

Economía Mundial

La Nueva Trampa de la Liquidez

Guillermo Calvo

Universidad de Columbia, Nueva York

www.columbia.edu/~gc2286

Lima, Perú, 16 de noviembre, 2010

Hoja de Ruta

- Temas Conceptuales
- Temas de Coyuntura
- Política Macroeconómica en Economías Avanzadas
- Política Macroeconómica en Economías Emergentes.

TEMAS CONCEPTUALES

Pregunta Central

¿Cómo se explica que crisis como la rusa de 1998 y la subprime, que se iniciaron en una oscura esquina del mundo, con poco peso en el producto mundial e insignificantes en el mercado de capitales, se hayan extendido a muchas partes del mundo y causado pérdidas significativas de producto y empleo?

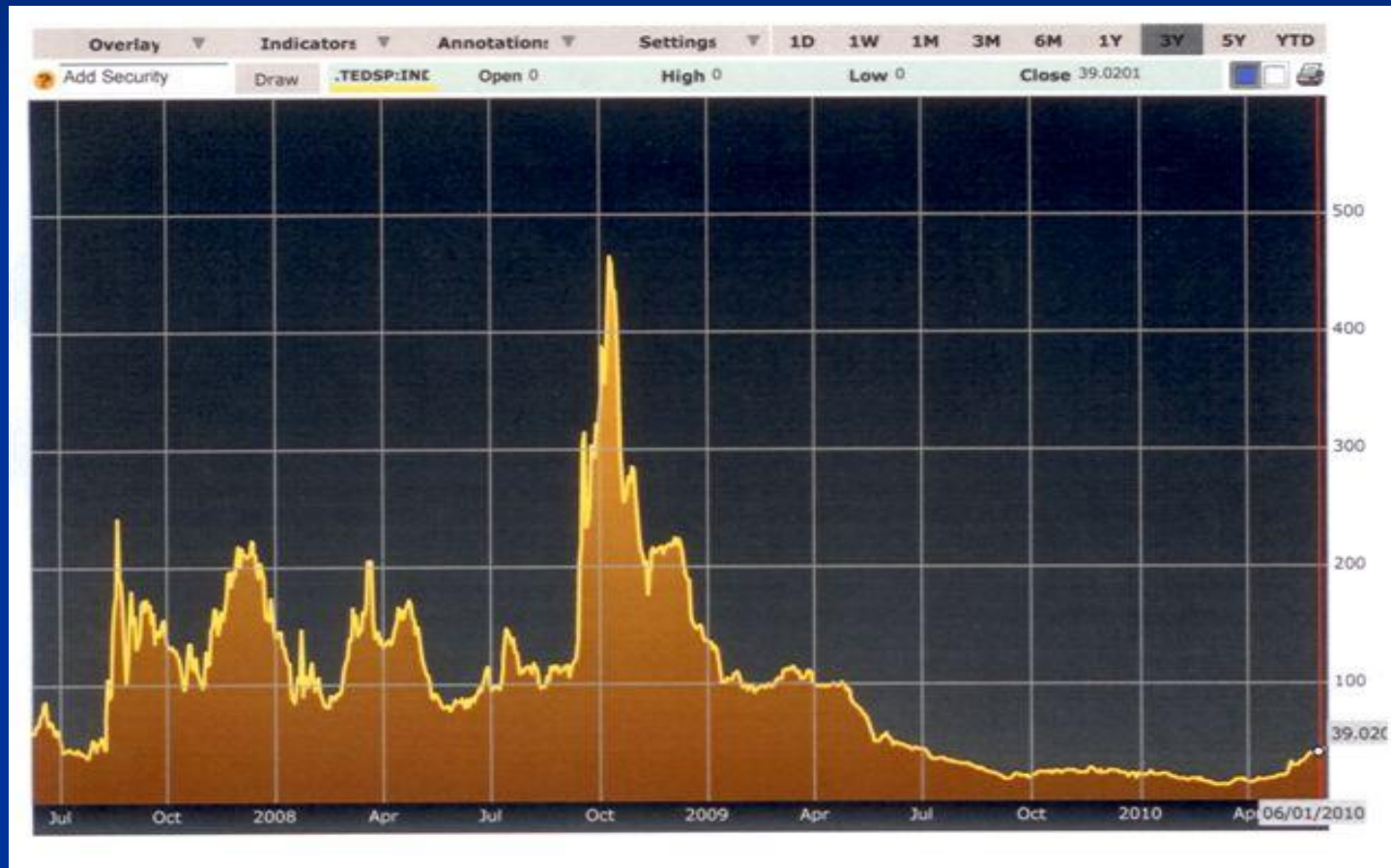
Explicaciones

- Regulación Imperfecta (Calomiris, Rajan)
 - No explica la simultaneidad de episodios de crisis a lo largo del mundo.
- *Animal Spirits* (Akerlof, Shiller).
 - Se justificaría si de la noche a la mañana la gente, en su mayoría, se despertara con un ataque de anorexia o de altísima depresión.
- *Vulnerabilidades Financieras*
 - Parece la explicación más obvia. Aun ayuda a explicar las diferencias entre la resolución de la crisis rusa y la subprime.

¿Fin de los *Fundamentales* ?

- Se ha hecho evidente que la economía mundial es vulnerable a shocks de tipo puramente financiero.
- La caída de Lehman demostró el rol importante que tiene un *Prestamista de Última Instancia* (PUI) y líneas de crédito para casos de emergencia
 - por ejemplo, *Flexible Credit Line* del Fondo y *Currency Swaps* de la Reserva Federal.

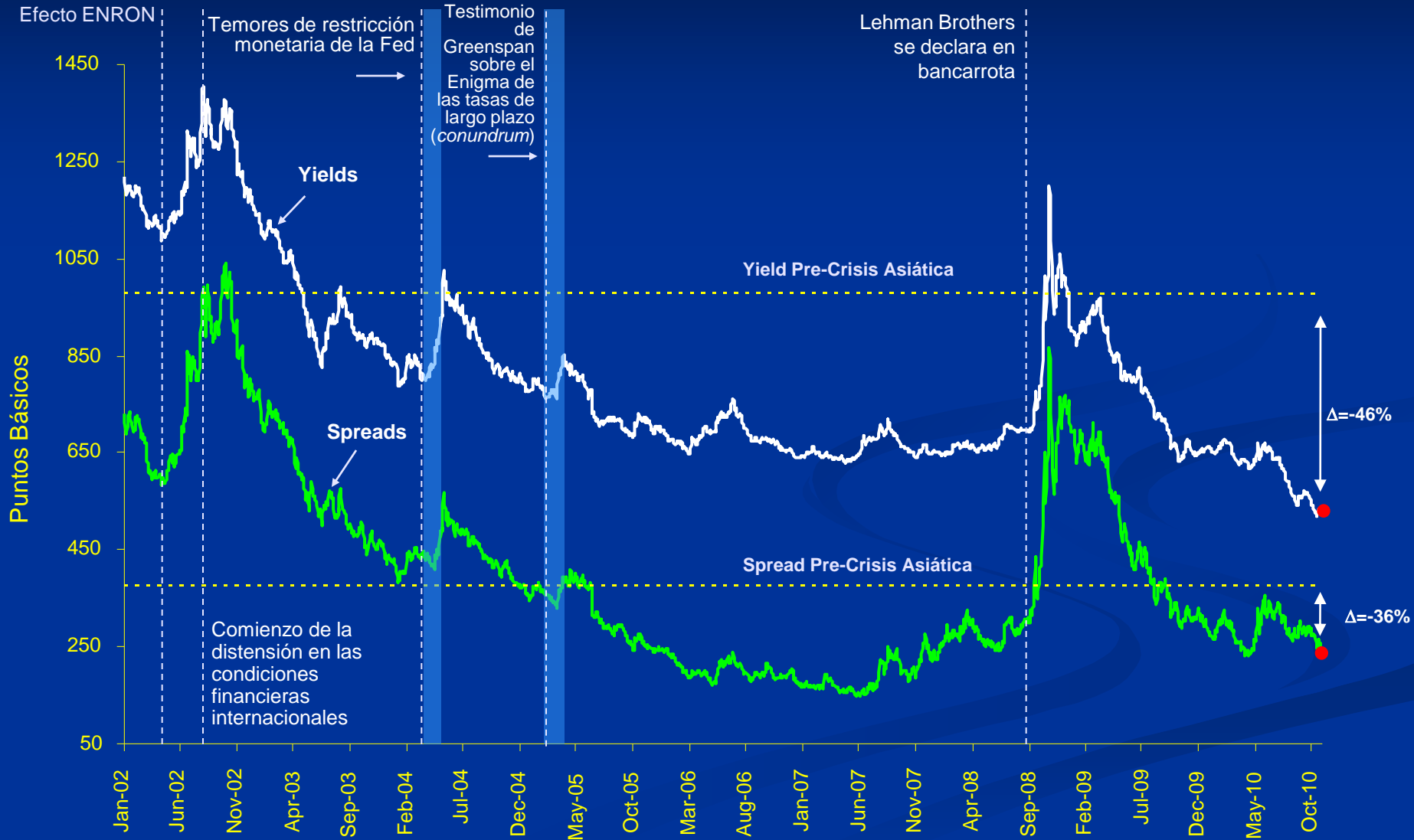
Condiciones Bancarias Internacionales: TED Spread



