



∴ **Respuestas de política económica
a la crisis y estrategias de salida**

Klaus Schmidt-Hebbel 

IV Jornada Monetaria
Banco Central de Bolivia
19 julio 2010
La Paz, Bolivia



kschmidt-hebbel@uc.cl

Esquema

- 1. Orígenes y desarrollo de la crisis financiera**
- 2. Respuestas de política económica**
- 3. La Gran Recesión de 2008-2009**
- 4. La recesión en América Latina**
- 5. Hacia la normalización financiera**
- 6. Perspectivas de la economía mundial**
- 7. Grandes riesgos**
- 8. Grandes retos: la estrategia de salida**
- 9. Conclusiones**

1. Orígenes y desarrollo de la crisis financiera

Crisis financiera y recesión en perspectiva

- Peor crisis financiera global desde la Gran Depresión
- Peor recesión mundial desde la Gran Depresión
- Intensificada por sincronía internacional y caída libre del comercio internacional
- Atenuada por las respuestas de política más masivas y radicales de la historia económica mundial

Grandes causas de la crisis

1. Elevado ahorro en Asia y bajas tasas de interés mundiales
 2. Masivas fallas de mercado y de políticas de regulación y supervisión en mercados financieros
 3. Políticas macroeconómicas insuficientemente contracíclicas
- Causa 1 es global pero secundaria
 - Causas 2 y 3 son locales pero centrales para explicar la crisis financiera en los países industriales que constituyen el epicentro de la crisis (EE.UU., Gran Bretaña, otros europeos)
 - EE.UU. es el ejemplo de libro texto del país que lo hizo mal en casi todo (fallas de mercados y de políticas)

Desarrollo de la crisis financiera

- Fallas de mercado en los mercados financieros
- Fallas de política en la regulación y supervisión financiera
- Políticas macroeconómicas procíclicas
- Boom de crédito, gasto y crecimiento
- Euforia y burbujas

Cuatro fases de la crisis

Fase 1: Reventón de burbuja sub-prime y turbulencias financieras (2007 – sep. 2008)

- Empeoramiento cartera sub-prime y pérdidas en derivados de préstamos sub-prime llevan a colapso e intervención de instituciones financieras (bancos EEUU, Bear Stearns, bancos europeos, intervención GSEs)
- Aumento desconfianza y premios riesgo interbancario, con intervenciones de liquidez de bancos centrales
- Comienzan a caer precios de viviendas y acciones
- Peaks de precios de commodities a mediados de 2008
- EE.UU. entra en recesión, pero no el resto del mundo

Fase 2: Pánico, crisis financiera declarada y recesión profunda (sep. 2008 – marzo 2009)

- 12-13 septiembre: se deja quebrar Lehman Brothers
- Se caen los mercados financieros del mundo: pánico generalizado, huida a 7 últimos refugios de valor, derrumbe generalizado de precios otros activos, cesan transacciones en muchos mercados financieros
- Caída masiva de intermediarios financieros sistémicamente importantes se evita con masivas intervenciones y garantías gubernamentales
- Contracción de demanda agregada (consumo durables e inversión) provoca caída libre del comercio y del PIB mundial
- Crisis bancarias en países industriales; melliza en algunos este-europeos, trilliza en Islandia
- Transmisión financiera y comercial a PEDs (y LAC)

Fase 3: Gradual normalización financiera y recuperación: marzo 2009 – marzo 2010

- Masivas intervenciones gubernamentales y políticas macroeconómicas hiperexpansivas revierten pánico financiero y colapso de demanda agregada privada
- Gradual vuelta a la confianza en mercados financieros y rally en renta variable
- Recuperación del comercio mundial y de precios de commodities
- Recesión en países OCDE y mundial continúa hasta mediados de 2009
- Empleo OCDE sigue cayendo hasta 2010
- China (y Asia): locomotora del crecimiento mundial

Fase 4: Intensas turbulencias financieras en la zona euro: desde abril 2010

- Casi default de Grecia es evitado por rescate de UE y FMI
- Contagio a otros miembros de la UE (Hungría) y de la zona euro (España, Portugal, Irlanda, ...) lleva a anunciar crédito contingente de rescate de última instancia por la UE y compra de deuda soberana por el BCE
- Mayor test de stress para la zona euro y el euro desde su inicio hace 12 años
- Significativas turbulencias financieras en Europa y ajustes en renta variable a nivel mundial
- Continúa recuperación economías desarrolladas, pero a menor velocidad y mayor incertidumbre

2. Respuestas de política económica

Respuestas de política económica

- Las respuestas de emergencia de las políticas económicas a la crisis financiera y a la recesión mundial han sido las más masivas, radicales, rápidas y sincrónicas de toda la historia económica mundial, combinando:
 - (1) Políticas de apoyo y rescate de mercados, instrumentos e instituciones financieras de importancia sistémica
 - (2) Políticas expansivas monetarias convencionales y no convencionales (*quantitative and credit easing*)
 - (3) Políticas expansivas discrecionales fiscales, por encima de la acción de estabilizadores automáticos



Medidas de emergencia financiera en países OCDE, 2008-2009

	Bank liabilities			Nationalise ²	Bank assets		Fund commercial paper	Fund asset-backed securities	Ban or restrict short-selling
	Increase deposit insurance	Guarantee or buy bank debt	Inject capital ¹		Ring-fence bad assets	Plan to purchase toxic assets			
United States	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Japan		x	x				x	x	x
Euro area	x								
Germany	x	x	x			x			x
France	already high	x	x						x
Italy	x		x						x
United Kingdom	x	x	x	x	x		x	x	x
Canada		x					x	x	x
Australia	x	x						x	x
Austria	x	x	x						x
Belgium	x	x	x						x
Czech Republic									
Denmark	x	x	x					x	x
Finland	x	x	x				x		x
Greece	x	x	x						
Hungary	x	x	x						
Iceland	x		x	x					x
Ireland	x	x	x	x					
Korea		x							
Luxembourg	x	x	x						
Netherlands	x	x	x	x					x
New Zealand	x	x							
Norway	already high	x	x						
Slovak Republic	x								
Poland	x		x						
Portugal	x	x	x						
Sweden	x	x	x					x	
Spain	x	x						x	x
Mexico		x							
Switzerland	x		x			x	x	x	
Turkey									

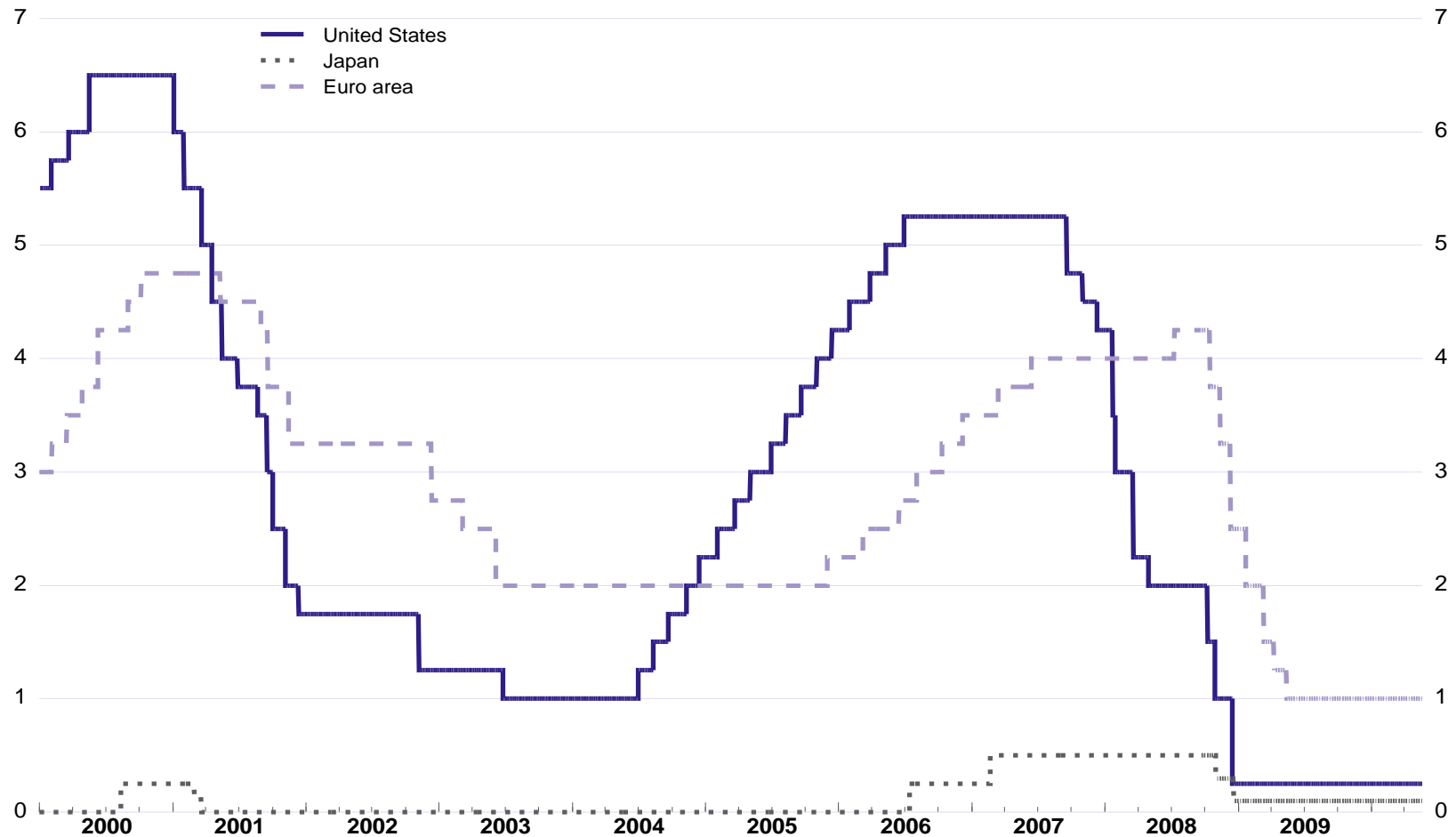
Note: the coverage of nationalisations and measures to ring-fence bad assets is incomplete.

1. Capital has already been injected in banks, or funds have been allocated for future capital injections. The law allows the Japanese government to inject capital into financial corporations, but so far this option has not been used.
2. Nationalisation is defined as the government taking control of a substantial share of banking activities (defined in a broad sense). The cell for the United States is ticked to acknowledge the actions taken by the authorities to take control of Fannie Mae and Freddie Mac and unwind Washington Mutual.

Source: OECD.



