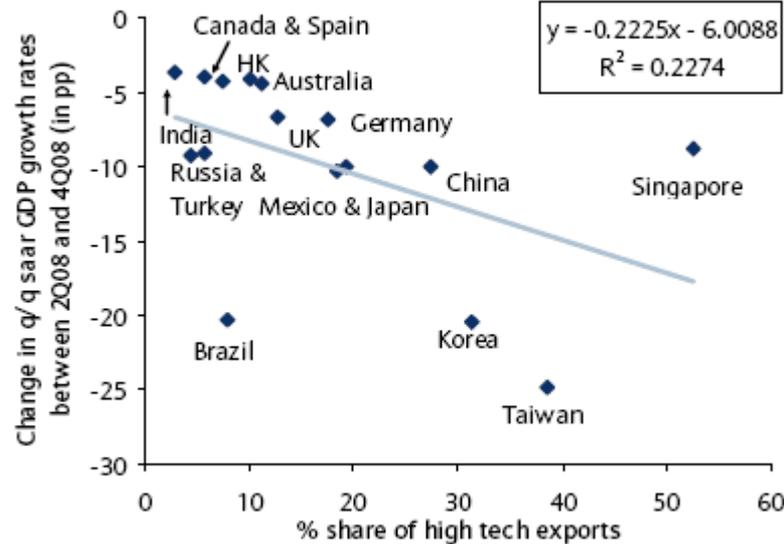


PMI



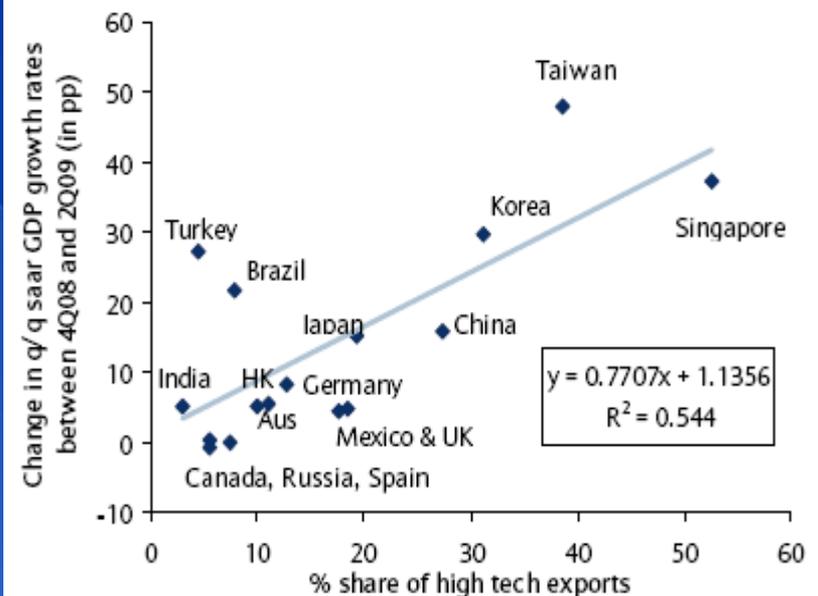
Los países exportadores de manufacturas : mayores caídas, mayores recuperaciones

Fall of output in cyclical countries



Source: Census Bureau Import Data, BEA, Haver, Barclays Capital

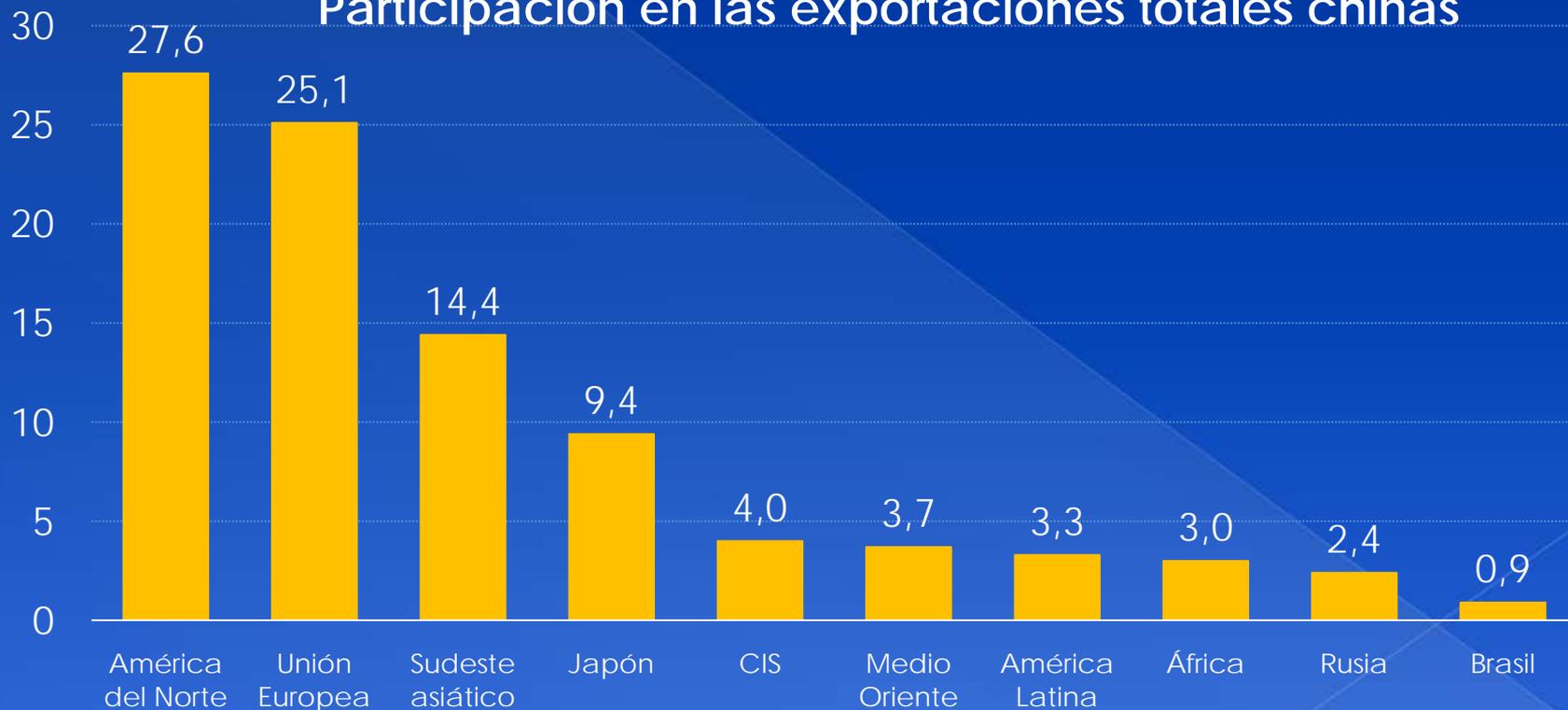
Recovery of output in cyclical countries



Fuente: Barclays

China: exportaciones de manufacturas y su dependencia de las economías desarrolladas

Exportaciones de China de manufactura por destino
Participación en las exportaciones totales chinas