Fuente: Bloomberg

Condiciones Financieras Externas para los EMs

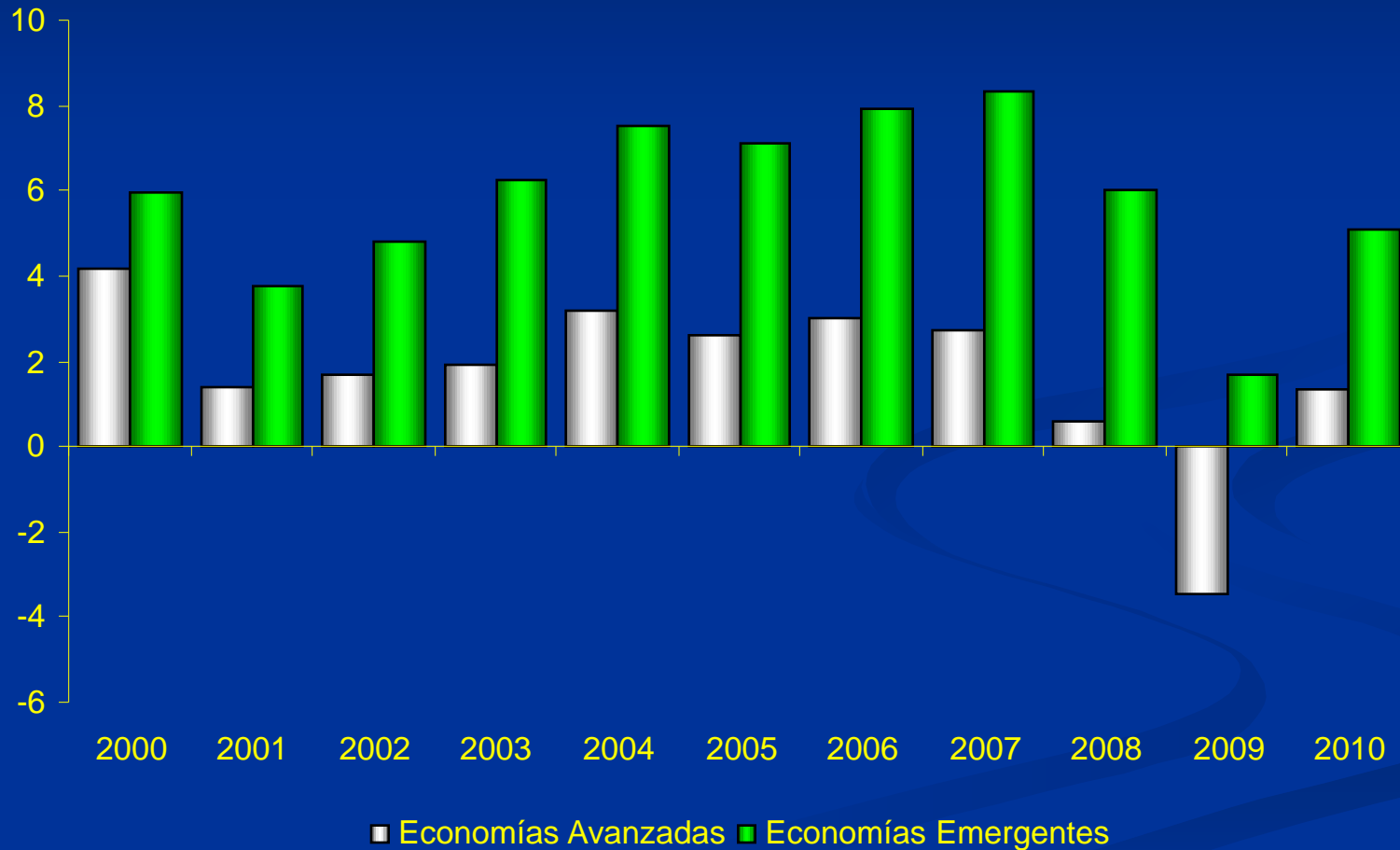
(datos diarios, EMBI+, puntos básicos, ultimo valor 28-Oct-10)



Source: Datastream.

Crecimiento Económico Mundial

(PBI real, variación anual en %)