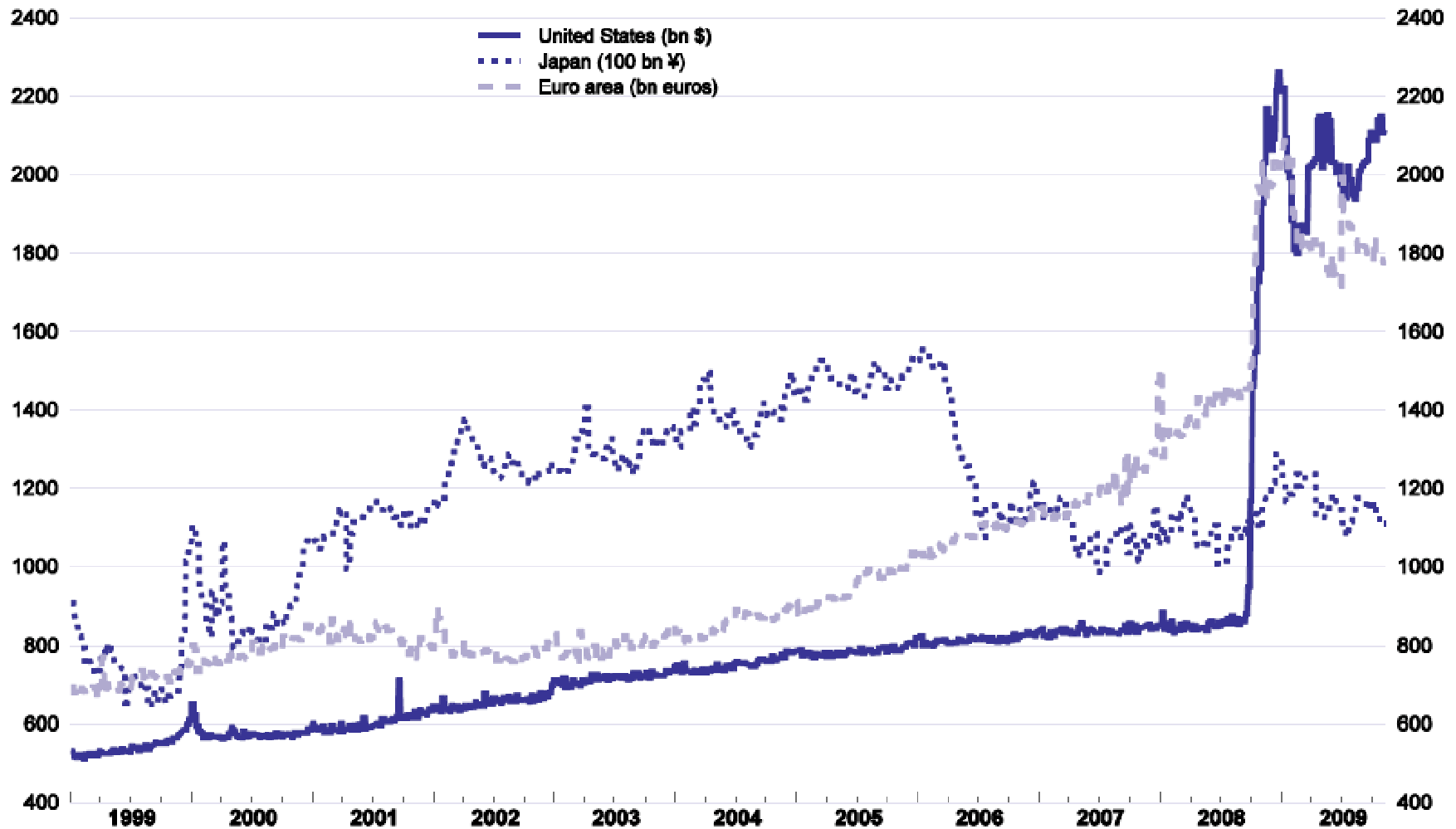
Expansiones monetarias inéditas en tres grandes bancos centrales (tasas de política, %) ...



Fuente: OECD.



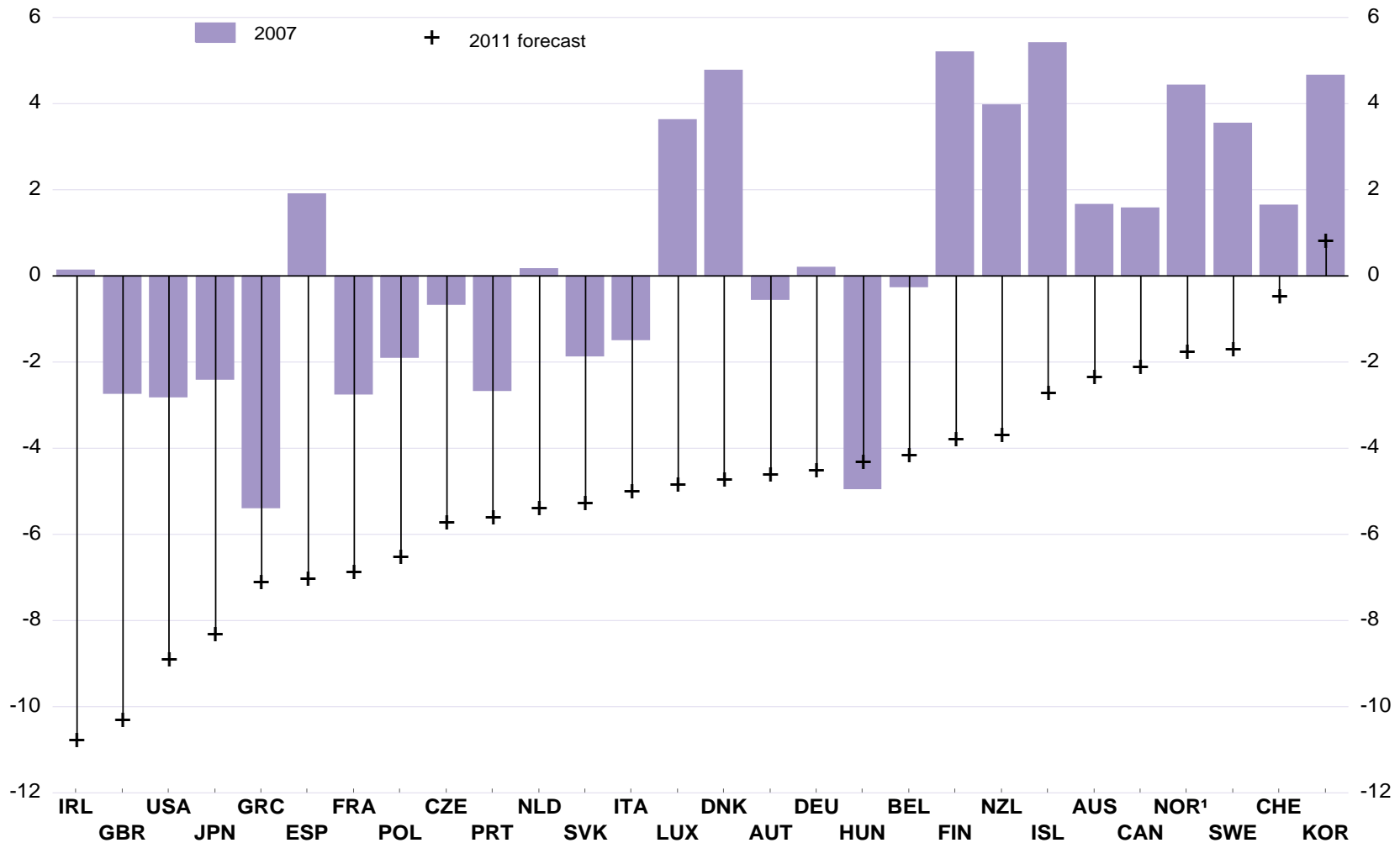
complementadas por políticas monetarias no convencionales (balances de bancos centrales)



Fuente: OECD EO86

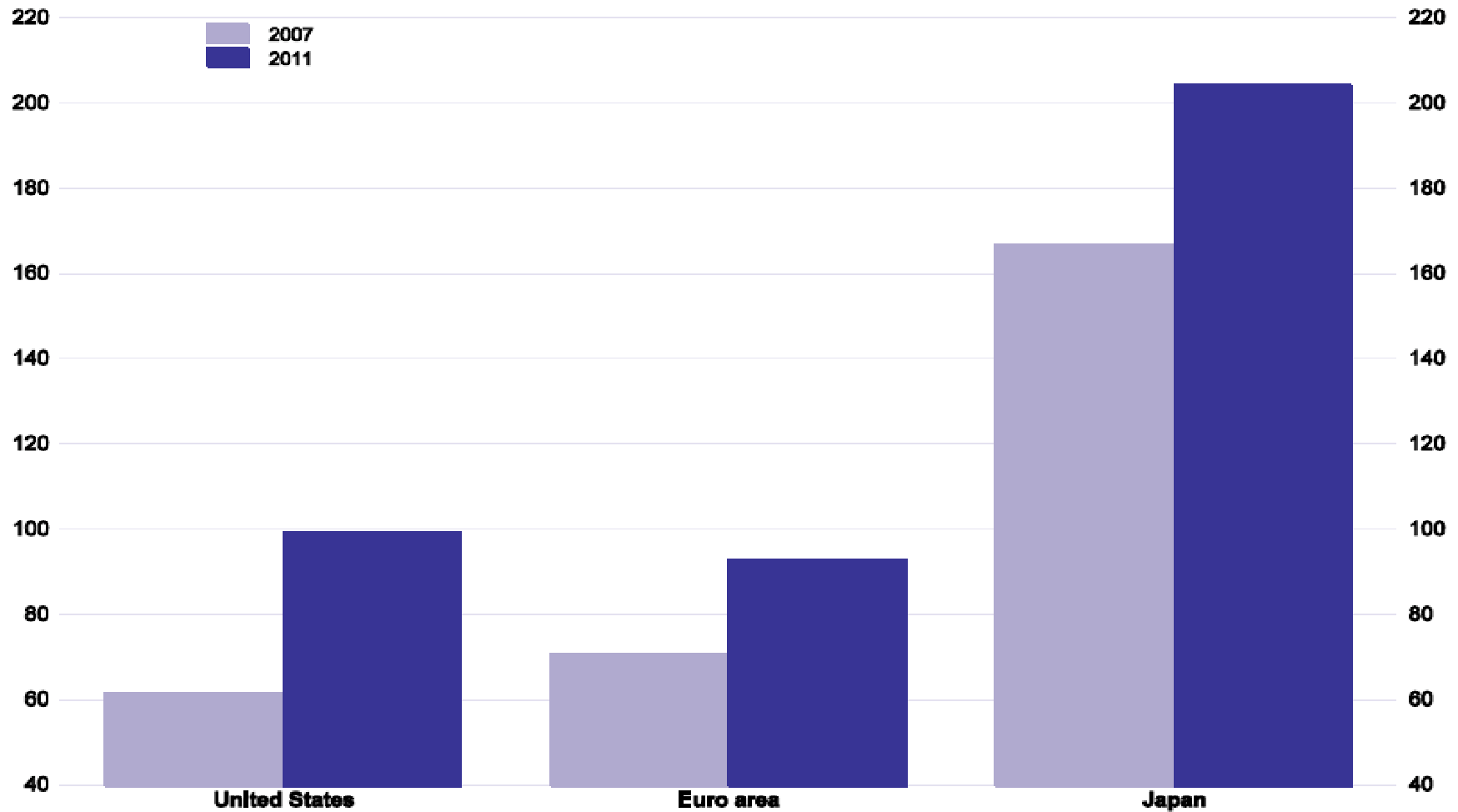


Políticas fiscales muy expansivas en las economías desarrolladas (balances fiscales / PIB, %) ...



Fuente: OECD.

... que llevan a los gobiernos a un fuerte endeudamiento (deuda pública/PIB, %) ...



Fuente: OECD.