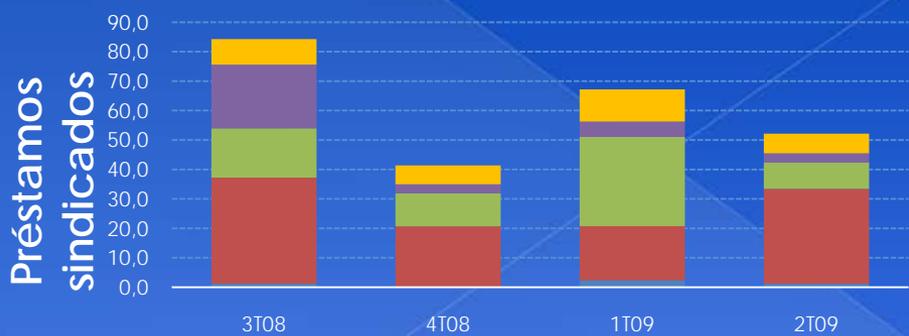
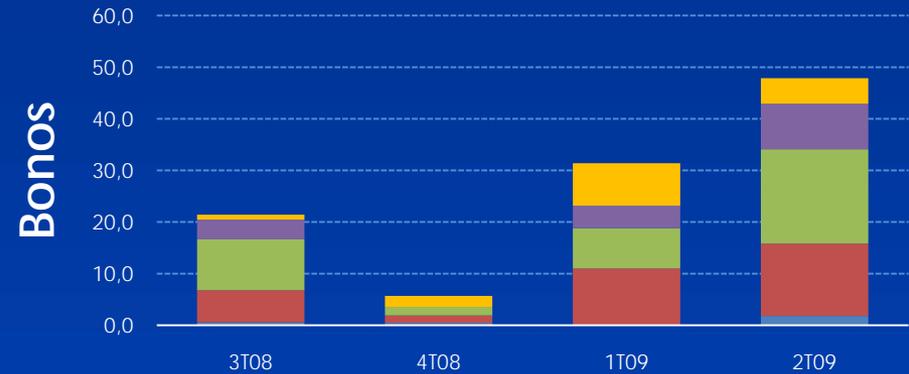
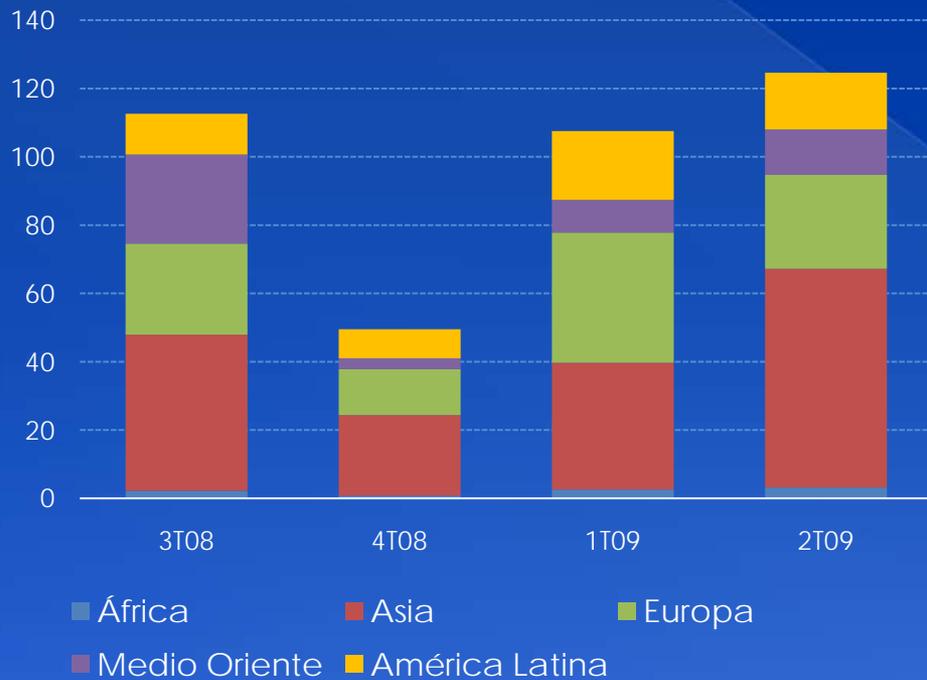
Fuente: OMC

Canales de transmisión de la crisis

b. El canal financiero

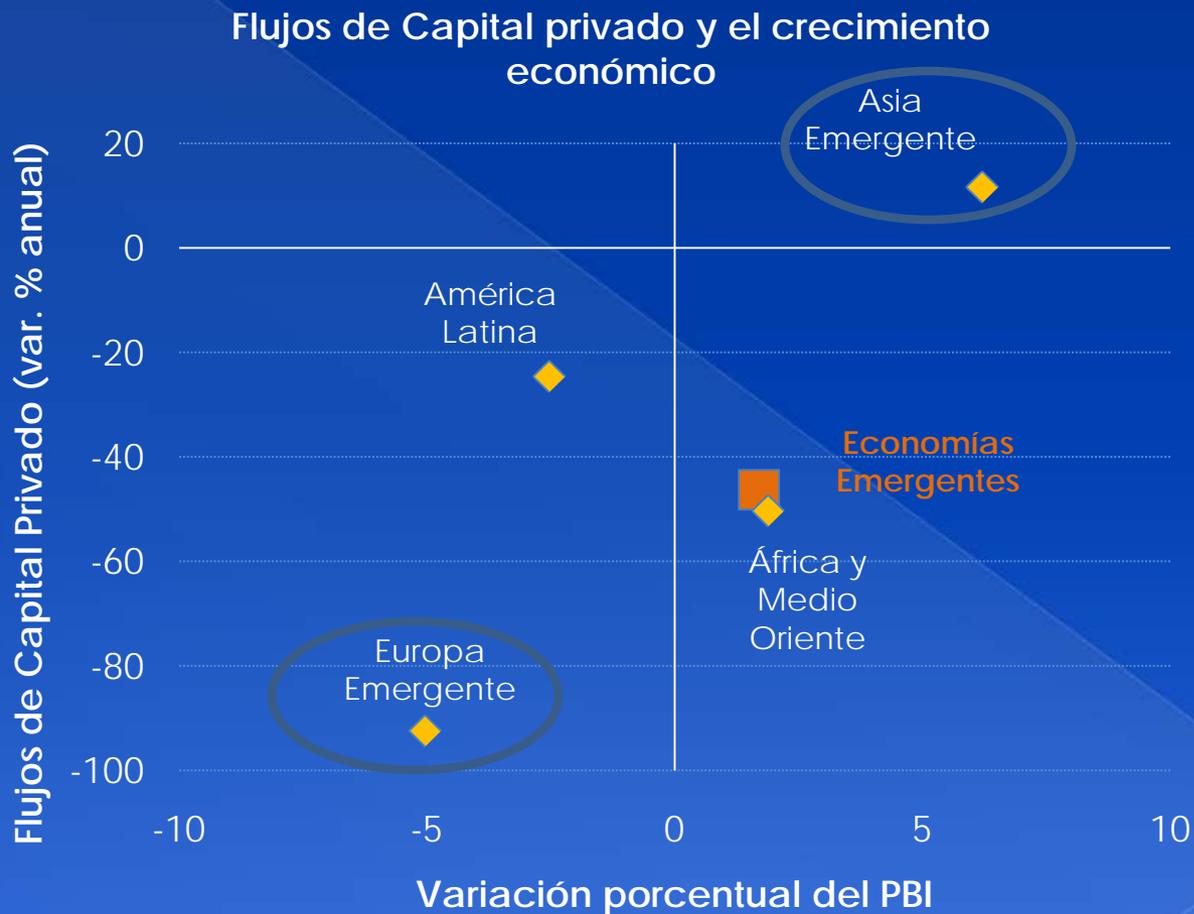
El flujos de capitales: ¿un comportamiento en “V”? (no hay data desde más atrás?)