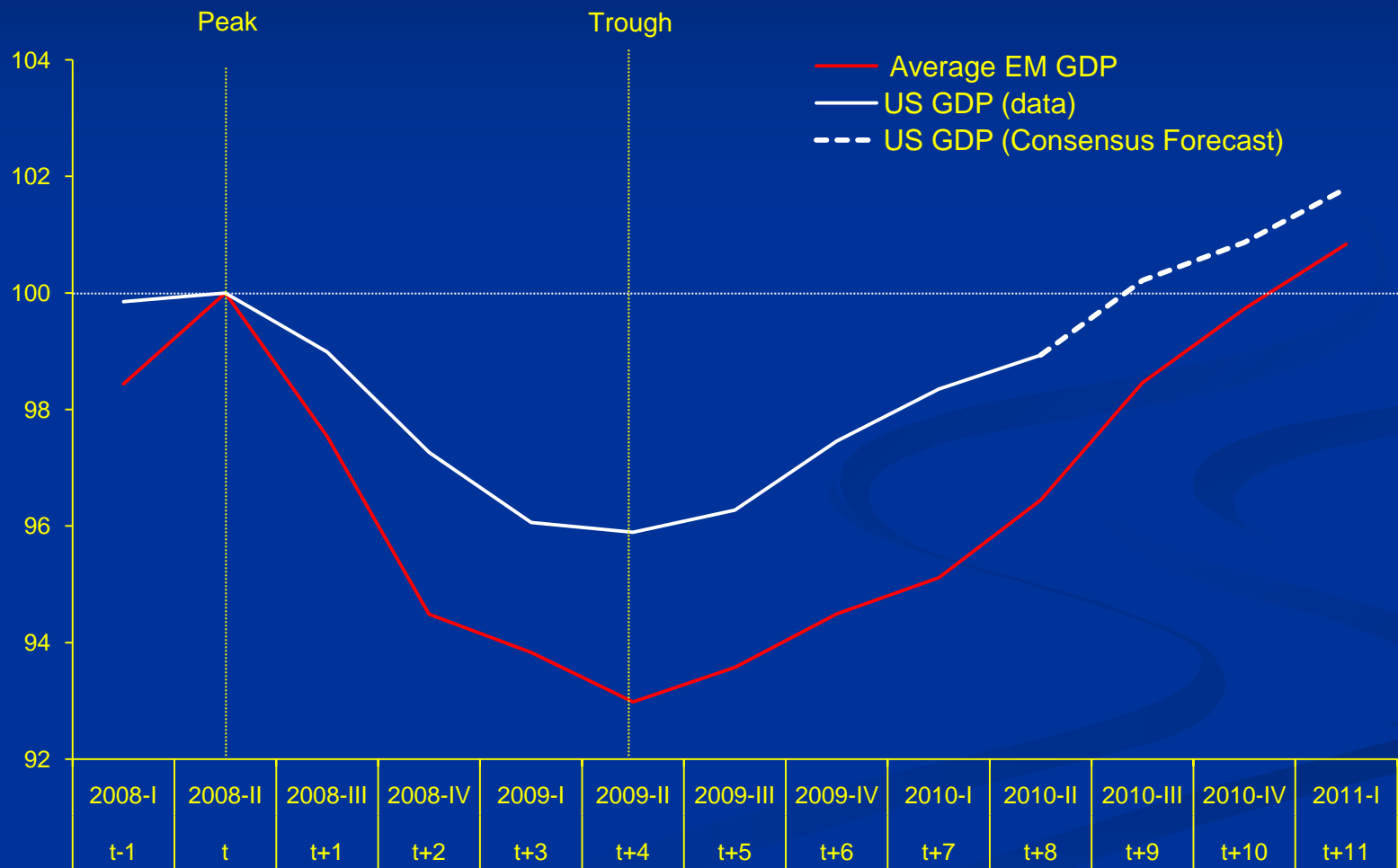
TEMAS DE COYUNTURA

Estados Unidos: Ave Fénix

- El producto se está recuperando fuertemente.
- Sin recuperación del stock de crédito, como los emergentes luego de las crisis desde los 90s.
- Pero sin el empuje de las exportaciones.
- El factor predominante de la recuperación en EEUU parece ser el gasto público.

Crisis Promedio EMs vs. Crisis Actual EEUU: Actividad Económica

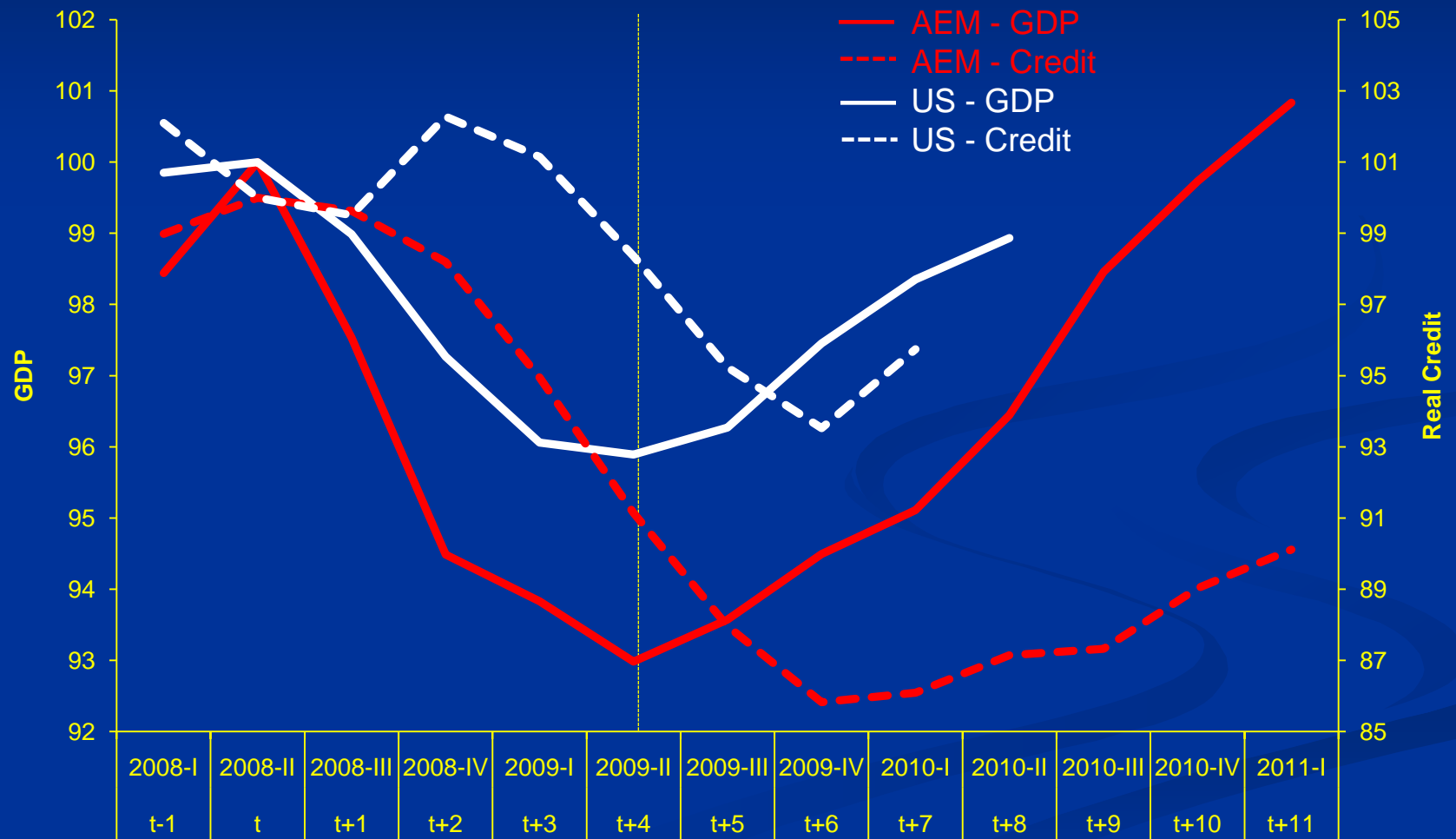
(PBI real, datos trimestrales desestacionalizados)



Fuente: Calvo and Loo-Kung (2010).

Crisis Promedio EMs vs. Crisis Actual EEUU: Crédito

(“Claims on the private sector” en terminos reales, datos trimestrales)