3. La Gran Recesión de 2009-2009

Difusión global

- A diferencia de crisis previas:
 - epicentro de la crisis financiera en EE.UU. y algunos otros países industriales
 - crisis arrastra a todos por los históricamente elevados grados de integración comercial y financiera
- La globalización implica más sincronía cíclica (lo que puede ser costoso)
- Pero: este potencial costo de la globalización es más que compensado por sus beneficios: mayor crecimiento y bienestar mundial en el largo plazo. Crisis es gran prueba de la globalización, bastante bien aprobada.

Crisis financiera y recesión global

- Contracción global de la demanda privada causada por:
 - Crisis financiera y contracción de condiciones crediticias
 - Pérdidas de riqueza por reventón de burbujas – disminuciones de precios de activos inmobiliarios y de acciones
 - Menores niveles de ingreso y empleo
 - Alta volatilidad y alta incertidumbre “knightiana”
 - (PEDs) Caída en precios de materias primas
- Que ha llevado a:
 - Intensa caída de la producción industrial
 - Desplome del comercio mundial
 - Peor recesión mundial desde la segunda guerra mundial

4. La recesión en América Latina



¿Cómo afectó la crisis a América Latina?

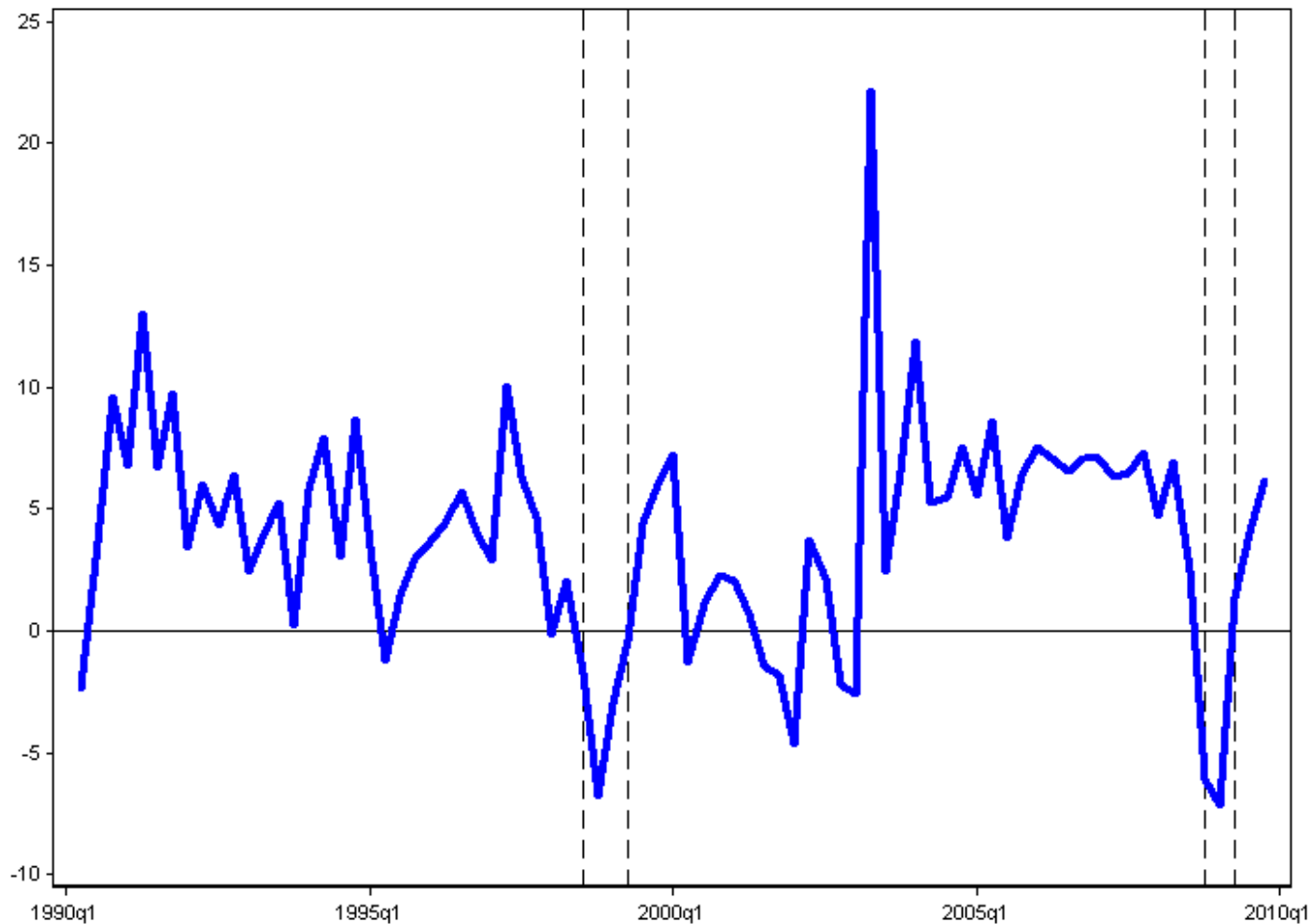
- La región fue afectada tanto por la Crisis Asiática de 1998-99 como por la Crisis Financiera Global de 2008-09
- Pero en esta década muchos países de la región han implementado reformas estructurales y de sus políticas macrofinancieras
- ¿Cuáles han sido los efectos de estas reformas sobre el crecimiento y la capacidad de enfrentar crisis externas? ¿Cómo afectó esta crisis a AmLat?
- Estas preguntas son respondidas por Corbo y Schmidt-Hebbel

Corbo y Schmidt-Hebbel (2010)

- Estudio en cuatro etapas:
 - (1) Medición del crecimiento e identificación de recesiones en 7 países de AmLat durante 1990-2009
 - (2) Estimación de panel del comportamiento del crecimiento del PIB a base de factores de corto y largo plazo
 - (3) Descomposición de la amplitud de las recesiones de 1998-99 y 2008-09 a partir de la contribución de los factores determinantes – shocks internacionales, condiciones estructurales y respuestas de política económica
 - (4) Principales conclusiones sobre los cambios en la región y los retos futuros

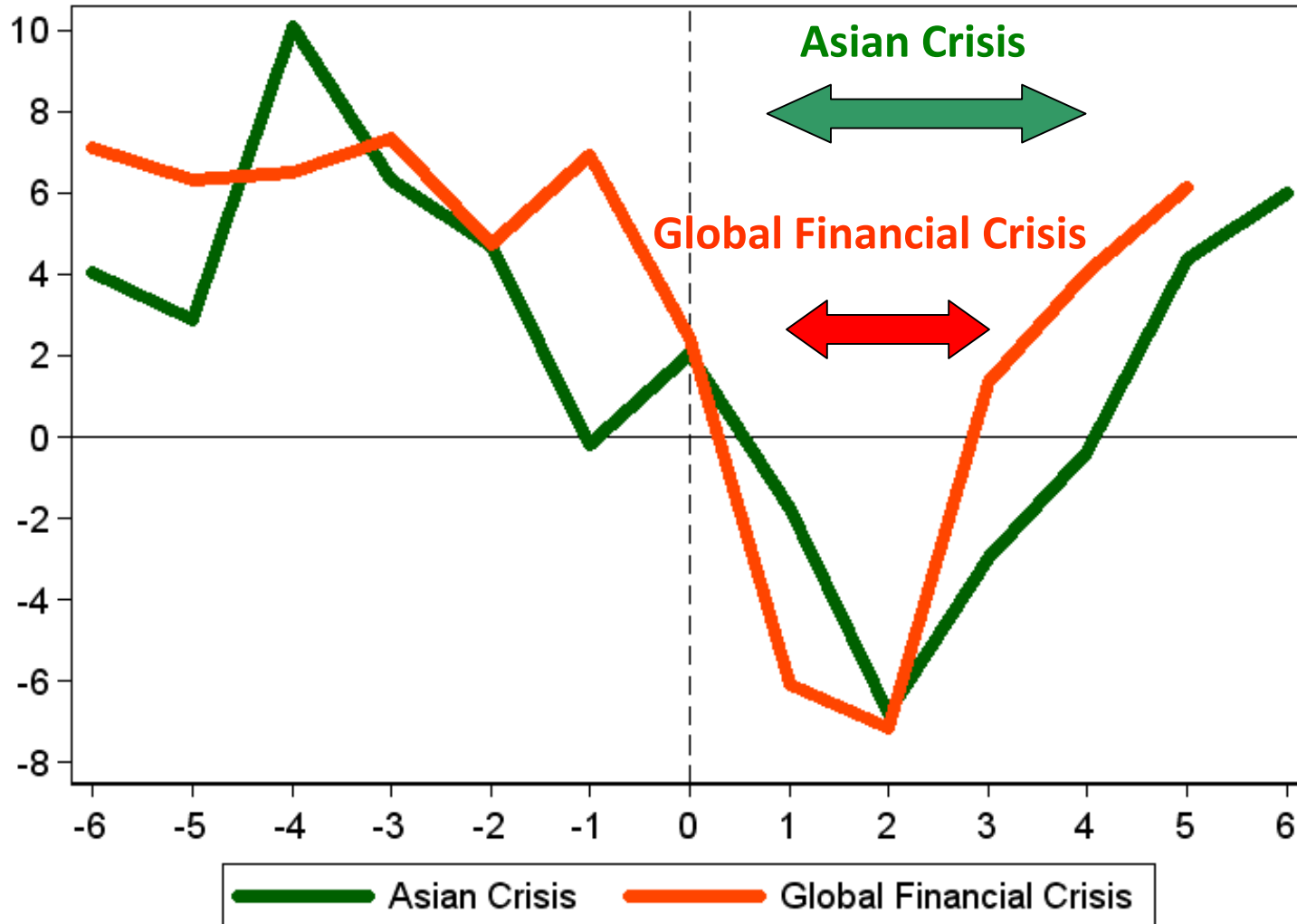
Crecimiento de América Latina, 1990-2009

(promedio trimestral anualizado)



- Simple average of annualized quarterly GDP growth rates of seven major Latin American countries, based on official GDP series that are seasonally adjusted by national authorities.