Evolución reciente del Financiamiento Externo de los Mercados Emergentes: Bonos, Acciones y Préstamos
En miles de millones de US\$



Fuente: GFSR, FMI

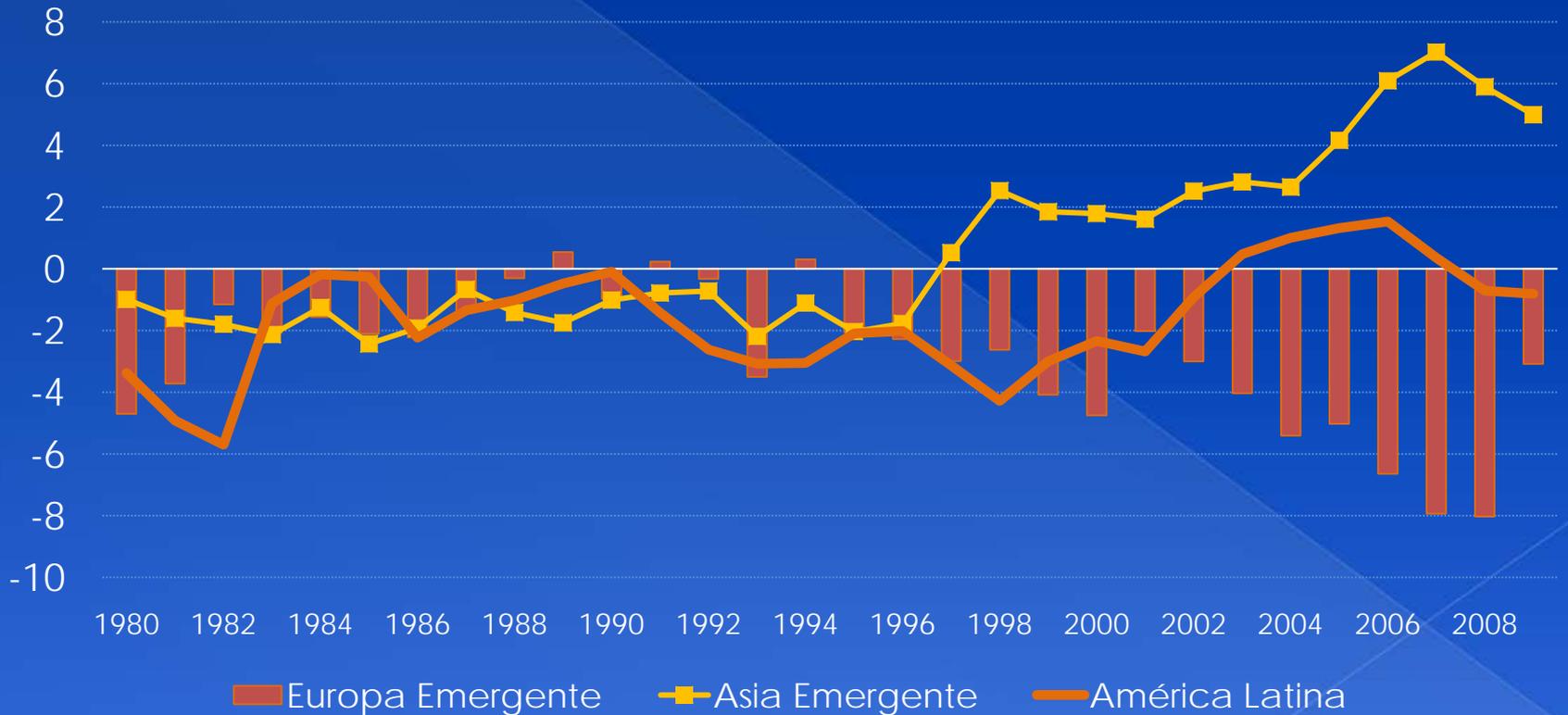
¿A quiénes afectó más la salida de capitales?



Fuente: IIF y FMI

Salidas de capitales y los desequilibrios macroeconómicos

Cuenta Corriente Porcentaje del PBI



Flujos de capitales y deuda externa

Cuenta Corriente y Flujos de Capital: 2003-2007

	América Latina	Europa Emergente
Cuenta Corriente (% PBI) *	<u>0,9</u>	<u>-5,3</u>
Flujos de Capital (US\$ miles millones)**	<u>318</u>	<u>539</u>
Inversión Directa Extranjera	<u>246</u>	243
Portafolio	5	60
Préstamo	67	<u>236</u>

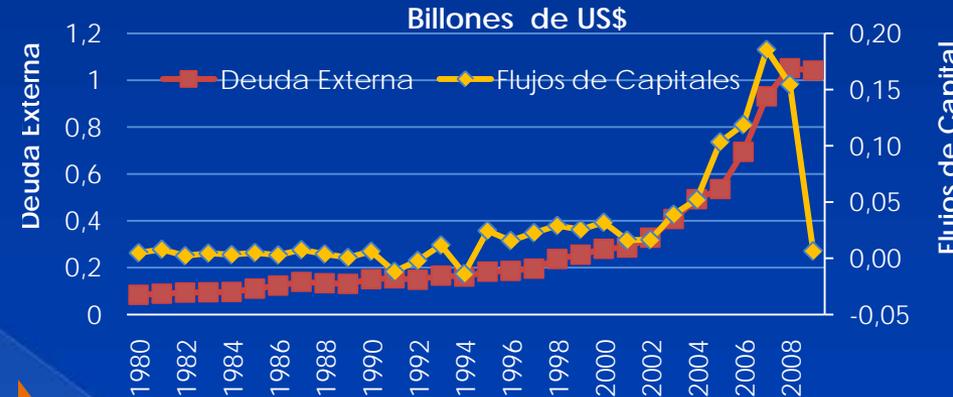
* Promedio entre 2003-2007

** Flujos acumulados

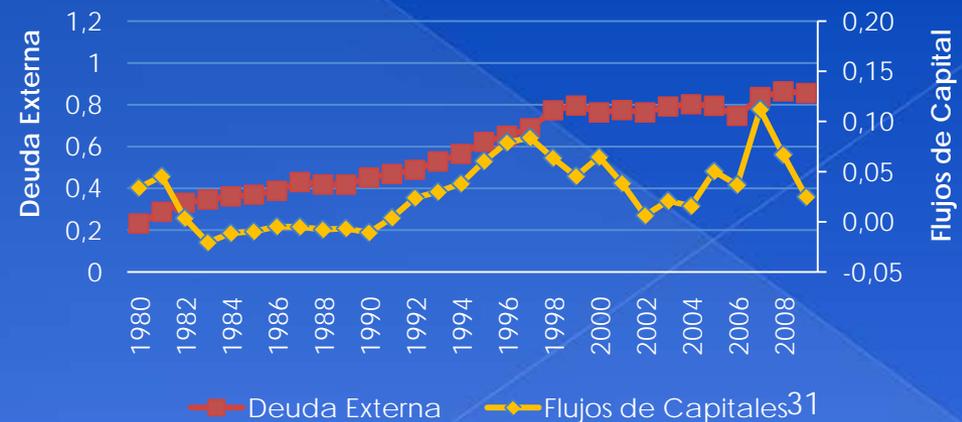
Fuente: FMI



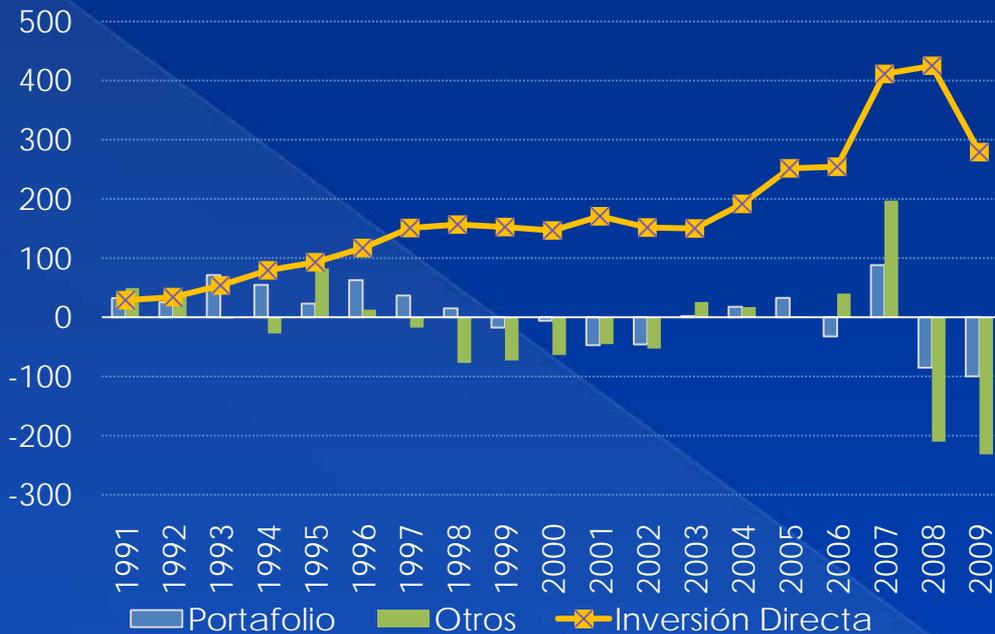
Europa Emergente: Deuda Externa y Flujos de Capital