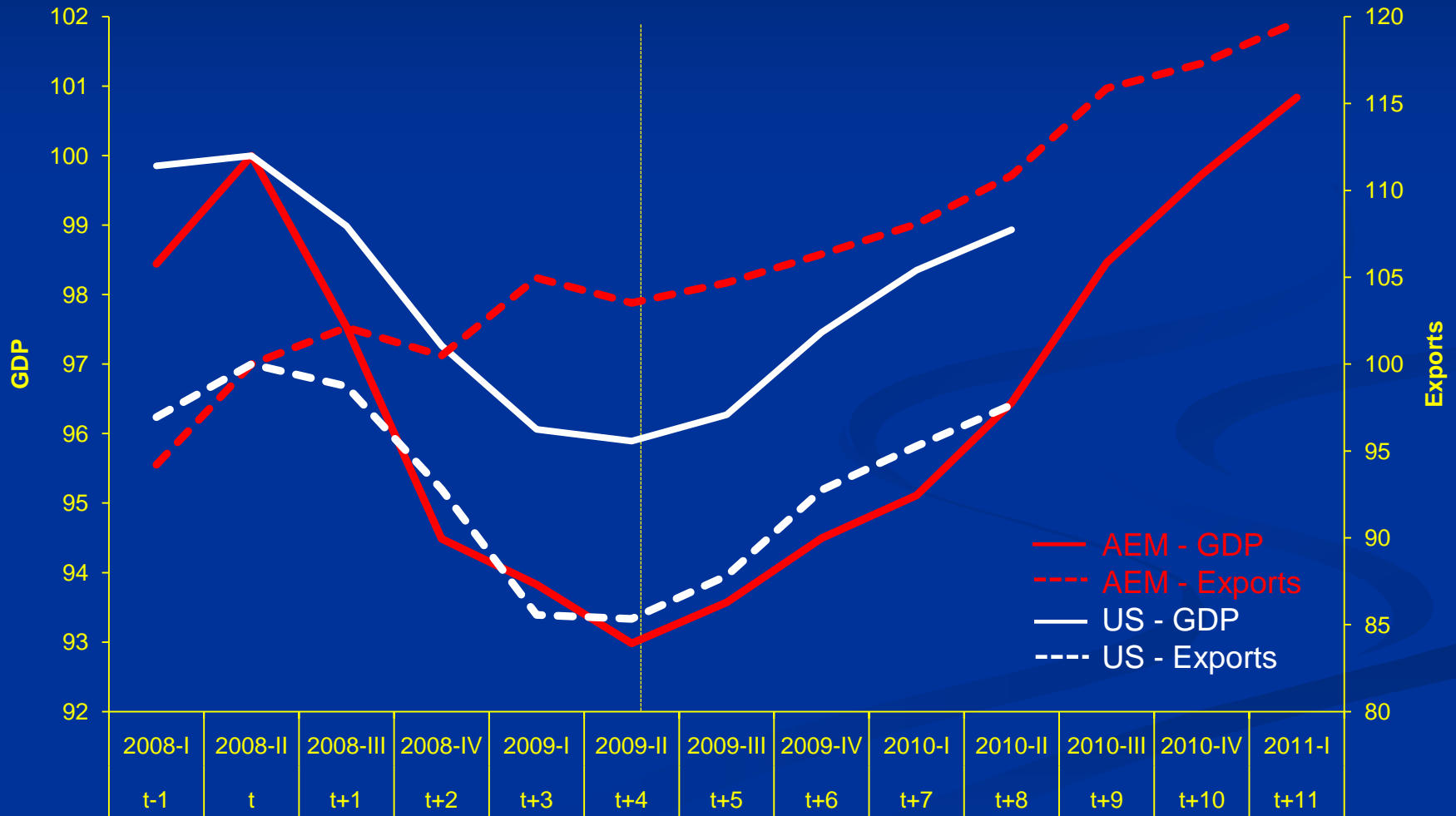
Fuente: Calvo and Loo-Kung (2010).

Estados Unidos: Ave Fénix

- El producto se está recuperando fuertemente.
- Sin recuperación del stock de crédito, como los emergentes luego de las crisis desde los 90s.
- Pero sin el empuje de las exportaciones.
- El factor predominante de la recuperación en EEUU parece ser el gasto público.

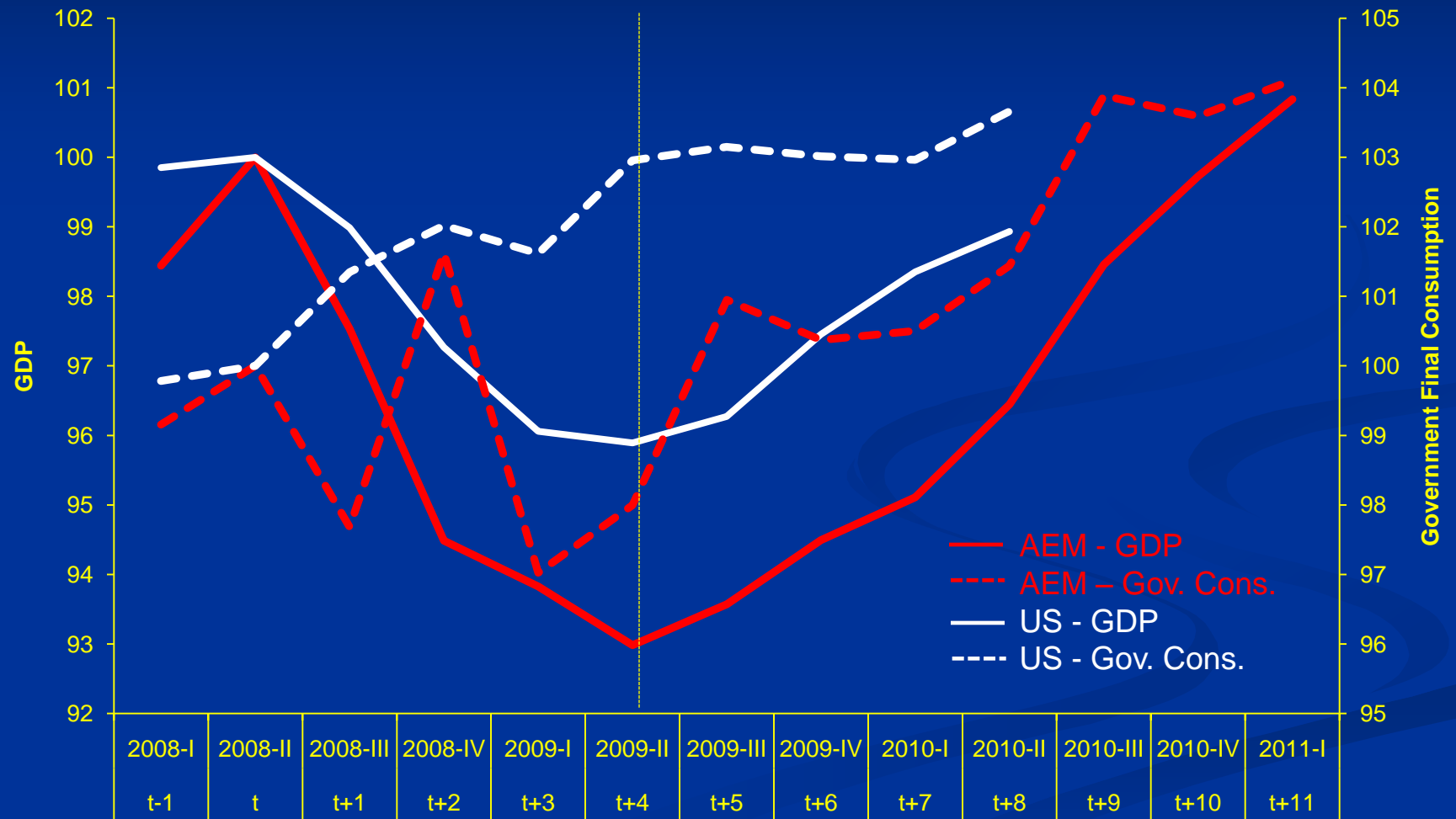
Crisis Promedio EMs vs. Crisis Actual EEUU: Exportaciones

(Exportaciones de bienes y servicios, datos reales trimestrales desestacionalizados)



Crisis Promedio EMs vs. Crisis Actual EEUU: Gasto Público

(Consumo Final del Gobierno, datos reales trimestrales desestacionalizados)



Fuente: Calvo and Loo-Kung (2010).