Crecimiento de América Latina en torno a las dos crisis (promedio trimestral anualizado)



Determinantes del Crecimiento

(1) Determinantes del crecimiento de largo plazo

- Crédito privado, matrícula secundaria, inflación, balance fiscal e incertidumbre política

(2) Variables estructurales

- Apertura comercial y financiera, activos externos netos, reservas internacionales y régimen cambiario

(3) Variables externas cíclicas (shocks)

- Variación de términos de intercambio, crecimiento de socios comerciales, crecimiento de exportaciones mundiales, entradas de capitales a AmLat y primas de riesgo soberano

(4) Políticas macroeconómicas domésticas

- Consumo de gobierno y tasa de interés real ex ante

(5) Interacciones entre variables estructurales y externas cíclicas



Datos y estimación de modelo de crecimiento

Cobertura de países

- Siete países más grandes de la región: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela (91% del PIB regional)

Cobertura temporal

- Datos trimestrales para 1990.1–2009.4

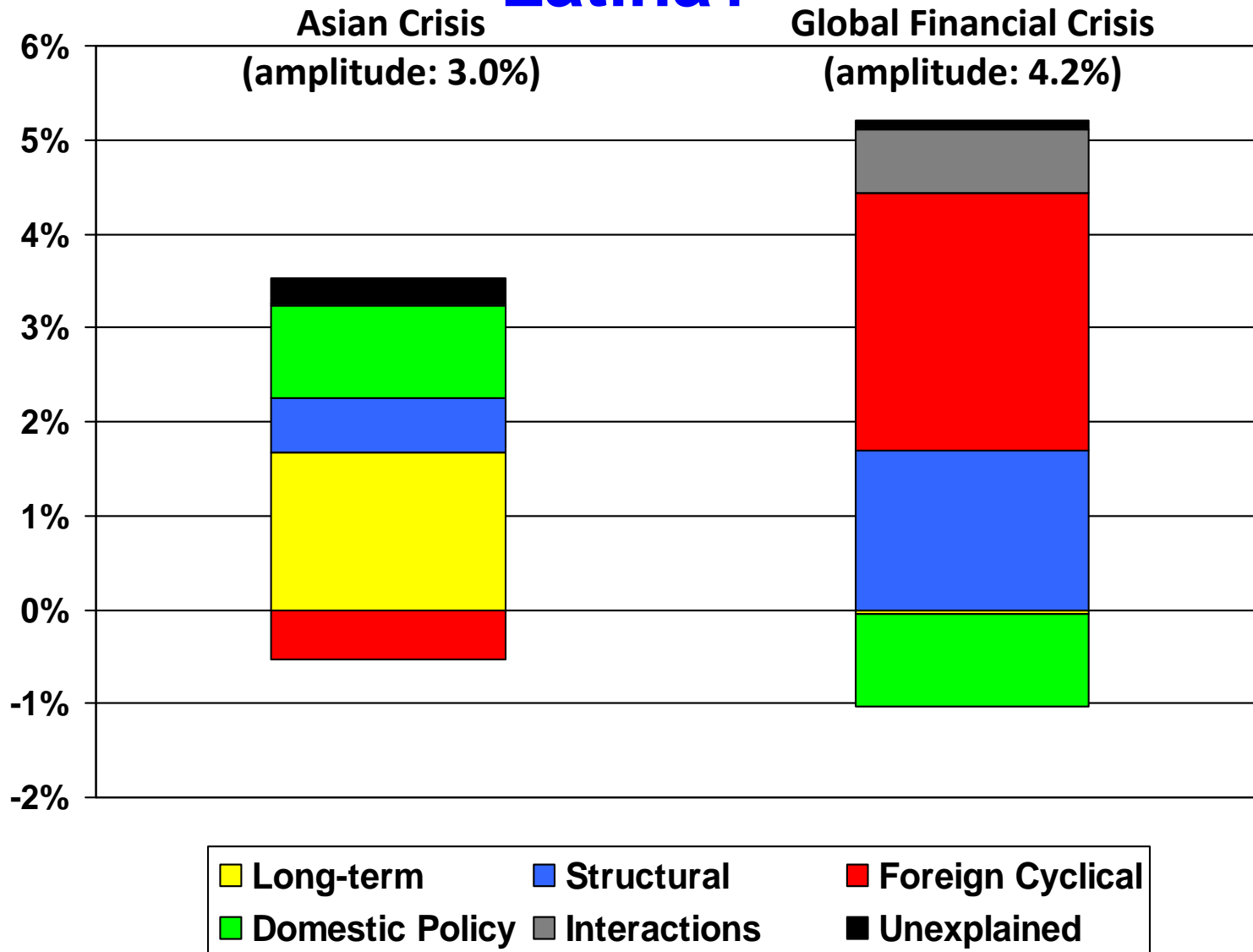
Método de estimación

- Estimación multivariada dinámica de paneles no balanceados bajo efectos

Resultados de estimaciones y descomposición: en el



¿Qué explica las recesiones de América Latina?



Lecciones de política

- Mientras que la recesión de AmLat en 1998-99 fue autoinfligida, la recesión de 2008-09 fue causa directa de la crisis mundial
- Mientras en 1998-99 las políticas macro profundizaron la recesión, en 2008-09 la aliviaron
- Después de 1999, AmLat adoptó políticas fiscales sustentables (regla fiscal en Chile), convergió a inflación de un dígito (con metas de inflación) y flexibilizó sus regímenes cambiarios (con acumulación de reservas) – todo ello reforzó su capacidad de adoptar políticas anticíclicas
- Intensificó integración comercial (uni, bi, multilateral) y financiera (apertura virtualmente total, sin controles capitales)

5. Hacia la normalización financiera

Saliendo de la crisis financiera

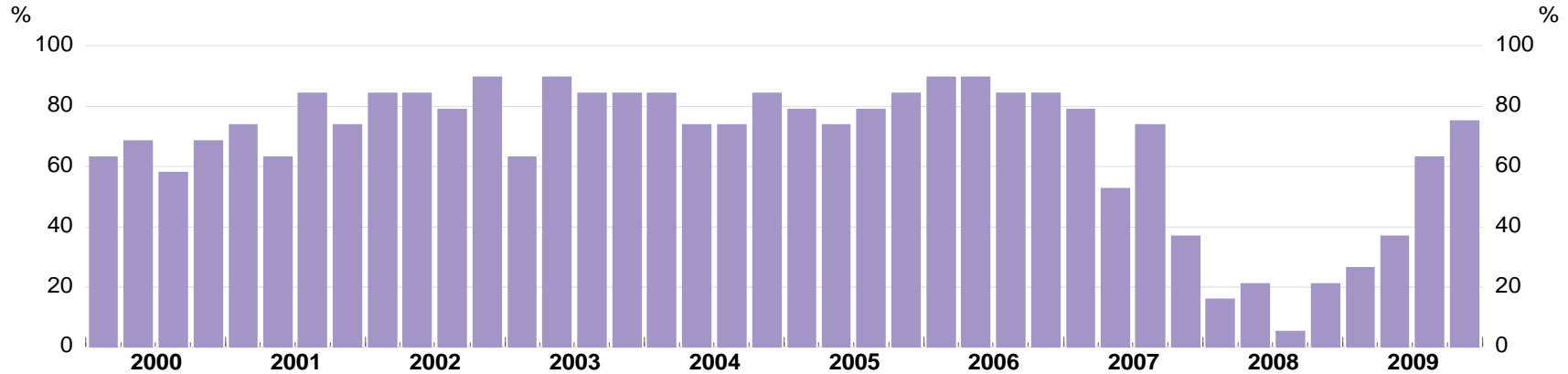
- Del pánico (sep. 2008 – marzo 2009) al nerviosismo (abril 2009 – marzo 2010) y a las turbulencias en Europa (desde abril)
- Hacia significativa normalización de (muchos) premios al riesgo, precios de activos
- Normalización de liquidez en mercados financieros “secos”
- Normalización de “covarianzas de pánico” entre retornos de activos financieros
- Causa principal de normalización financiera: mayor intervención estabilizadora gubernamental de la historia
- Pero: crisis de Grecia e incertidumbres de la zona euro

Mercados globales

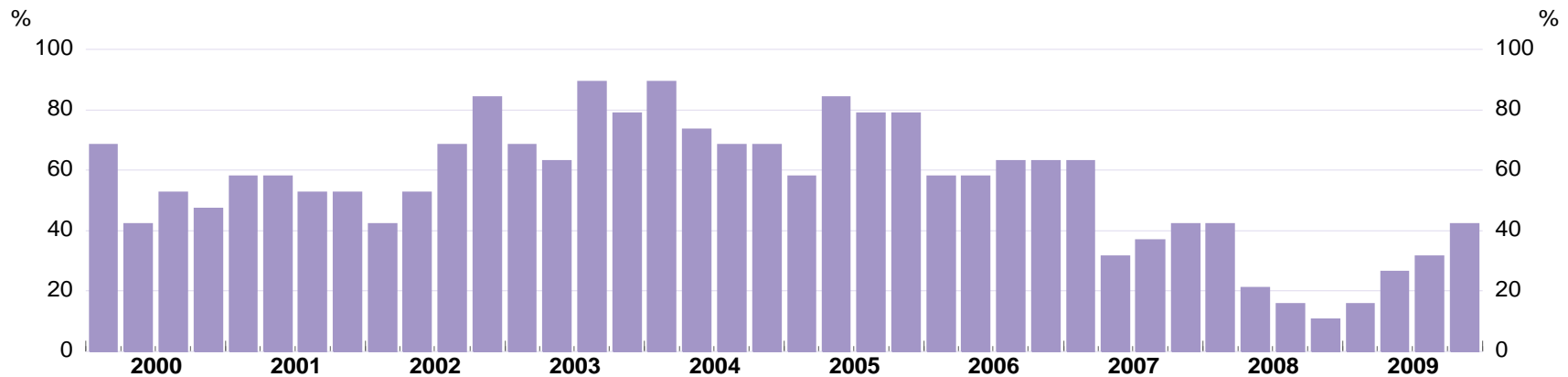
- Los mercados inmobiliarios se están recuperando
- ... y las condiciones financieras se están recuperando ...
- ... pero las medidas de riesgo interbancario, después de una virtual normalización , han vuelto a niveles de “turbulencia financiera”, especialmente en la zona euro ...
- En cambio, el crecimiento extraordinario de China, India y otros emergentes ha llevado a los precios de commodities nuevamente a niveles excepcionales ...
- ... y el prudente manejo fiscal y financiero en los emergentes ha pavimentado la normalización de sus premios soberanos.

Los mercados inmobiliarios en los países desarrollados se están recuperando ...

Proportion of OECD countries with rising real house prices¹
Based on quarter-on-quarter change