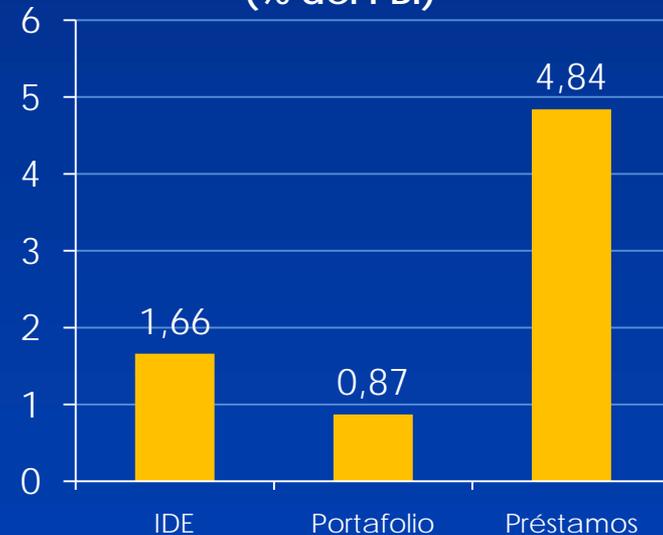
América Latina : Deuda Externa y Flujos de Capital



Flujos de Capital Privados En miles de millones de US\$



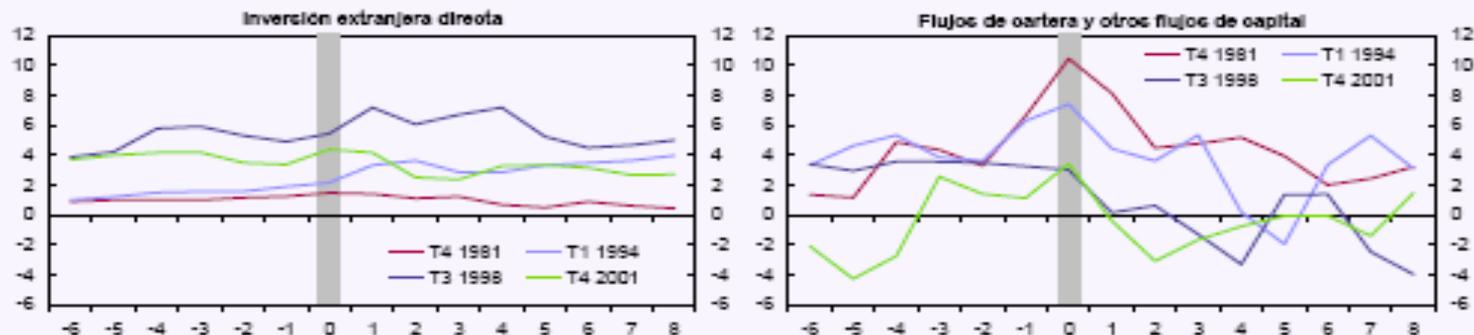
Desviación estándar de los flujos de capitales a economías emergentes (% del PIB)



Fuente: Prasad, Rogoff y Kose (2006)

Episodios previos de crisis: Entradas netas de capital 1/

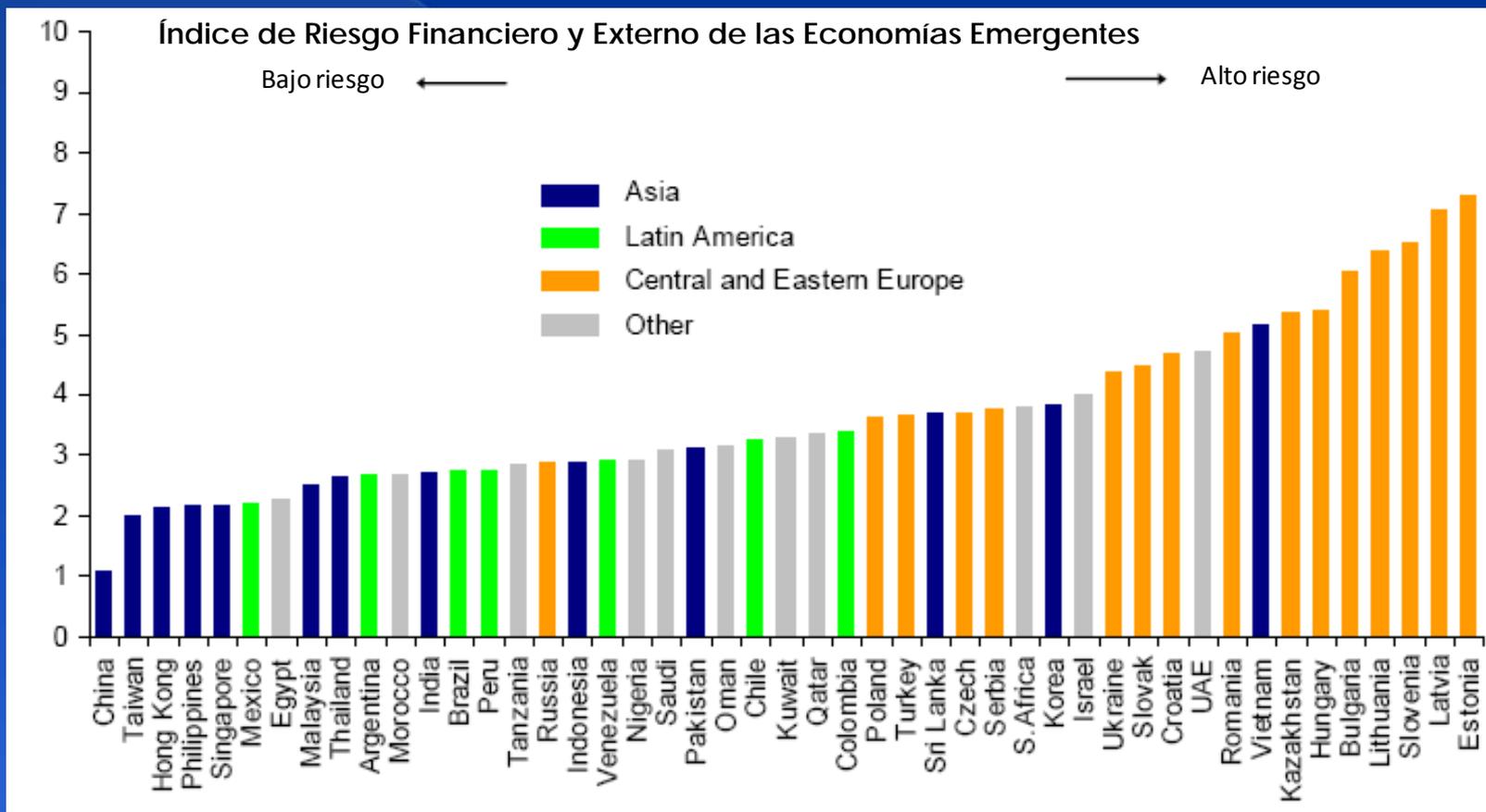
(Porcentaje de PIB, en $t = -\delta$)



Fuentes: Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

1/ Promedio móvil de dos trimestres, en cifras anualizadas, de flujos brutos de inversión extranjera directa, cartera y otros flujos como porcentaje del PIB seis trimestres antes del punto máximo de financiamiento. Cada línea es un promedio simple de la razón entradas de capital/PIB de todos los países de ALIC de los que se dispone datos trimestrales.