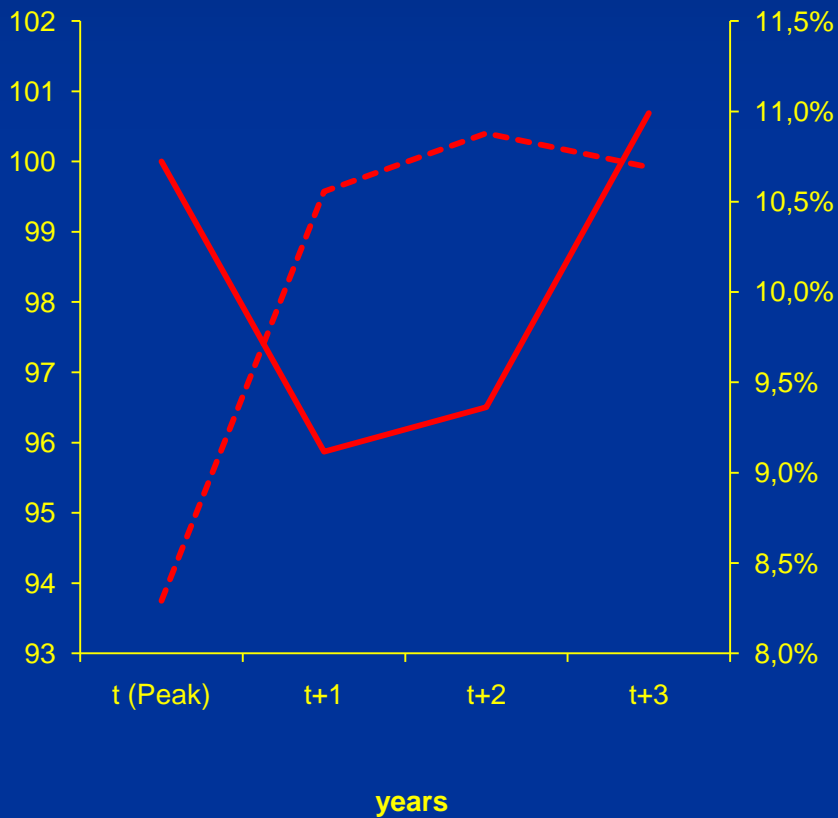
Estados Unidos: Ave Fénix

- Contrariamente a los emergentes en sus crisis desde los 90s, el salario real en EEUU no ha caído.
- Lo que se refleja en un aumento fuerte del desempleo.
- Si el gasto público cae, es de esperar que el desempleo aumente y empiece a caer fuertemente el salario.

Crisis Promedio EMs vs. Crisis Actual EEUU: Tasa de Desempleo

(en % de la fuerza de trabajo total)

Promedio EMs



Actual EEUU

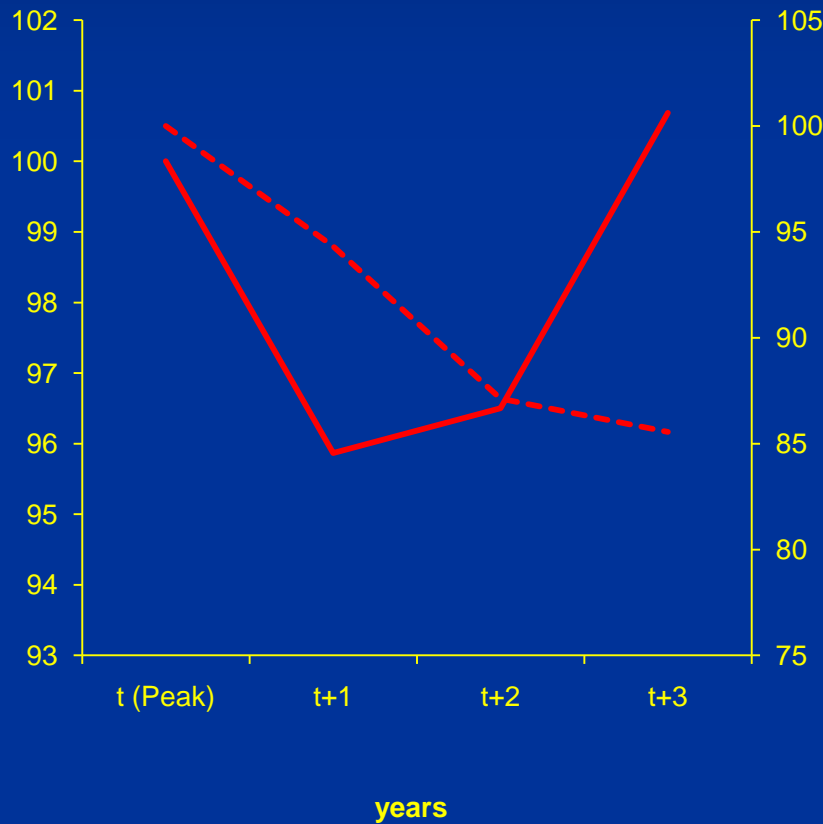


— GDP ---- Unemployment (right axis)

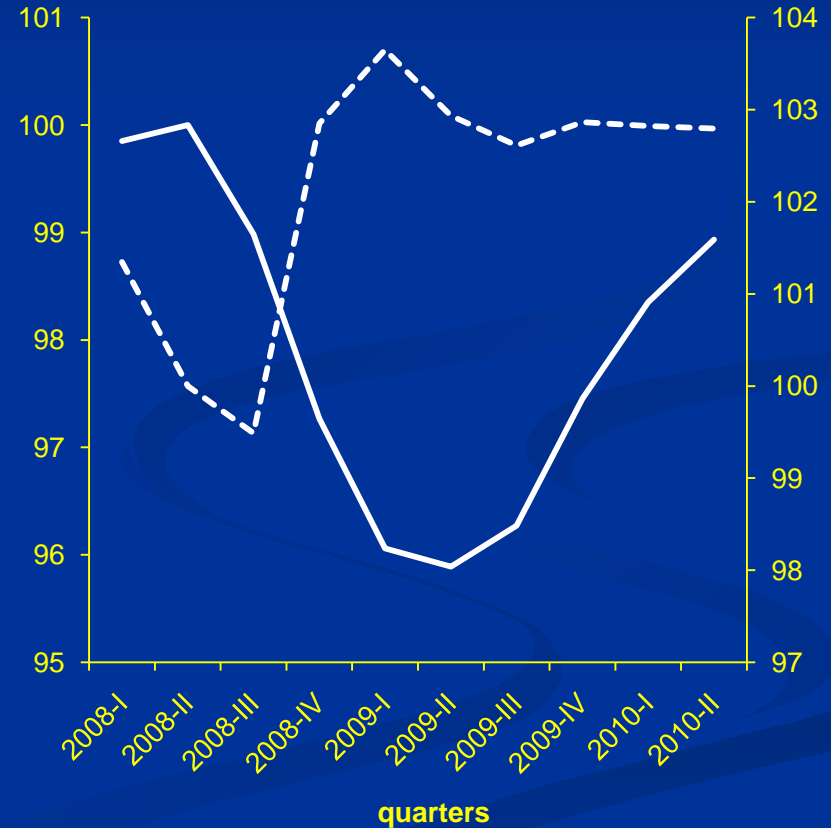
Crisis Promedio EMs vs. Crisis Actual EEUU: Salario Real

(Salario deflactado por IPC)

Promedio EMs



Actual EEUU



— GDP ---- Real Wages (right axis)

Estados Unidos: Perspectivas

- Consumidores sobre-endeudados
- Pequeñas firmas sin acceso al crédito
- Grandes firmas con liquidez pero sin proyectos atractivos
 - poca demanda por parte de los consumidores y el resto de las empresas en EEUU
 - gran incertidumbre sobre las perspectivas de las exportaciones.

EEUU: Exportaciones

- Economías Emergentes (EMs) subvalúan sus monedas a través de controles a la entrada de capitales e intervención directa en el mercado de divisas.
- Lo que hace improbable que las exportaciones sean un factor importante de crecimiento para EEUU.