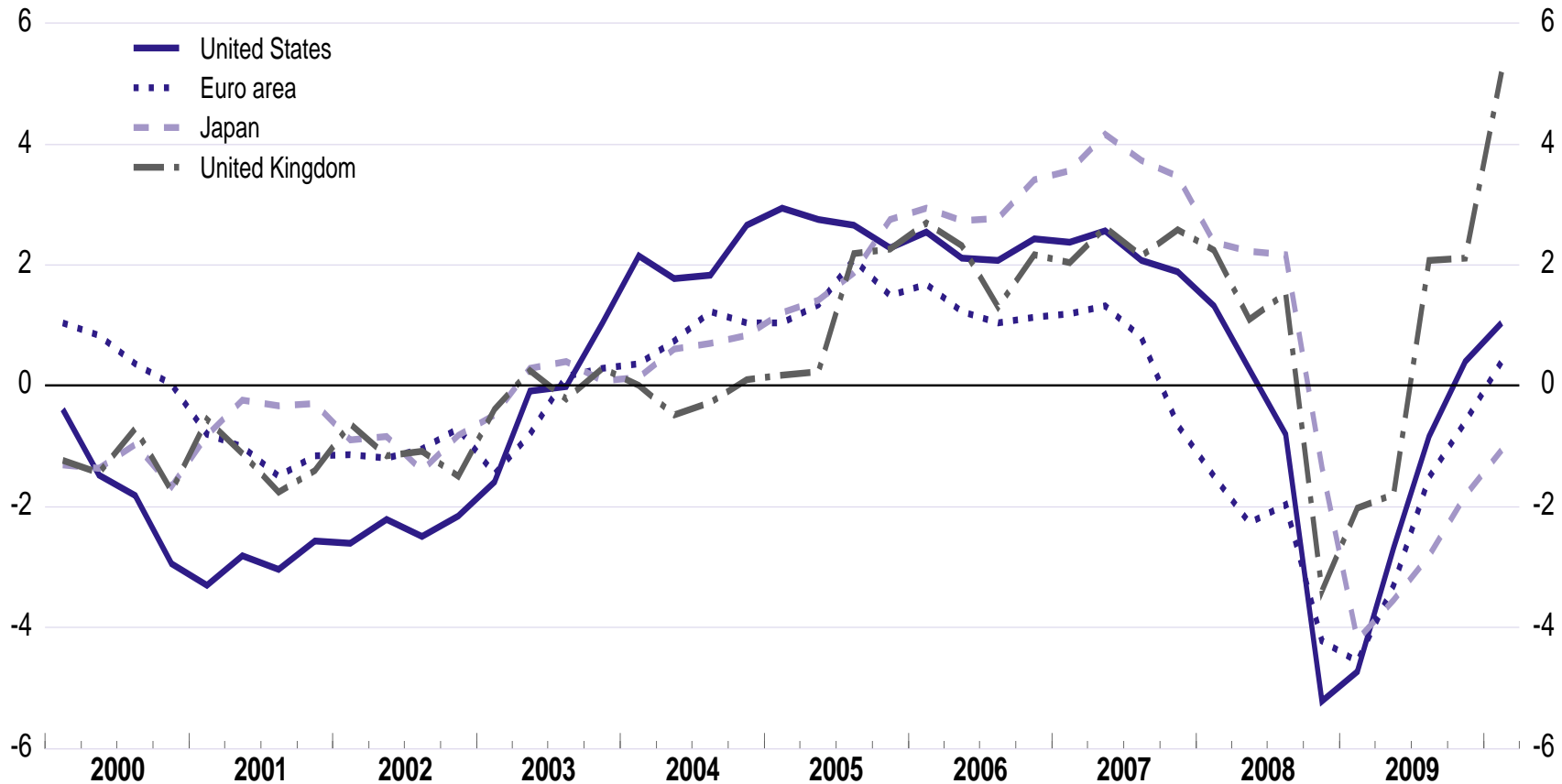


Proportion of OECD countries with rising real housing investment
Based on quarter-on-quarter change



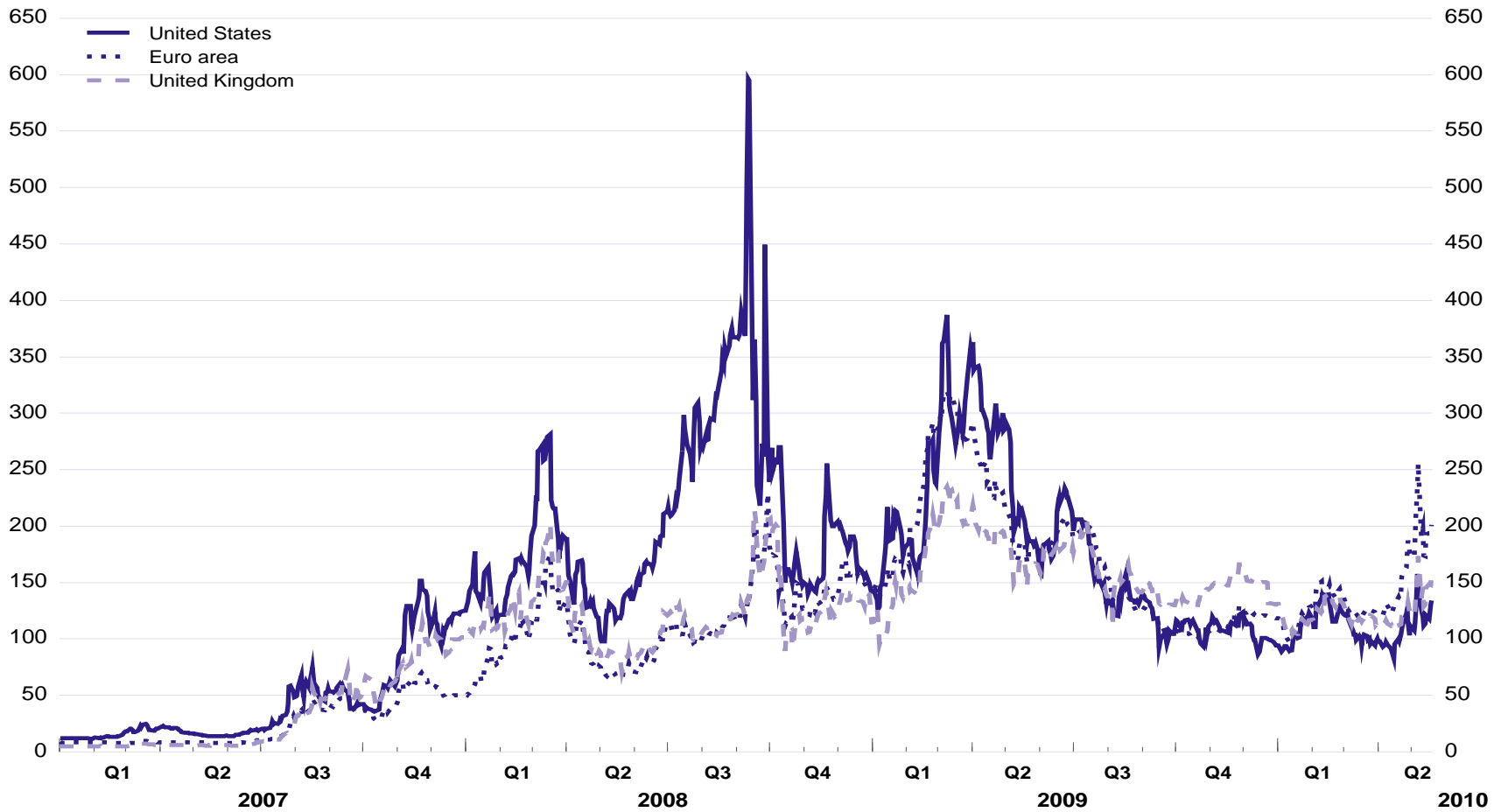
Fuente: OECD.

... y las condiciones financieras en los países desarrollados se están normalizando ...



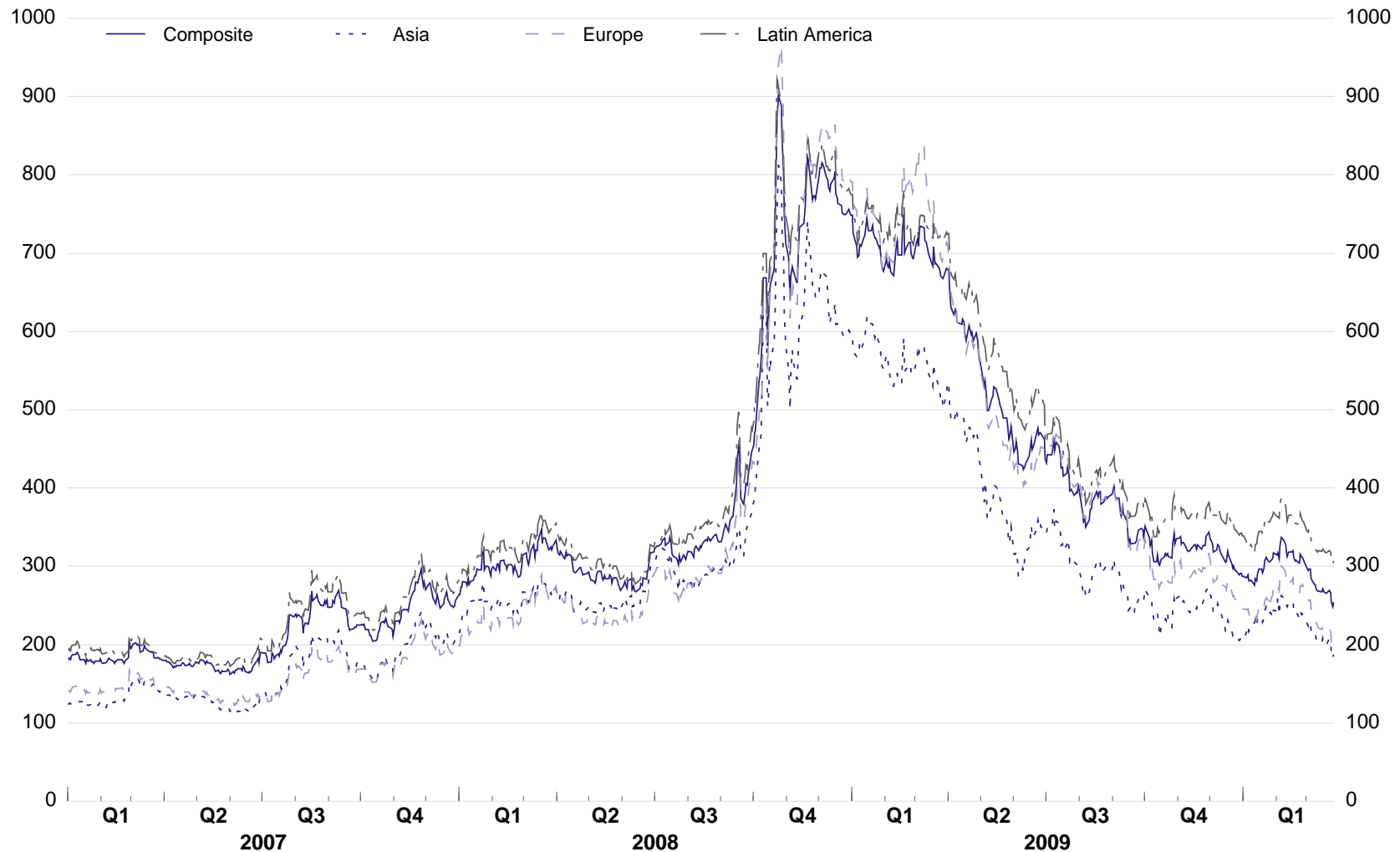
Note: A unit decline in the index implies a tightening in financial conditions sufficient to produce an average reduction in the level of GDP by 1/2 to 1% after four to six quarters. Fuente: OECD.