Los desequilibrios macroeconómicos y la vulnerabilidad externa



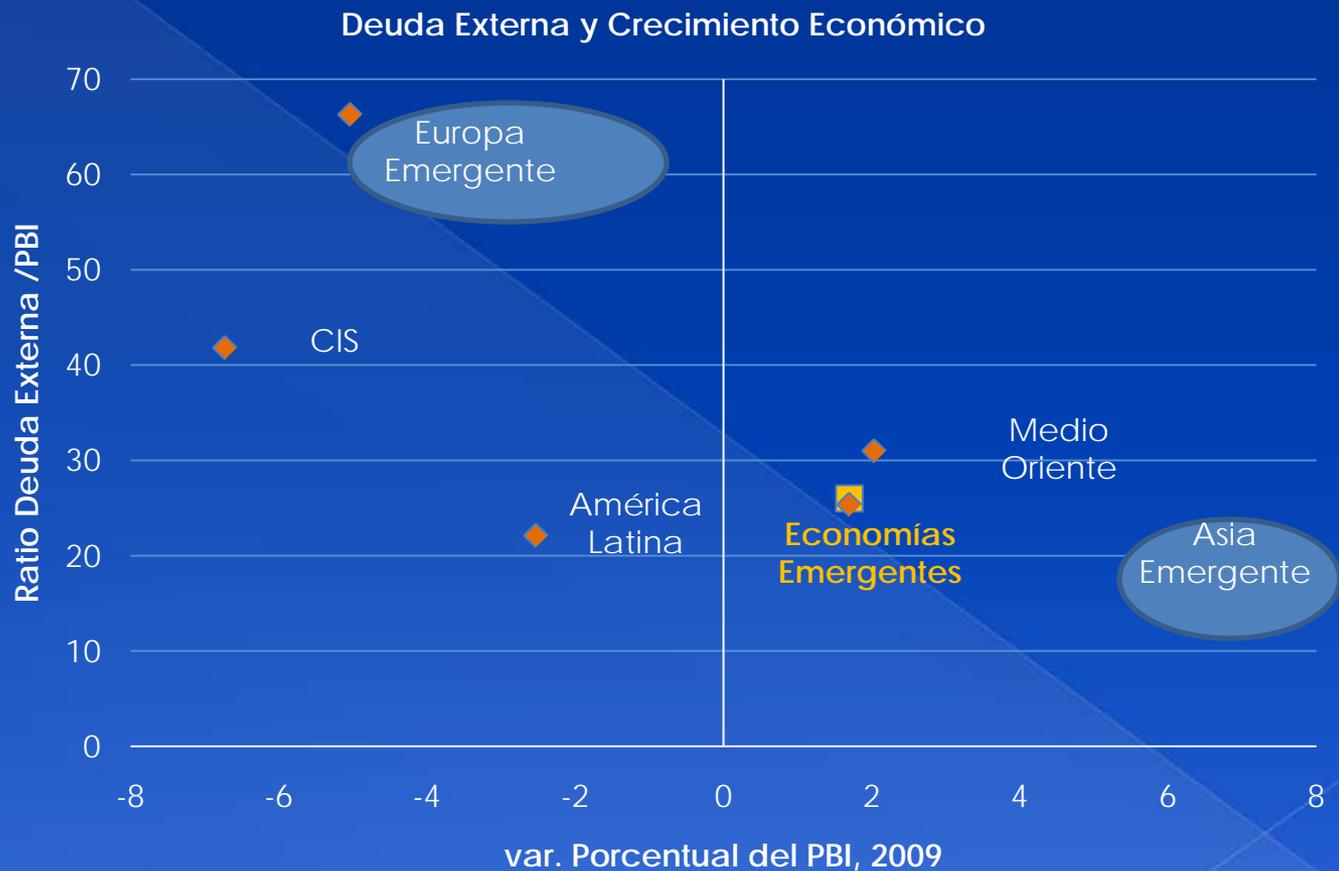
El indicador incluye i) el ratio préstamos a depósitos del sistema bancario, (ii) el incremento en el ratio de préstamos a depósitos en los últimos cinco años, (iii) el incremento en el ratio del crédito/PBI en los últimos cinco años, (iv) la deuda pública bruta como porcentaje del PBI, (v) el ratio de exportaciones a PBI, (vi) la participación de las exportaciones de commodities en las exportaciones totales, (vii) la cuenta corriente como porcentaje del PBI, (viii) la deuda externa bruta (pública y privada) como porcentaje del PBI, y (ix) las reservas respecto a la deuda externa bruta. Cada indicador se re-escala del 0 al 10 y el índice agregado de riesgo es el promedio de los puntajes individuales.. FUENTE: UBS

Latvia: Indicadores económicos 2000-2009

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Crec. PBI	6.9	8.0	6.4	7.1	8.7	10.6	12,2	10,0	-4.6	-18,0
Cuenta corriente (%PBI)	-4.7	-7.5	-6.7	-8.3	-12.8	-12.4	-22.7	-21.6	-12.6	+4.5
Indicador de vulnerabilidad externa	380	319	388	463	468	457	306	358	368	311
Crecimiento del crédito	46	34	38	40	40	62	54	32	9.4	--
Activos externos de los bancos (miles de mill. US\$)	-0.03	-038	-0.72	-1.27	-2.28	-4.37	-9.01	-14.5	-16.1	--

Fuente: Moody's y FMI.

Salidas de capitales y los desequilibrios macroeconómicos



- ◉ Introducción: Hechos estilizados del crecimiento mundial.
- ◉ La crisis financiera y el *recoupling*: los canales de transmisión: el canal comercial y el canal financiero.
- ◉ Las economías emergentes y las políticas anticíclicas: ¿un "decoupling ex-post"?

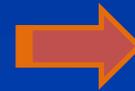
Implicancias del peso creciente de las economías emergentes: el *trade off* de la globalización

Mayor integración con el resto del mundo



Mayor peso dentro de la economía mundial

Políticas anticíclicas



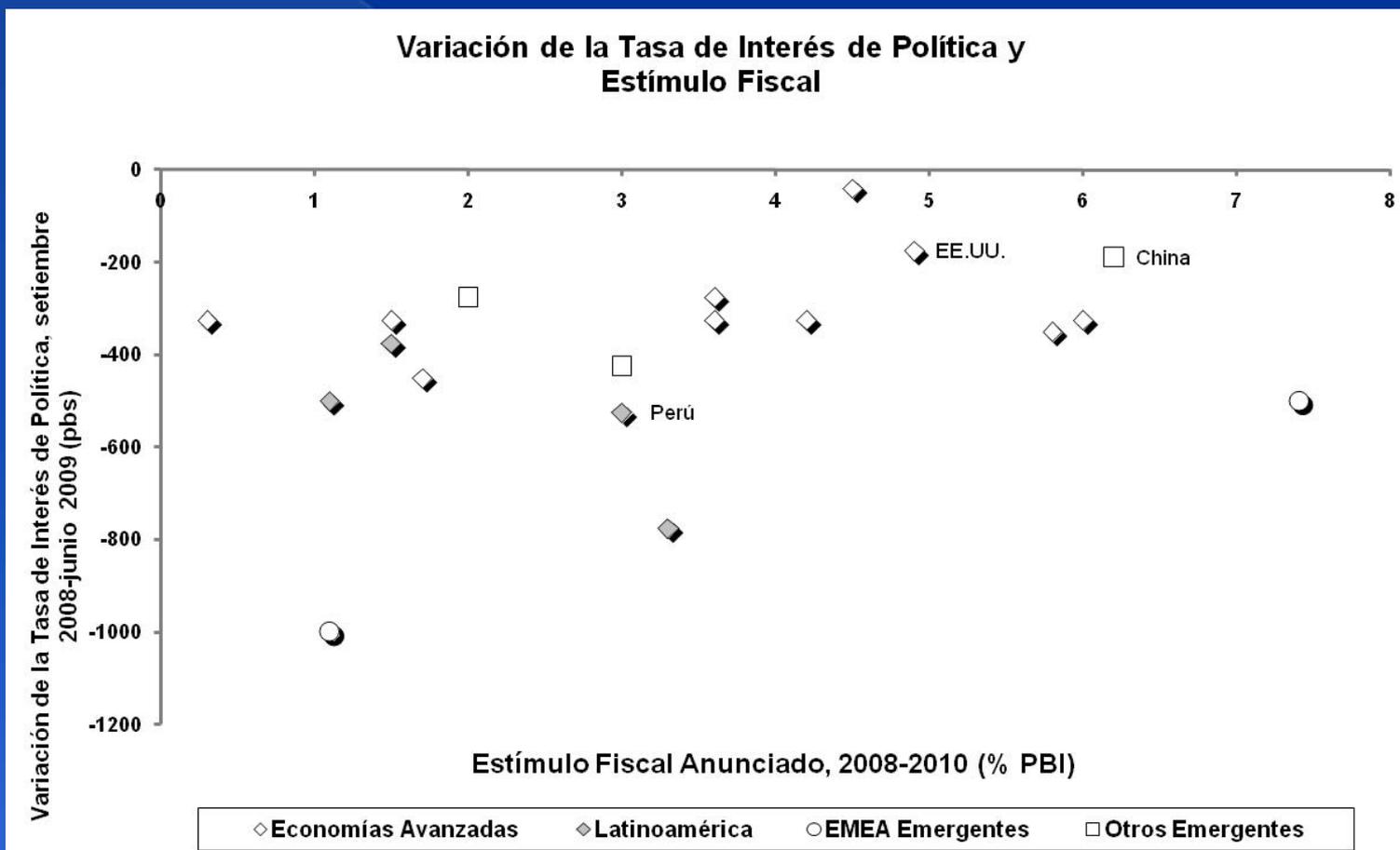
Expansión de demanda doméstica y menor correlación con crecimiento de economías desarrolladas