EEUU vs. China + EMs

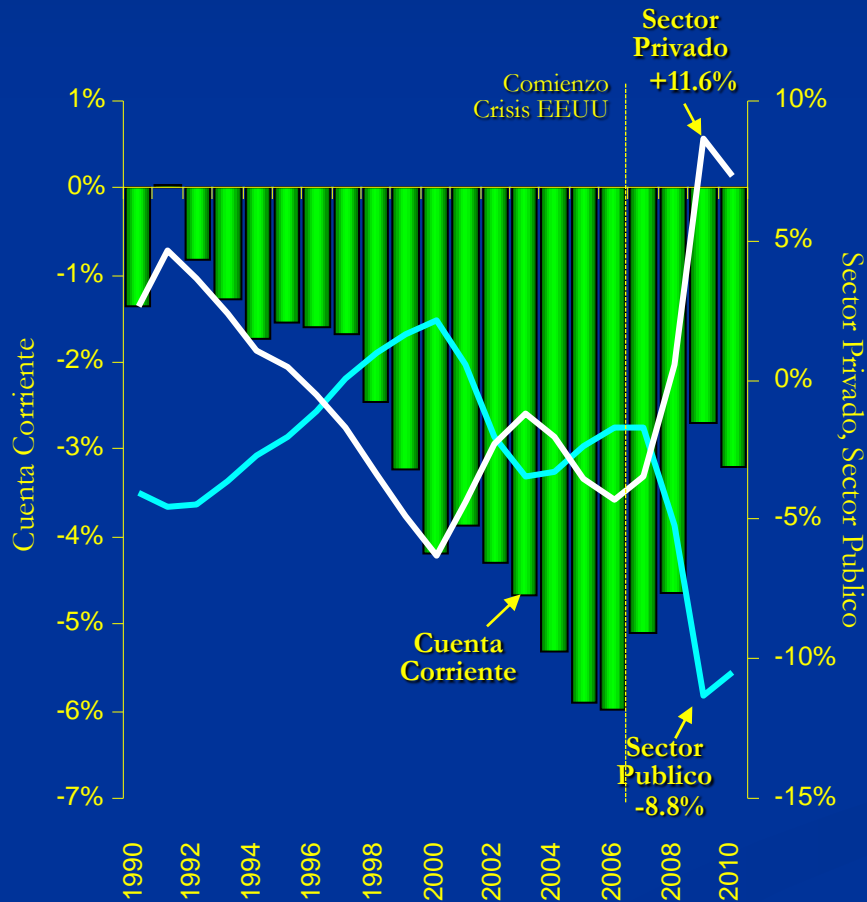
- China es apenas 40% del PIB de EEUU. Si el gasto chino tuviese que compensar una caída del 4% del PIB de gasto público, por ejemplo, el gasto de la China tendría que aumentar 10% del PIB !!
- La situación es diferente si todos emergentes aumentan el gasto al unísono. Eso requeriría un aumento del gasto de los emergentes de sólo 3% del PIB de los emergentes.
- Este es un tema que elabora el informe de CLAFF

- Sin embargo, los emergentes subvalúan sus monedas a través de controles a la entrada de capitales e intervención directa en el mercado de divisas, lo que dificulta ese ajuste.
- Una posible solución es que los emergentes fijen sus tasas de cambio con respecto al renminbi, por ejemplo.
- Esto disminuiría el peligro de que una apreciación de sus monedas con respecto al dólar provoque una inundación de importaciones chinas en sus economías.

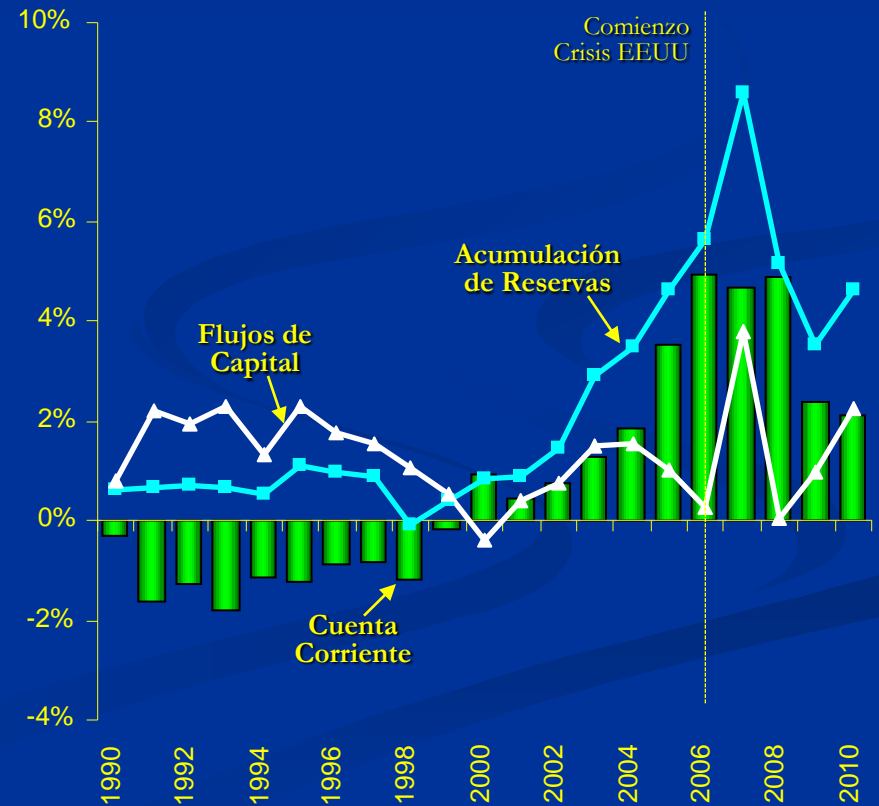
Desbalances Globales e Intervención Cambiaria en EMs

(En % del PBI de EEUU)

EEUU



EMs



Europa

- Grecia, España, Portugal e Irlanda son el talón de Aquiles de la región y podrían desmoronar el euro.
- Alemania ha mostrado una gran capacidad de recuperación, pero lo ha hecho a punta de exportaciones, lo que no contribuye a la recuperación del resto de la región.
- Es difícil ser optimista.

POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN ECONOMÍAS AVANZADAS

Política Fiscal y Deuda Pública

- El problema más serio es el crecimiento del Estado, porque es un **pacto faustiano**: más bienestar hoy a costa de un largo estancamiento a partir de mañana (recordar a Japón !!).
- La deuda puede provocar mayor inflación en el mediano plazo, particularmente si el renminbi se transforma en una moneda internacional de reserva y compite con el dólar
 - La deuda pública ya era un problema serio debido a las *unfunded liabilities*, que ya son más de 6 veces el PIB de EEUU !!

Política Monetaria.

- *Quantitative Easing* (QE) fue probablemente efectivo porque sacó del mercado *activos tóxicos*.
- Si, de ahora en adelante, la Reserva Federal se circunscribe a comprar bonos públicos de mediano plazo, el efecto en EEUU será menor, y pondrá fuertes presiones de apreciación en las monedas de los emergentes.

- Este problema sería menor si los emergentes fijaran las tasas de cambio entre ellos y redujeran la acumulación de reservas internacionales.
- Las economías avanzadas, especialmente EEUU, deberían abrir el canal de crédito para las empresas pequeñas, para lo cual la compra de bonos públicos es una medida muy indirecta.
 - Recordar Brasil 2002 y 2008.
- Se está haciendo muy poco en ese sentido, algo que la declaración de CLAAF enfatiza.

POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES

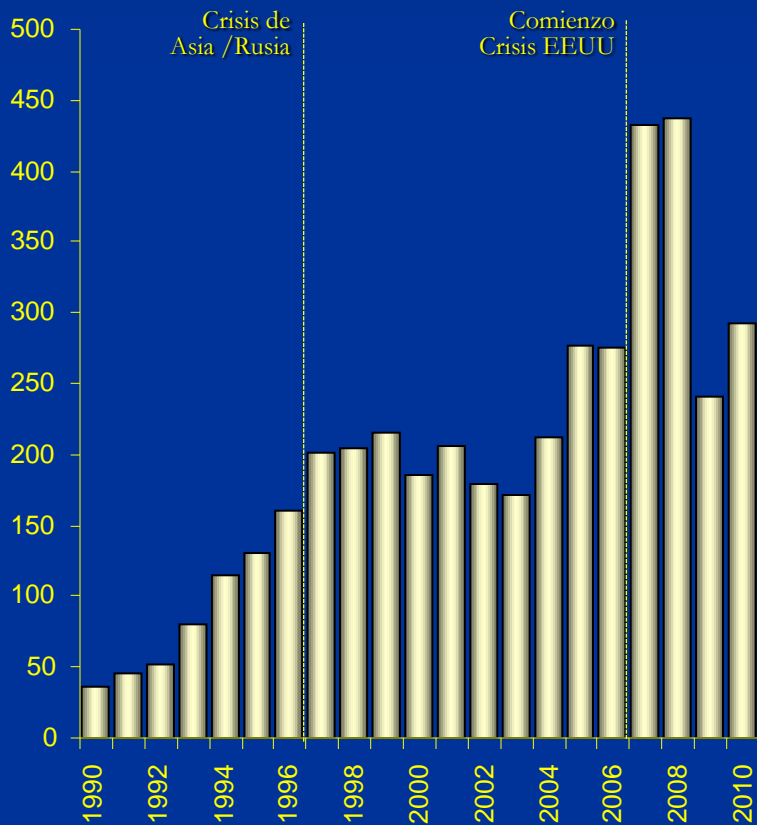
Guerra de las Divisas

- Las medidas expansivas en las economías avanzadas se están filtrando a las emergentes.
- Esto resulta en un aumento del flujo de capitales hacia los emergentes, lo que resulta en una fuerte apreciación de sus monedas.
- Lo cual puede generar serios problemas al sector exportador de los emergentes.
- Además, los emergentes temen que estos capitales sean “calientes” y resulten en un eventual Sudden Stop.

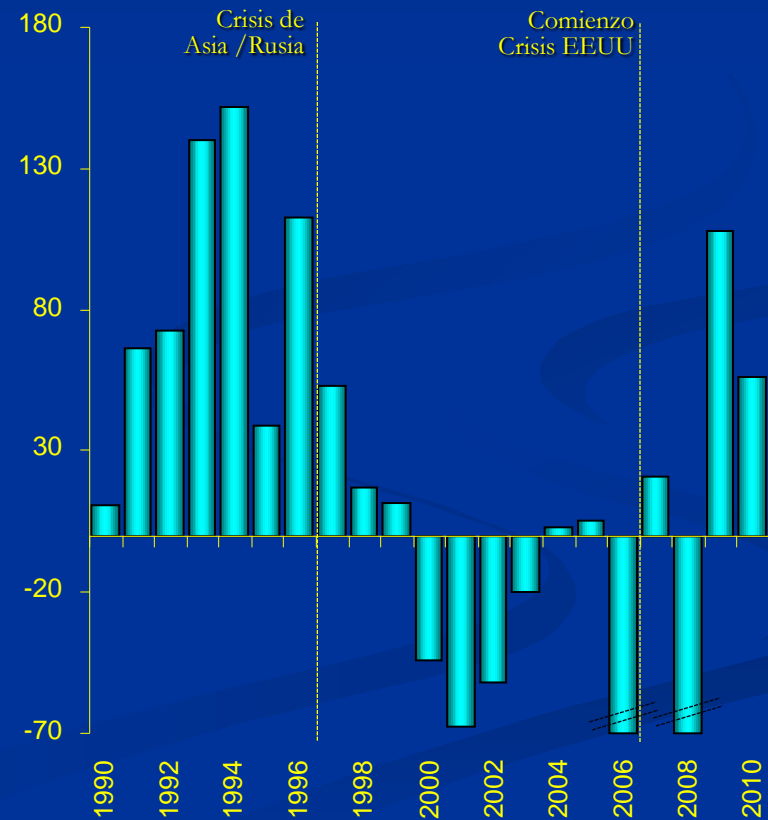
Inversión Extranjera Directa y Flujos Financieros a los EMs

(Inversión Extranjera Directa Neta y Flujos de Portafolio Netos, USD de 2009)

Inversión Extranjera Directa



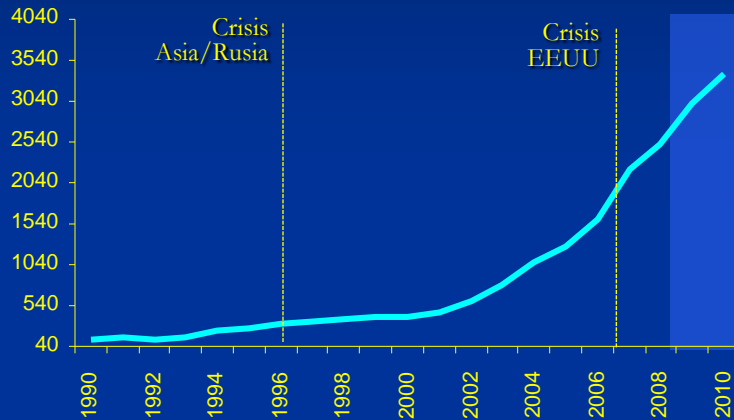
Flujos de Portafolio



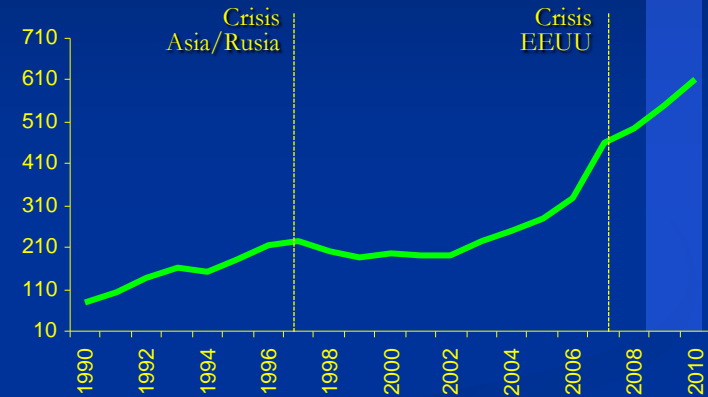
Intervención Cambiaria en EMs

(Stock de Reservas, Miles de Millones de USD de 2009)

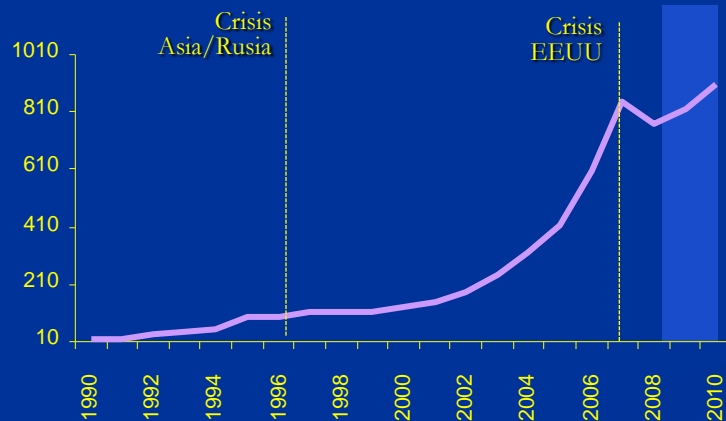
Asia Emergente (Developing Asia)