... pero las tasas de CDS a 5 años de bancos han vuelto a niveles de turbulencia financiera



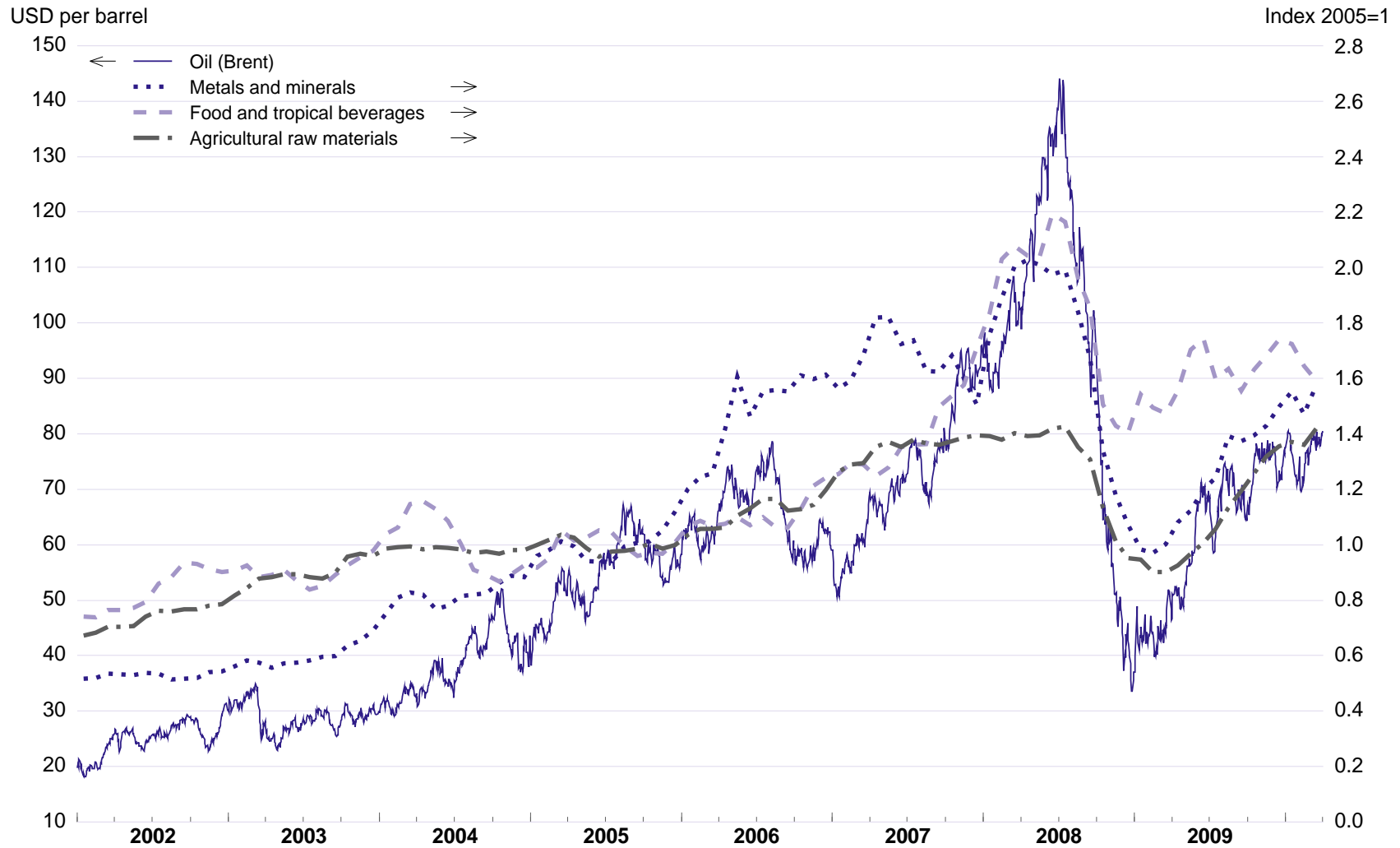
Fuente: Datastream.

En cambio, los spreads de bonos soberanos de países emergentes han caído ...



Note: All series are JPM EMBI Global Diversified stripped spreads.

... y los precios de materias primas han vuelto a niveles muy elevados



Fuente: OECD.

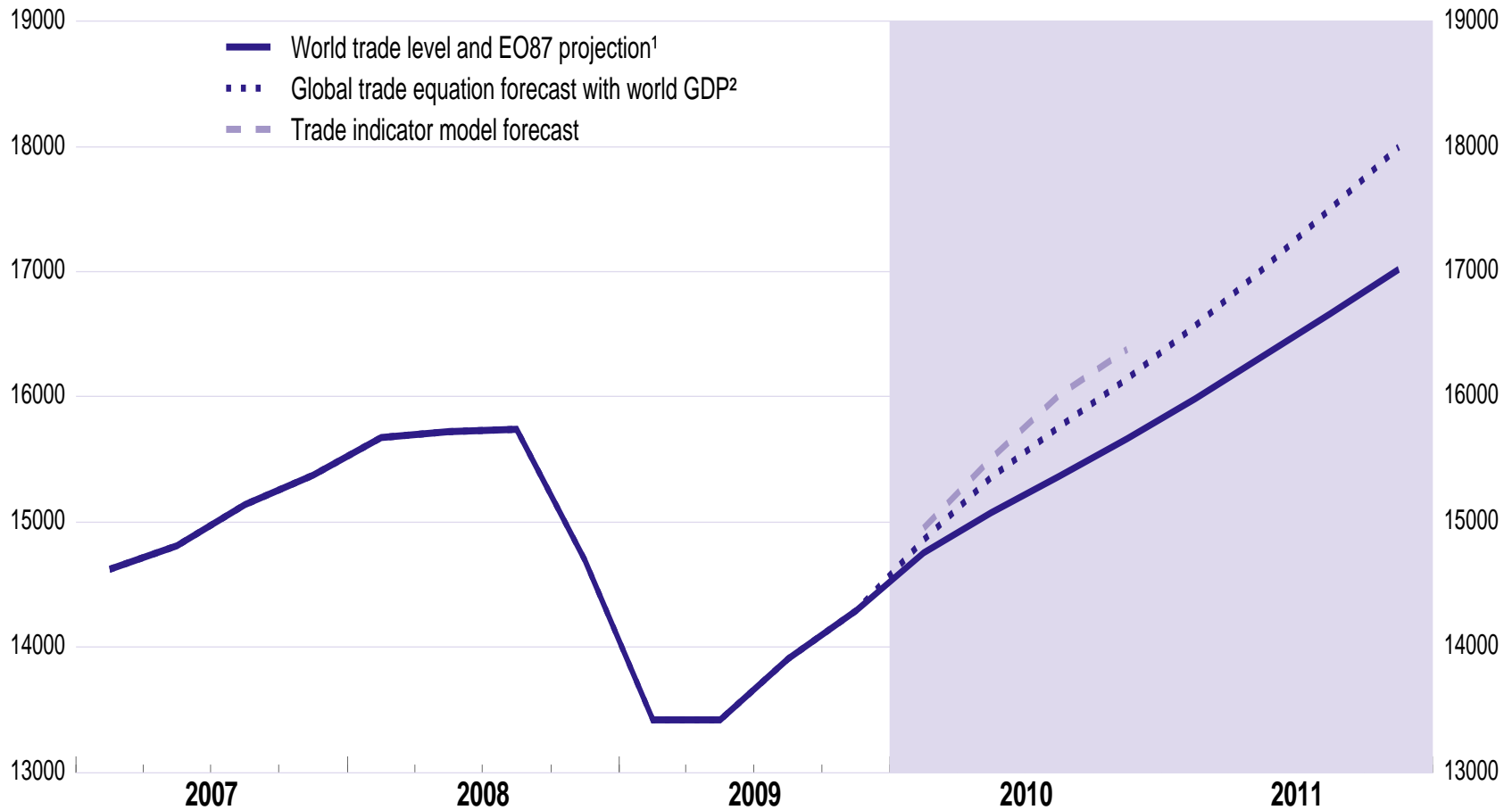
6. Perspectivas de la economía mundial

Perspectivas globales

- La economía mundial – y la de los países industriales – ha pasado su punto de inflexión a mediados de 2009, *pari passu* con la recuperación del comercio mundial
- Escenario central para el PIB: recuperación lenta, en “V plana” (excepción: Asia) ...
- ... con desempleo creciente hasta 2010 ...
- ... y significativa caída del crecimiento potencial
- Con bajas presiones inflacionarias en el corto a mediano plazo ...
- ... que justifican deshacer sólo gradualmente las políticas expansivas ...
- ... aunque ello acarrea riesgos importantes.



Comercio mundial: después del mayor colapso desde la Gran Depresión, una fuerte recuperación ...

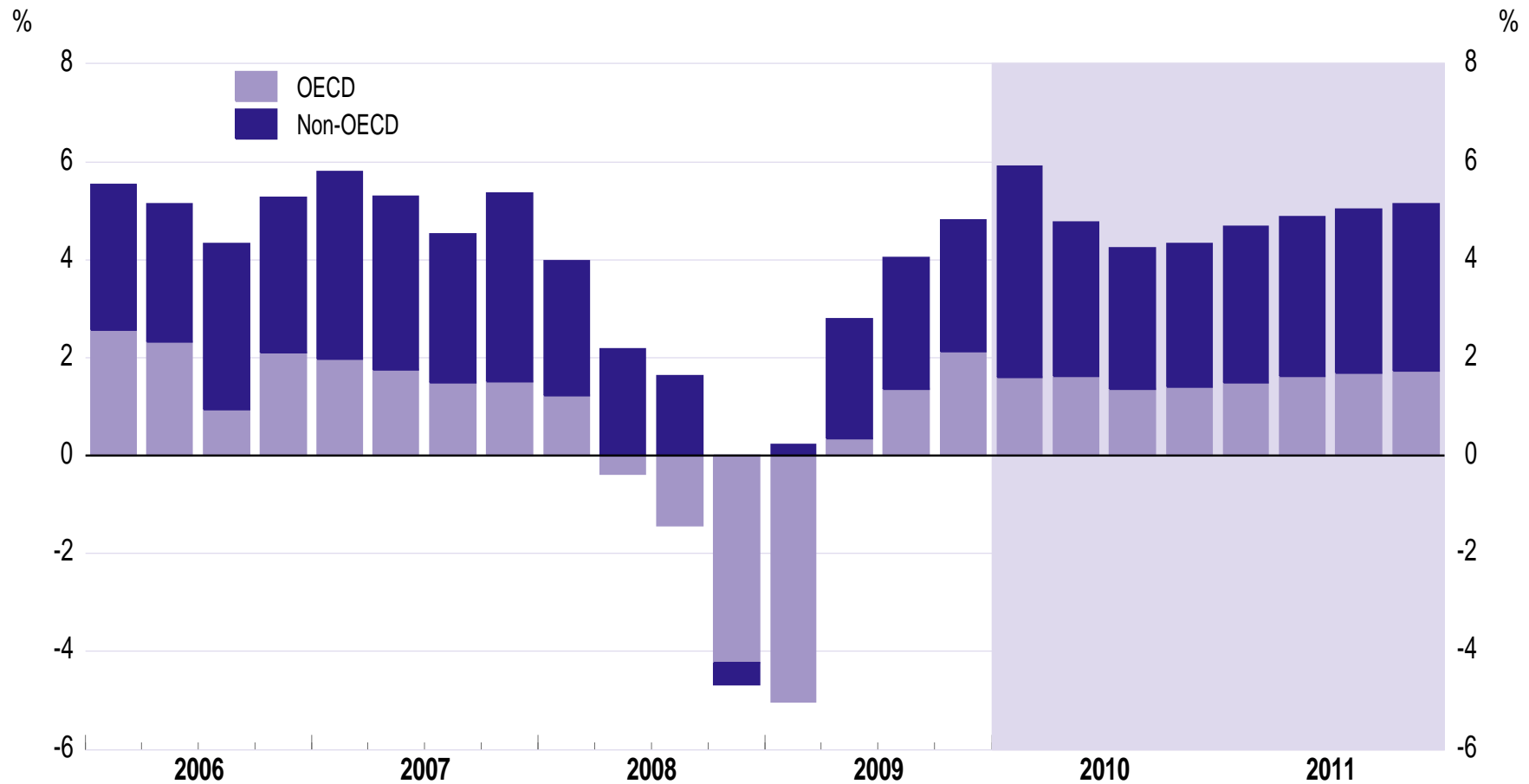


Fuente: OECD.