RECOUPLING
(Canales de transmisión:
comercial y financiero)

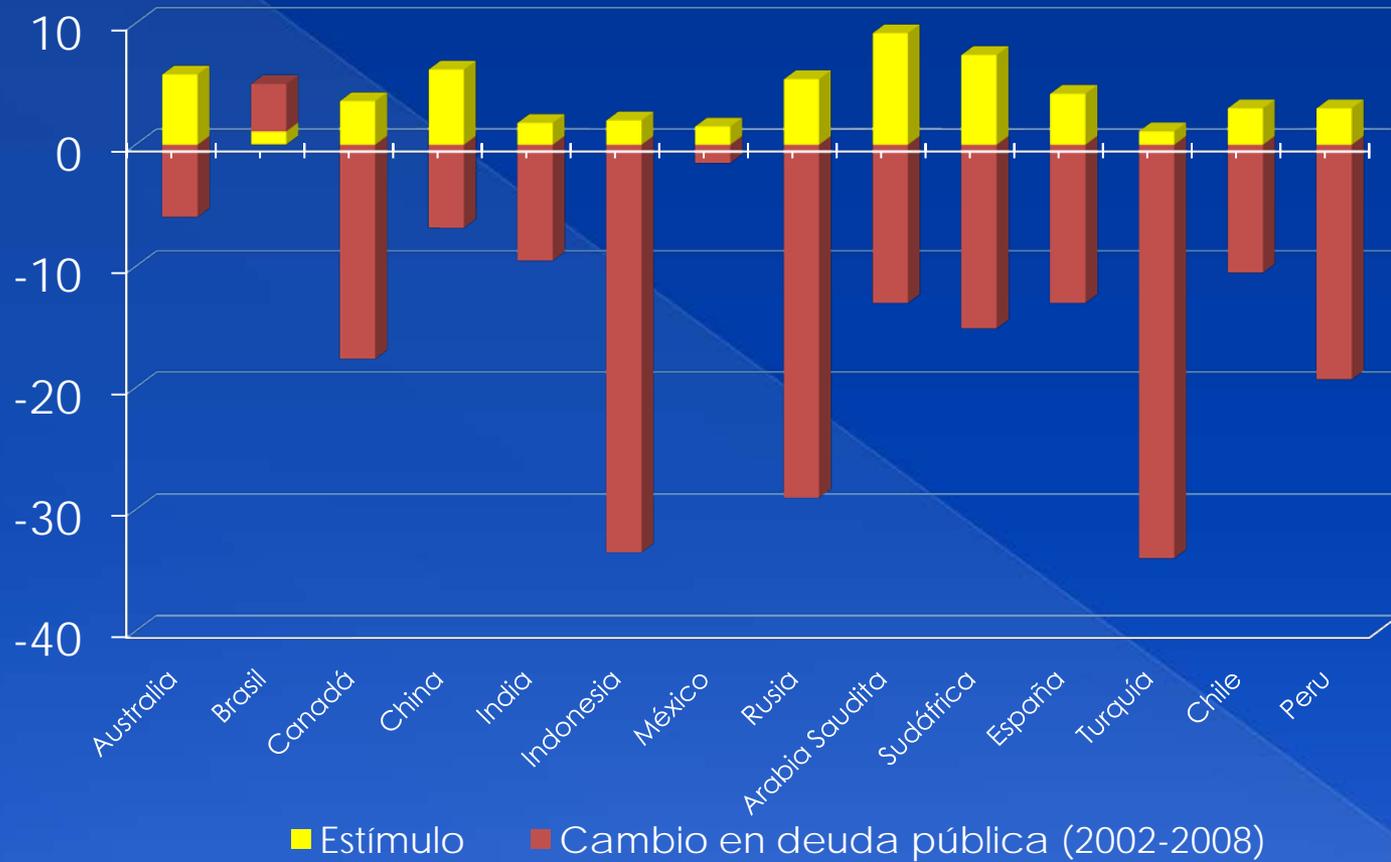
DECOUPLING
"ex-post"



Las economías BRIC y las del Sudeste Asiático han sido las que tuvieron mayores respuestas de política



Estímulo fiscal y cambio en la deuda pública del gobierno general (% del PBI)



Fuente: FMI, Moodys

BRICs: el margen para políticas anticíclicas

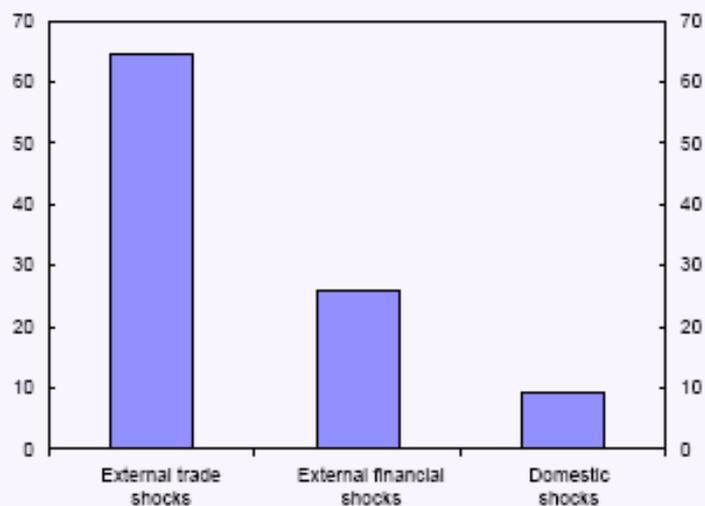
	Brasil	Rusia	India	China
Deuda Pública (% PBI)	56	6	77	13
Deuda Externa Bruta (% PBI)	13	38	24	10
Tasa de Ahorro (% PBI)	17	27	29	52
Saldo en Cta. Corriente (% PBI)	-1,3	3,6	-2,2	7,8
Reservas Internacionales (US\$ miles de millones)	207	427	249	2, 4000
Inflación fdp (var. % anual)	4,3	10,7	11.7	-0.8
Calificación Moody's	Baa3	Baa1	Baa3	A1
Calificación S&P	BBB-	BBB	BBB-	A+
Calificación Fitch	BBB-	BBB	BBB-	A+

Fuente: Barclays Capital, Moody's, Bloomberg, FMI

El decoupling “ex-post”: una aproximación cuantitativa

Contribution of Shocks to the Reduction in LA5 GDP between 2008:Q3 and 2009:Q2
(Percent of total output loss)

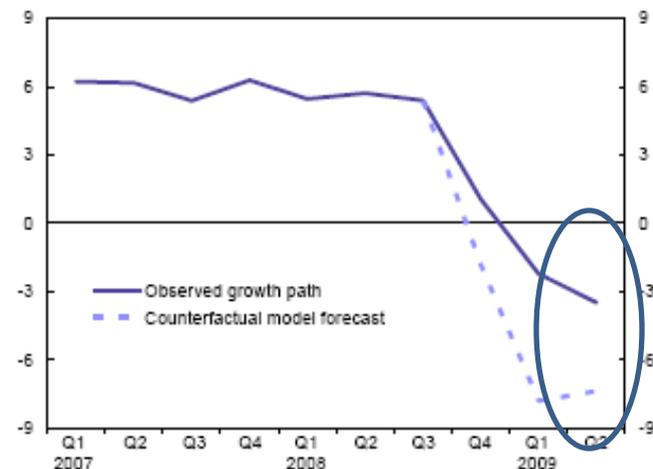
(Percent of total output loss)



Source: IMF staff calculations.