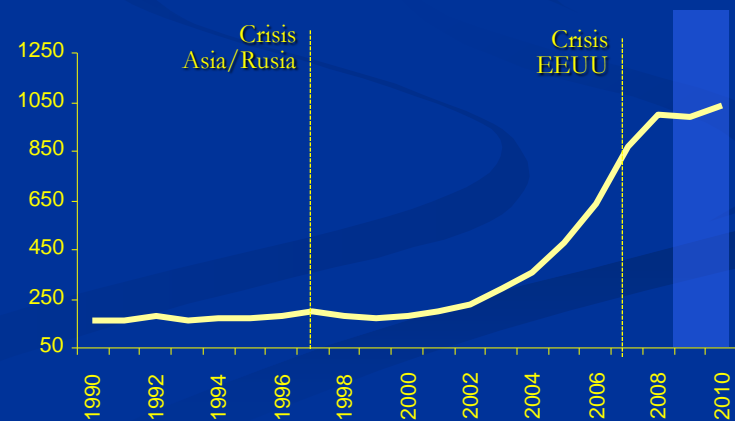
América Latina (América Latina y el Caribe)



Europa Emergente (Europa Central y del Este y CSI)



Medio Oriente y Norte de África



¿Es el Stock de Reservas Demasiado Grande?

- Calvo, Izquierdo y Loo-Kung (trabajo en curso) utilizan un modelo en que la probabilidad de Sudden Stop y su costo disminuyen con el stock de reservas.
- Esas funciones se estiman utilizando la muestra en *Phoenix Miracles* de Calvo, Izquierdo y Talvi (2006).
- Las reservas óptimas son las que minimizan el valor esperado del costo de Sudden Stop.
- No hay fuerte evidencia de reservas excesivas.

Reservas Observadas y Optimas por Región

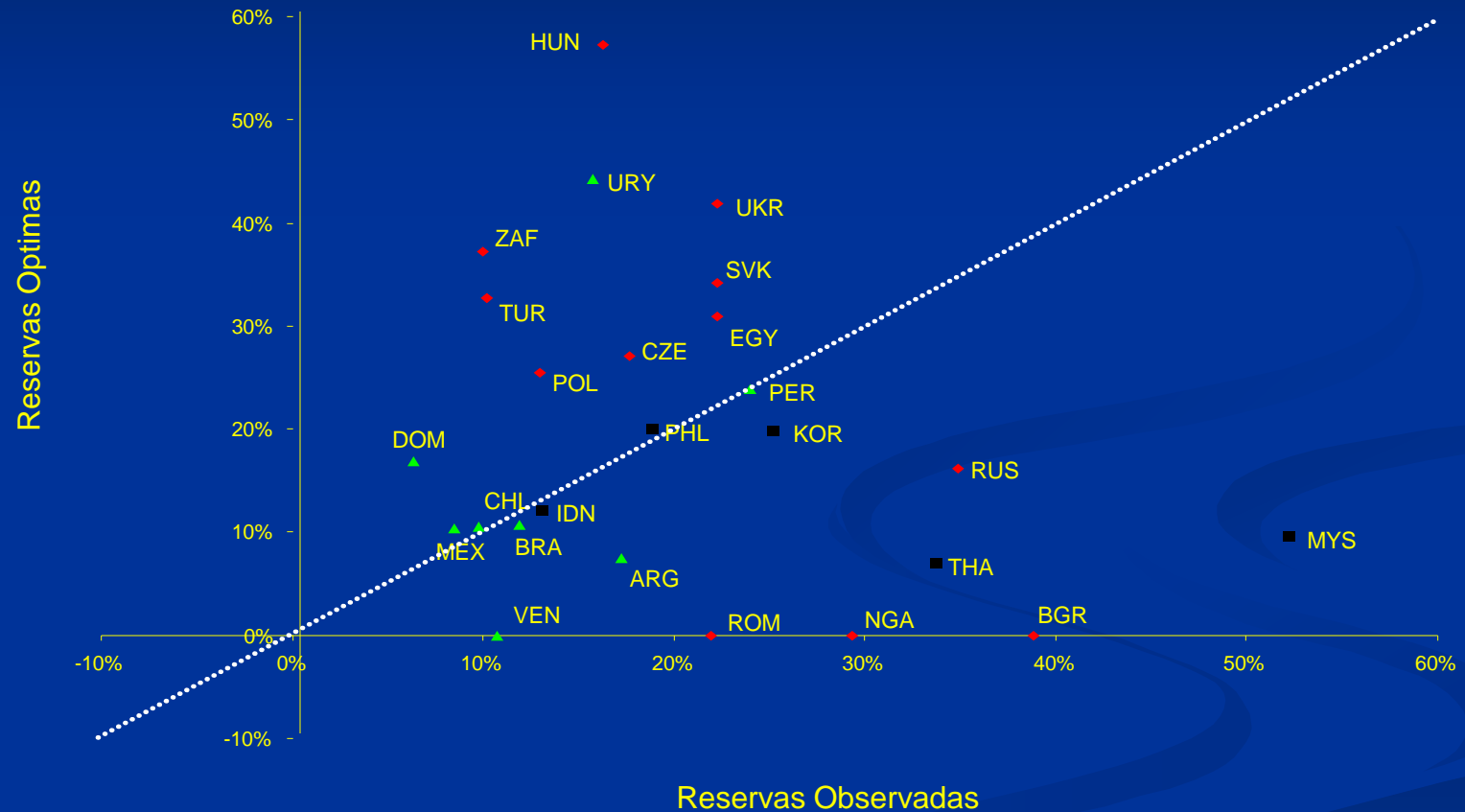
(Promedios regionales, % del PBI, 2007)

	Reservas Observadas	Reservas Optimas
ASIA	28.60%	14.29%
EEMEA	21.58%	25.55%
LAC	13.02%	16.01%

Fuente: Calvo, Izquierdo and Loo-Kung (forthcoming)

Reservas Observadas y Optimas

(% del PBI, 2007)



Fuente: Calvo, Izquierdo and Loo-Kung (forthcoming)

Implicaciones

- Es improbable que los emergentes puedan evitar la apreciación cambiaria, excepto que adopten medidas extremas como, por ejemplo, control a la salida de capitales.
- Como es probable que no permitan una apreciación nominal fuerte, la apreciación real va a ocurrir a punta de mayor inflación.
- Es una buena oportunidad para bajar el déficit fiscal estructural, pero es improbable que tenga efecto fuerte sobre el tipo de cambio real.

Emergentes: ¿Qué Hacer?

- Reforzar el sistema financiero local para reducir los costos de un Sudden Stop. Por ejemplo,
 - subir los encajes marginales de los bancos,
 - limitar el crecimiento de las deudas bancarias denominadas en moneda extranjera (como lo acaba de hacer Corea del Sur).
- Asegurarse que las líneas de crédito de emergencia (p.ej., FCL) y reservas son suficientes en caso de Sudden Stop.

FMI: ¿Qué Hacer?

- El Fondo podría ayudar a coordinar las tasas de cambio de los emergentes con el renminbi (China), de manera de evitar “devaluaciones competitivas”
- y dejar de pregonar controles a la entrada de capitales, que contribuyen a la “guerra de divisas”.
- Además, no es evidente que los controles sean efectivos, excepto que tomen formas draconianas y se controle también la salida de capitales.

Economía Mundial

La Nueva Trampa de la Liquidez

Guillermo Calvo

Universidad de Columbia, Nueva York

www.columbia.edu/~gc2286

Lima, Perú, 16 de noviembre, 2010