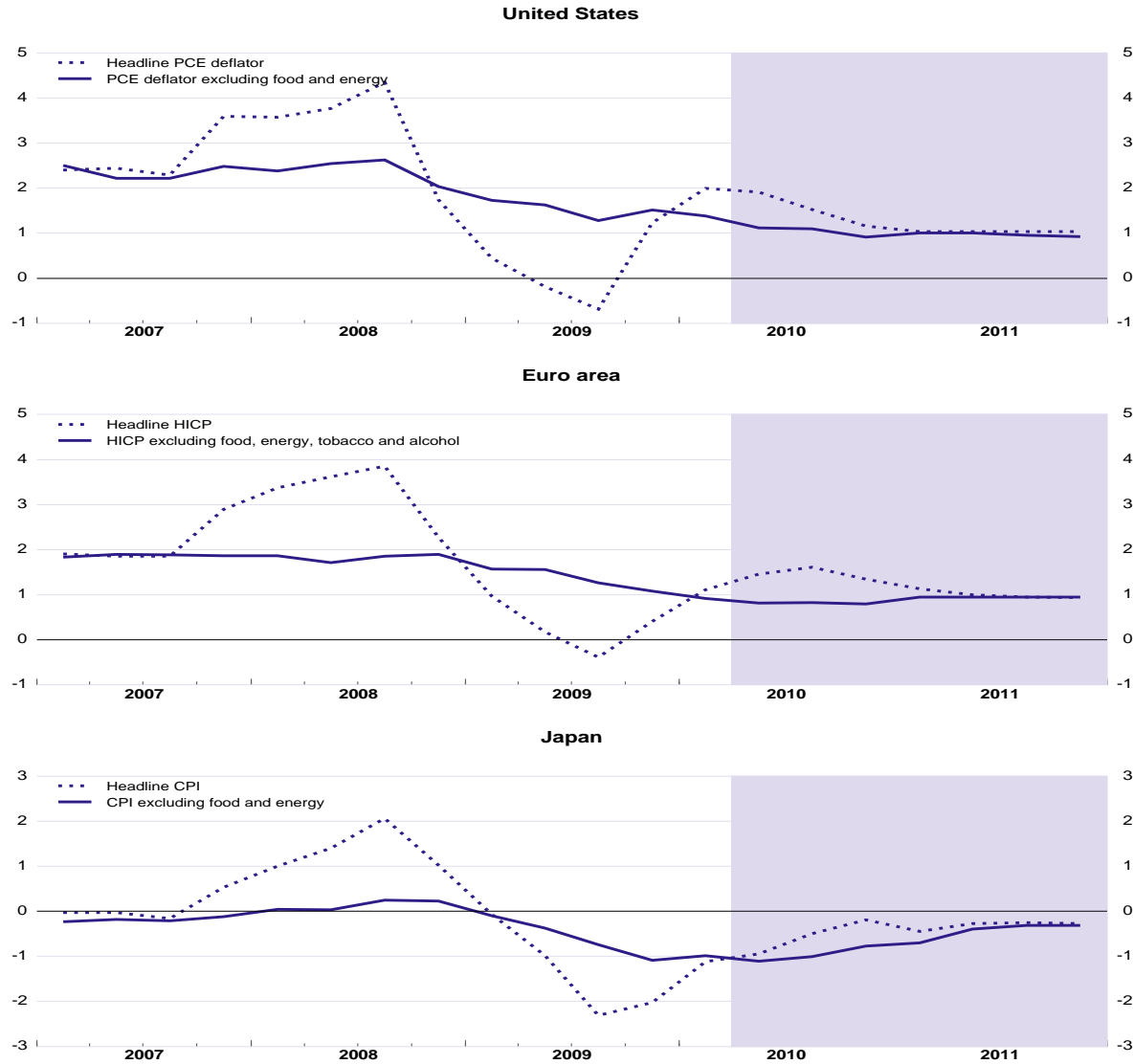
..de la mano de la recuperación del crecimiento mundial

(contribución al crecimiento anualizado del PIB a PPC)



Fuente: OECD

Inflación controlada en países desarrollados...



Fuente: OECD.



Crecimiento del PIB por Regiones, 2007-2010 (%)

	2007	2008	2009	2010f
Mundo (tipo cambio de mercado)	3.8	1.9	-1.7	3.8
Mundo (a PPC)	5.0	3.0	-0.6	4.6
Países Desarrollados	2.7	0.6	-3.3	2.2
Estados Unidos	2.1	0.4	-2.4	3.3
Área Euro	2.7	0.7	-4.1	1.0
Japón	2.3	-0.7	-5.2	2.4
Países en Desarrollo	8.3	6.0	2.3	7.8
Asia Emergente	10.6	6.2 — 7.6	6.5	9.0
China	13.0	9.0	8.9	10.5
India	9.4	7.3	6.0	9.4
Rusia	8.1	5.6	-9.0	4.3
América Latina y el Caribe	5.8	4.0	-2.3	5.1

Fuentes: FMI, OECD.



Proyecciones Crecimiento PIB en América Latina

	2009	2010f
Argentina	-2,7	4,6
Brasil	-1,2	7,1
Chile	-1,9	4,5
Colombia	0,2	3,3
México	-6,9	4,4
Perú	0,8	6,1
Venezuela	-3,5	-2,5
América Latina	-2,3	5,1

Fuentes: FMI, Latin America Consensus Forecast, OECD.

7. Grandes riesgos

Cinco riesgos

- (1) Quitar demasiado temprano los superexpansivos estímulos macroeconómicos, arriesga la recuperación económica**

Krugman – Shiller – The Economist, entre otros:

Probabilidad de segunda recesión puede ser mayor a 50%

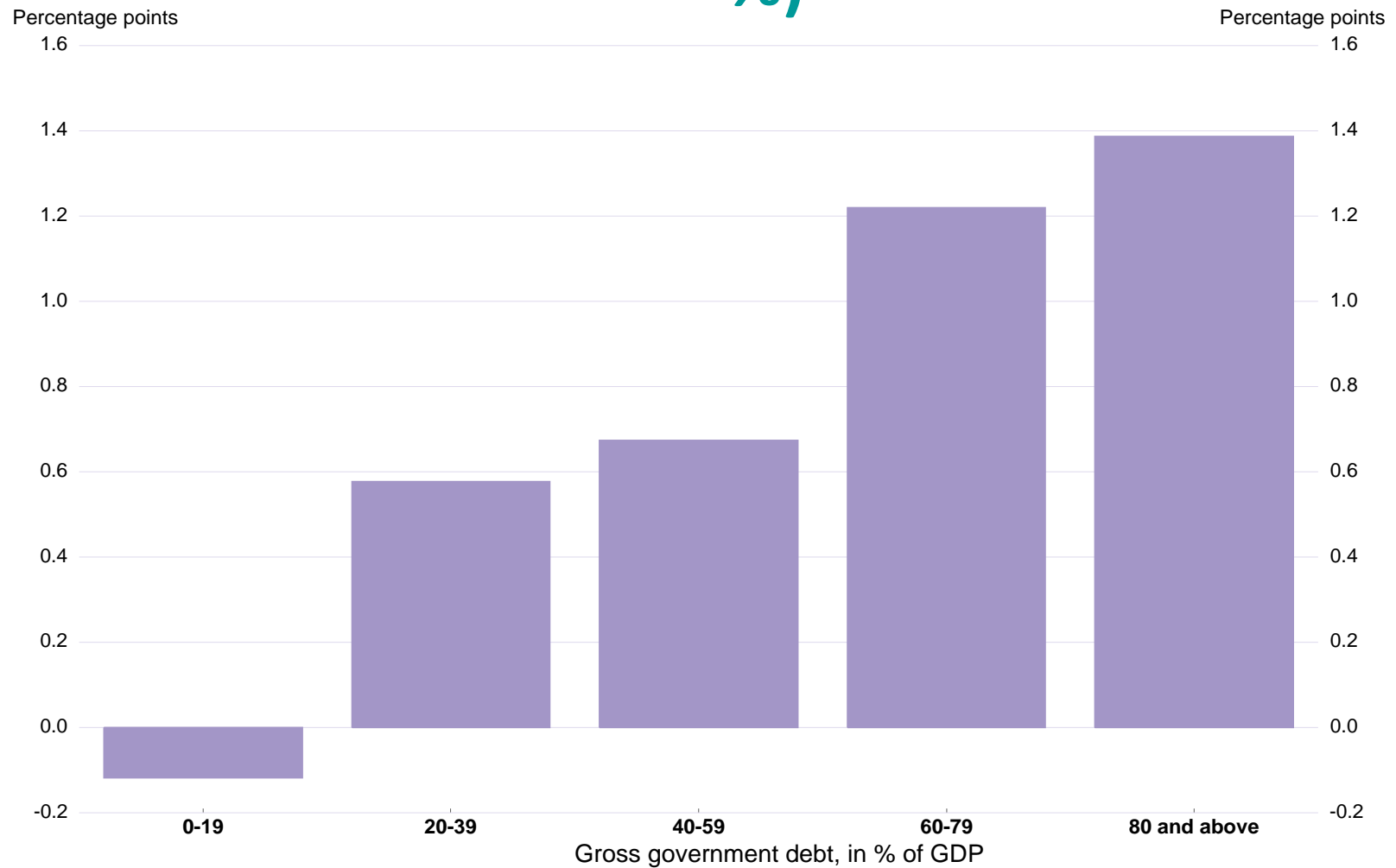
- (2) Por otra parte, si los estímulos no son revertidos a tiempo, se arriesgan aumentos de primas de riesgo en deuda pública, mayores tasas de inflación y devaluaciones cambiarias (EE.UU., Zona Euro, otros europeos)**

Barro – Taylor – OECD, entre otros:

Se requieren pronto ajustes fiscales y monetarios para corregir desequilibrios profundos y ataques de mercados