Growth in LA5 Real GDP: Observed and Counterfactuals 1/
(4 quarter percent change)

(4 quarter percent change)

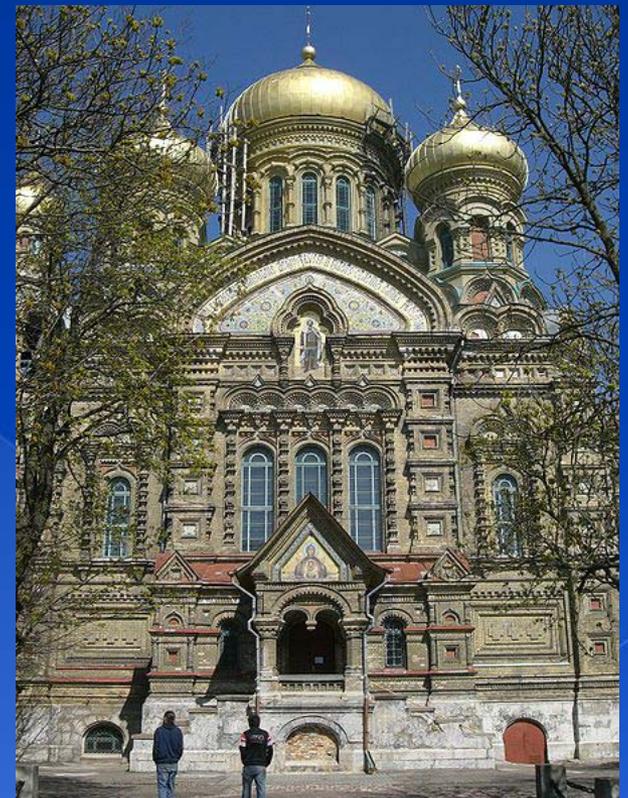


Sources: IMF staff calculations.

1/ Simple average of 4 quarter percent changes in growth rates among the LA5 countries (Brazil, Chile, Colombia, Mexico, and Peru).

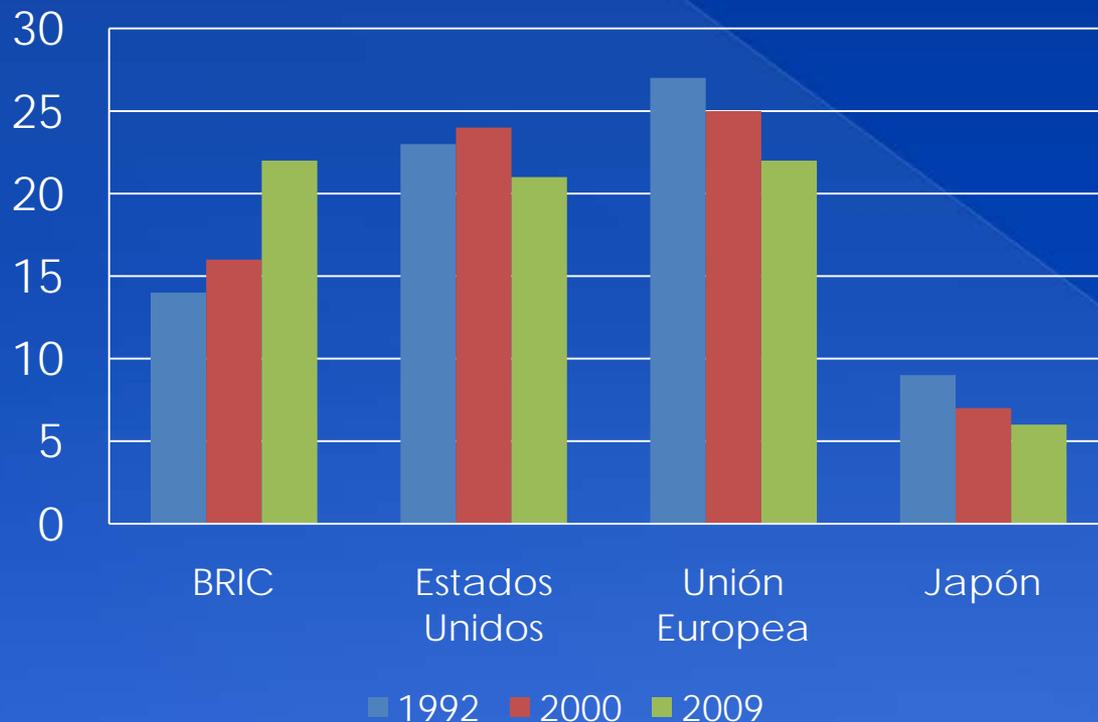
En particular, si el grupo compuesto por cinco países exportadores de materias primas con fuertes vínculos financieros con el exterior hubieran reaccionado ante los shocks externos como en 1994-2002, su crecimiento durante la primera mitad de 2009 habría sido mucho menor. Las estimaciones basadas en modelos que tienen en cuenta el comportamiento de esas variables externas sugieren que estos países “ahorraron” aproximadamente 4 puntos porcentuales del PBI.

- **Latvia announces massive cuts (Junio 17, 2009)**
- Meanwhile Latvia, another country with a troubled economy that in December secured a €7.5 billion bail-out from the IMF, the EU and other lenders, on Tuesday announced austerity measures that Riga said would help it avoid bankruptcy.
- By a large majority (63 to 30 votes) the Latvian parliament backed cuts worth 500 million lats (€714 million), or around 10 percent of total expenditure.
- "Parliament made a difficult decision, one that allowed the state to avoid bankruptcy," Latvian premier Valdis Dombrovskis told journalists after an eight-hour debate in the parliament
- "We think it's a good basis for continuing to receive international support," he added.
- The EU welcomed the adoption of the measures, while calling on the Latvian government to seek long-term solution to cut the country's budget deficit.

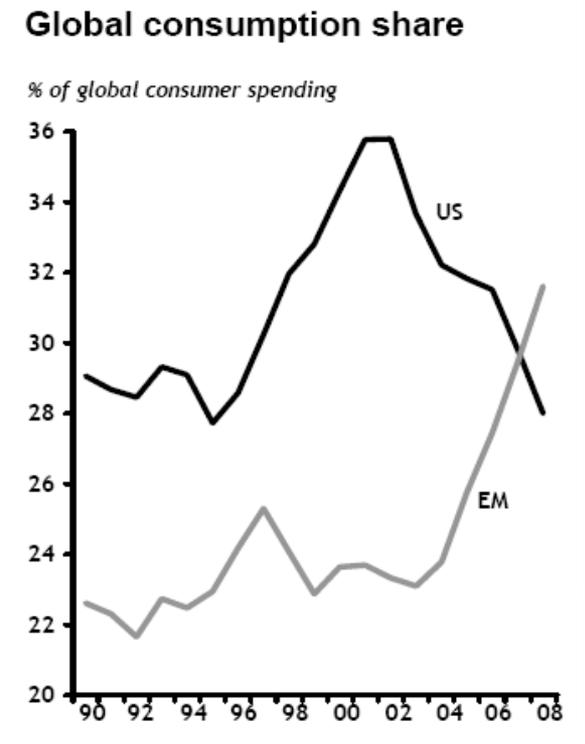


La importancia de las políticas anticíclicas en economías emergentes

Demanda interna (en % del PBI mundial)



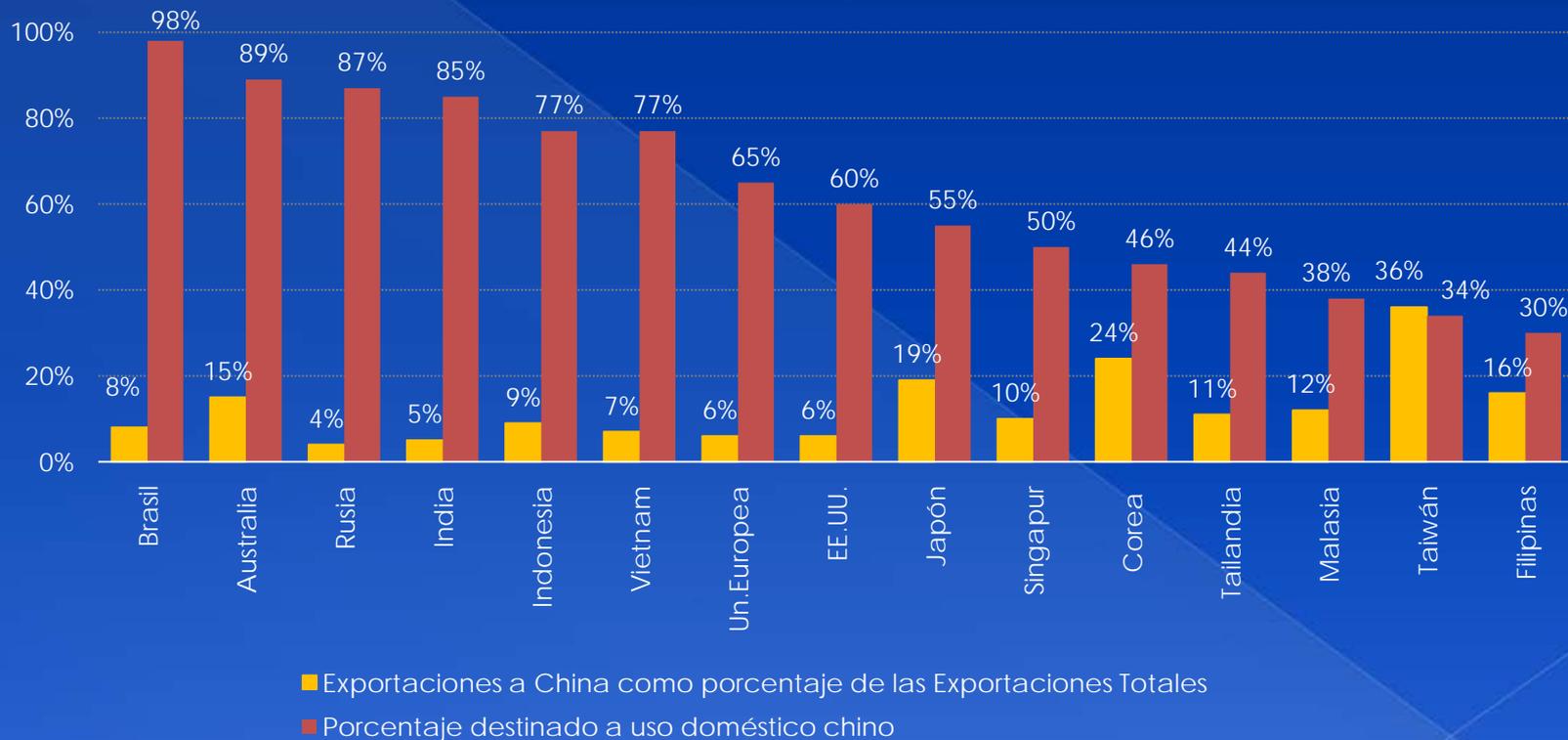
Fuente: FMI



Fuente: JP Morgan

La importancia de las políticas anticíclicas en economías emergentes

Exportaciones destinadas a China: 2008 porcentajes



Fuente: UBS

$$\text{dlog}(\text{GDP}_{it}) = \alpha + \beta_1 \text{dlog}(\text{GDP_G7}_t) + \beta_2 \text{dlog}(\text{GDP_G7}_t) * \text{dummy}_{2001-2009} + \beta_3 \text{dlog}(\text{GDP_China}_t) + \beta_4 \text{dlog}(\text{GDP_China}_t) * \text{dummy}_{2001-2009} + \mu_{it}$$

Figure 3: Decoupling and convergence – EM growth as a function of G7 and Chinese growth (y/y, quarterly data)

	Sample median ^a		BR		MX		ID		TR		SA	
β (G7)	0.085	1.569	-0.021	1.217	1.182	2.114	-0.318	0.716	-0.431	1.569	1.137	2.055
	<i>0.07</i>	<i>0.01</i>	<i>0.94</i>	<i>0.00</i>	<i>0.00</i>	<i>0.00</i>	<i>0.07</i>	<i>0.23</i>	<i>0.21</i>	<i>0.11</i>	<i>0.04</i>	<i>0.04</i>
β (G7_late)	0.229	-1.312	0.25	-1.217	-0.568	-1.62	0.631	-0.532	0.556	-1.768	0.204	-0.859
	<i>0.07</i>	<i>0.06</i>	<i>0.28</i>	<i>0.00</i>	<i>0.07</i>	<i>0.00</i>	<i>0.00</i>	<i>0.38</i>	<i>0.14</i>	<i>0.09</i>	<i>0.64</i>	<i>0.39</i>
β (China)		0.327		0.375		0.016		0.113		0.618		0.3
		<i>0.00</i>		<i>0.00</i>		<i>0.86</i>		<i>0.41</i>		<i>0.00</i>		<i>0.08</i>
β (China_late)		0.151		0.182		0.144		0.149		0.311		0.143
		<i>0.06</i>		<i>0.00</i>		<i>0.02</i>		<i>0.15</i>		<i>0.06</i>		<i>0.23</i>
α	0.012	-0.029	0.012	-0.038	0.002	-0.011	0.028	0.005	0.02	-0.065	0.003	-0.037
	<i>0.00</i>	<i>0.01</i>	<i>0.00</i>	<i>0.00</i>	<i>0.48</i>	<i>0.38</i>	<i>0.00</i>	<i>0.63</i>	<i>0.00</i>	<i>0.03</i>	<i>0.52</i>	<i>0.07</i>
Observations	67	64	67	64	67	64	48	48	67	64	67	64
R-squared	0.191	0.436	0.037	0.432	0.191	0.222	0.257	0.394	0.02	0.285	0.219	0.274

Note: ^aMedian values from country-by-country regressions. *p-values* in italics. G7 growth computed as the average of individual growth rates weighed by the dollar GDP of the previous year. The EM sample includes Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Honk Kong, India, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan, Thailand, the Czech Republic, Hungary, Poland, Turkey, and South Africa. Source: IMF, Barclays Capital

A manera de resumen

	Canal Comercial		Canal Financiero	Desequilibrio macroeconómico / Escaso margen para políticas anticíclicas	Vínculos comerciales con economías desarrolladas	Impacto total
	Precios	Volumen				
América Latina	√√	√	√	...	√√	√
Europa Emergente	...	√√	√√√	√√√	√√	√√√
Asia Emergente	...	√√	√√	√
CIS	√√	√√	√√	√	√√	√√

XXVII Encuentro de Economistas
Noviembre 2009

***Del decoupling al recoupling:*
los canales de transmisión de
la crisis internacional**

Mauricio de la Cuba
Jesus Ferreyra