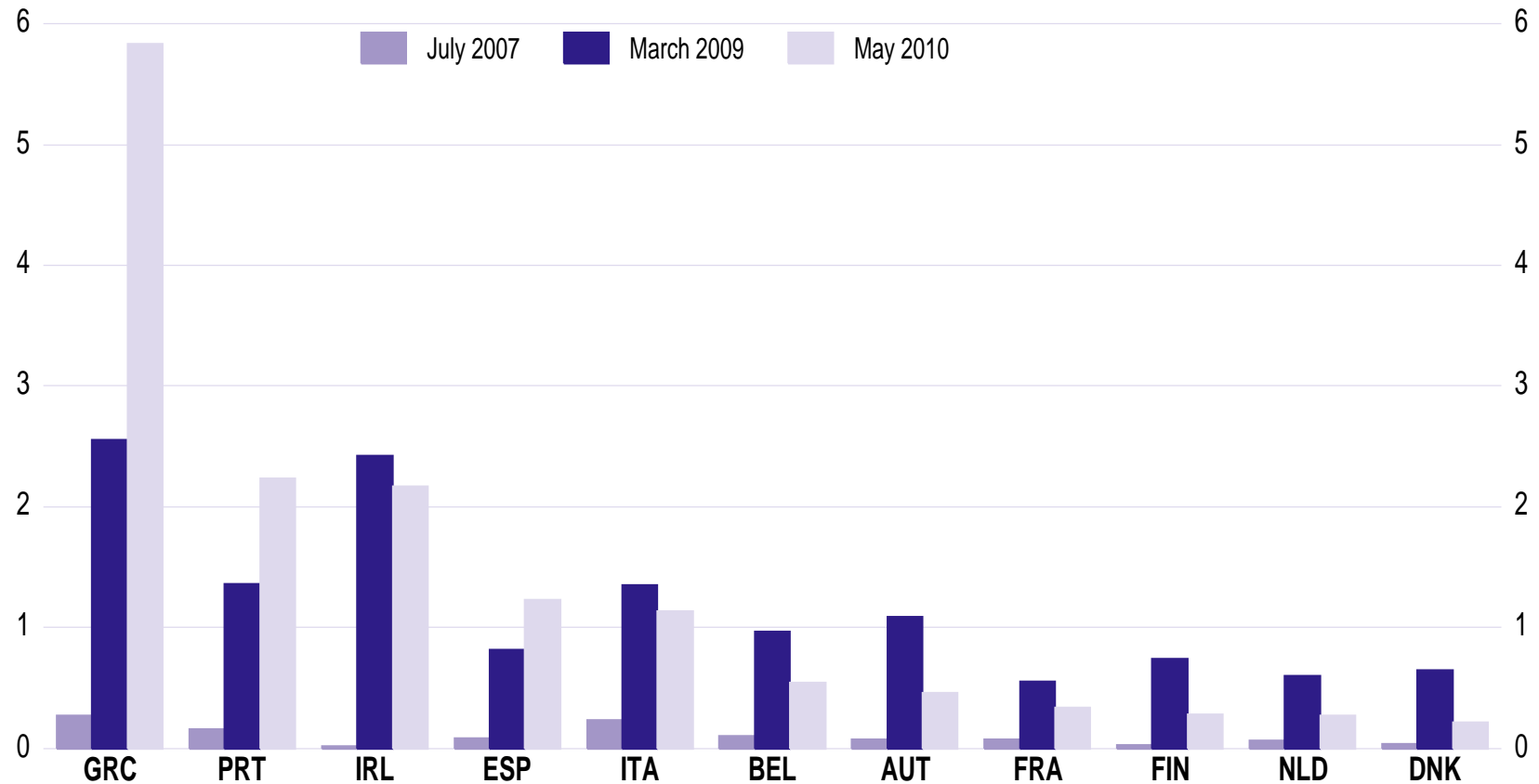
Fragilidad fiscal reflejada en significativa relación entre deuda pública y primas de tasas largas vs. cortas (%)



Fuente: OECD



Fragilidad fiscal manifestada en aumentos de premios soberanos respecto de bonos tesoro alemán (%)



Fuente: OECD.

Cinco riesgos

- (3) Si las extraordinarias medidas financieras de emergencia no son revertidas y suplantadas por una profunda reforma financiera global, se arriesga un nuevo boom, aún más intenso que el actual y una crisis aún más severa**

Exuberancia irracional de mercados precrisis

+

Fallas de regulación precrisis

+

Riesgo moral multiplicado por medidas de emergencia financiera

=

Certeza de Gran Crisis Financiera Global futura y cierta, en ausencia de profundas reformas financieras globales

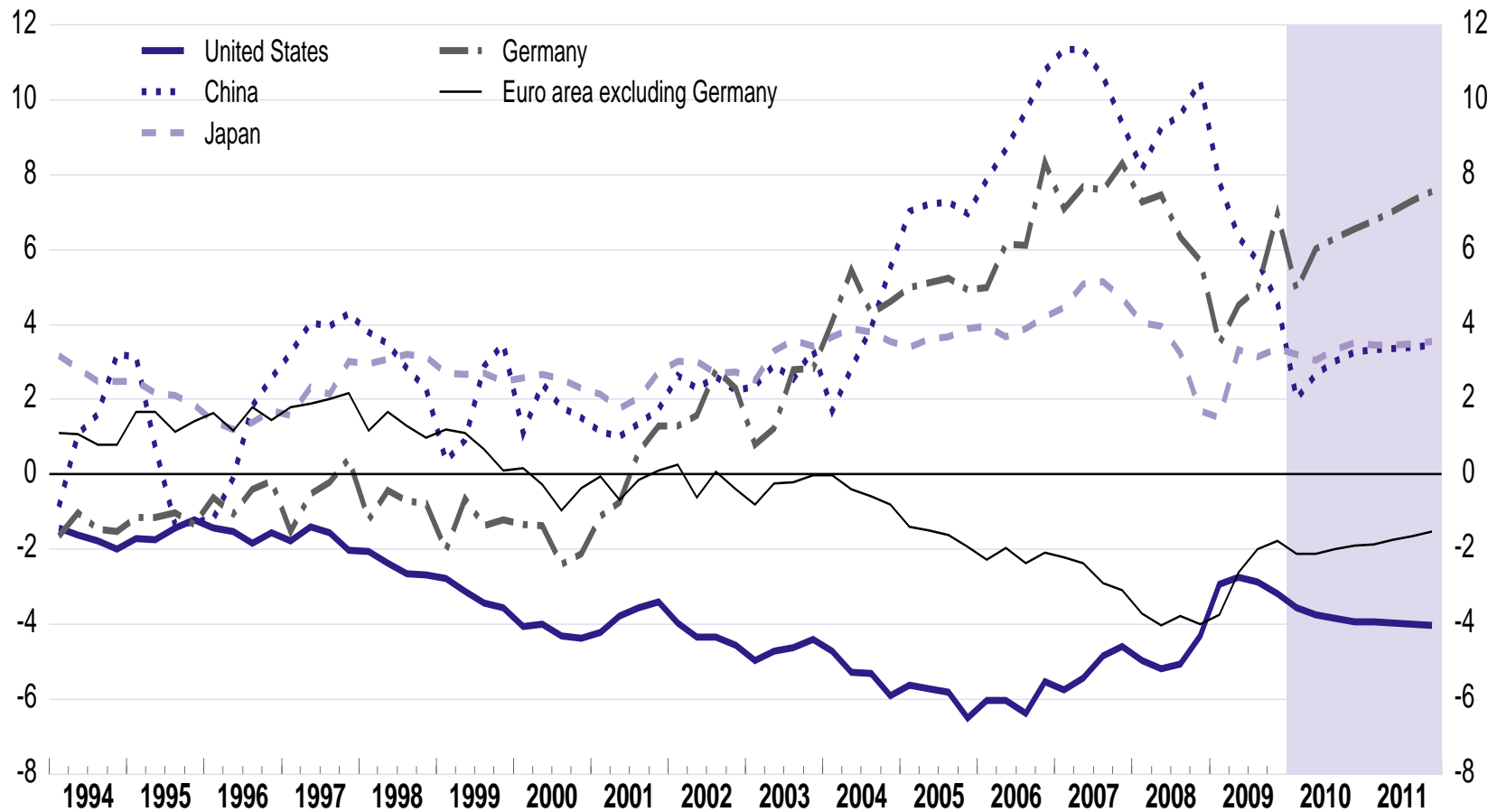
Riesgos

(4) Retorno a los desbalances globales

Riesgo condicional a la ausencia de ajuste fiscal y reformas financieras en EE.UU. y países más frágiles de la zona euro (Grecia, Portugal, España, Irlanda)



Escenario central: desbalances globales se ampliarán moderadamente (saldos cuenta corriente, % del PIB)



Fuente: OECD.

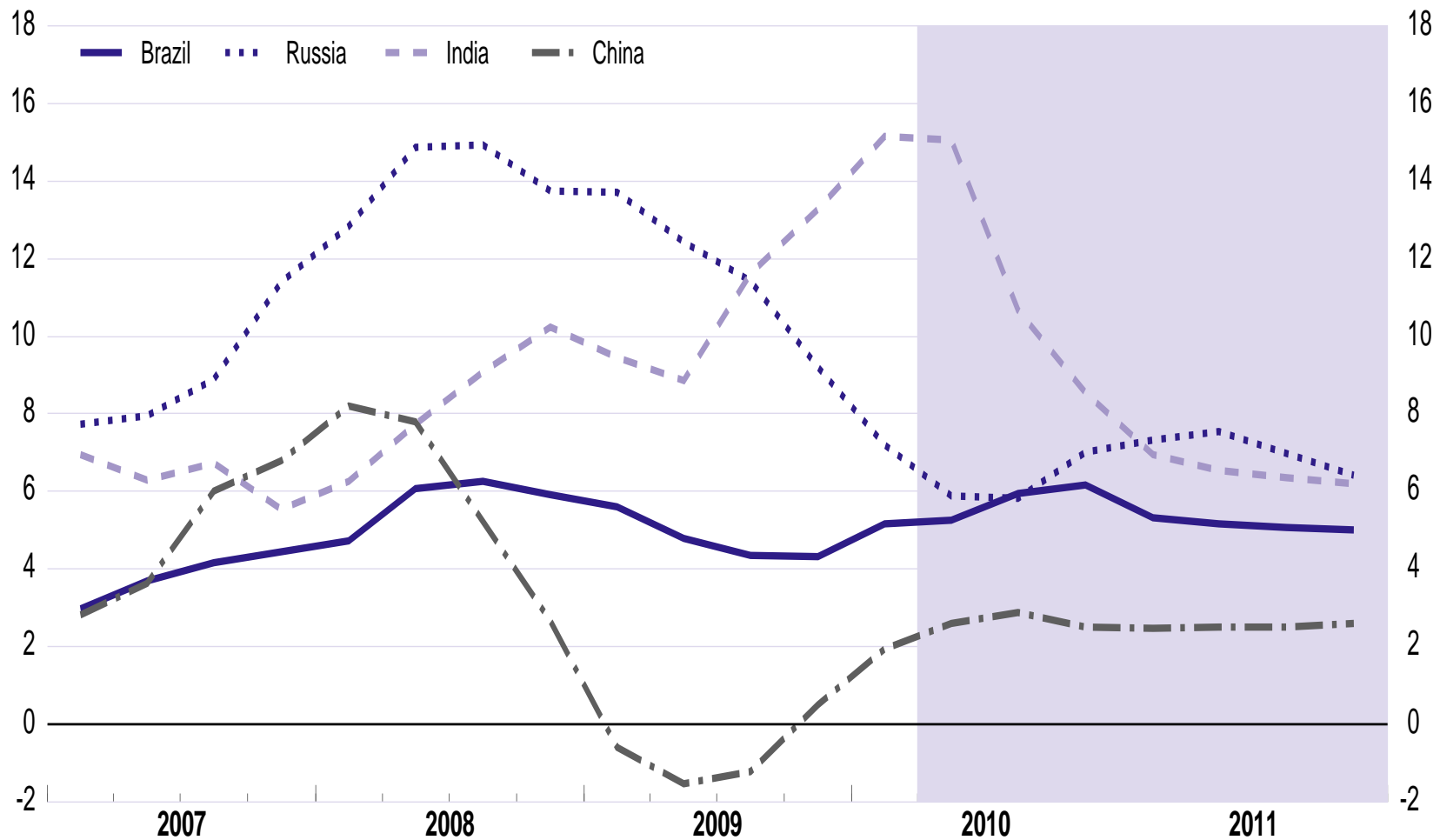
Riesgos

(4) Desarrollo y reventón de burbujas en países en desarrollo de alto crecimiento

- Porque los países en desarrollo son la locomotora del crecimiento mundial, y porque nada garantiza que las fallas de mercado y de políticas y de mercados financieros sean menos intensas que en las economías desarrolladas, es posible que las siguientes grandes crisis se estén incubando en los emergentes



Crecientes presiones inflacionarias (var. IPC 12 meses) en BRIC reflejan riesgos de sobrecalentamiento



Fuente: OECD.

Cinco riesgos

(5) Caída del crecimiento potencial en países más afectados por la crisis financiera y la recesión

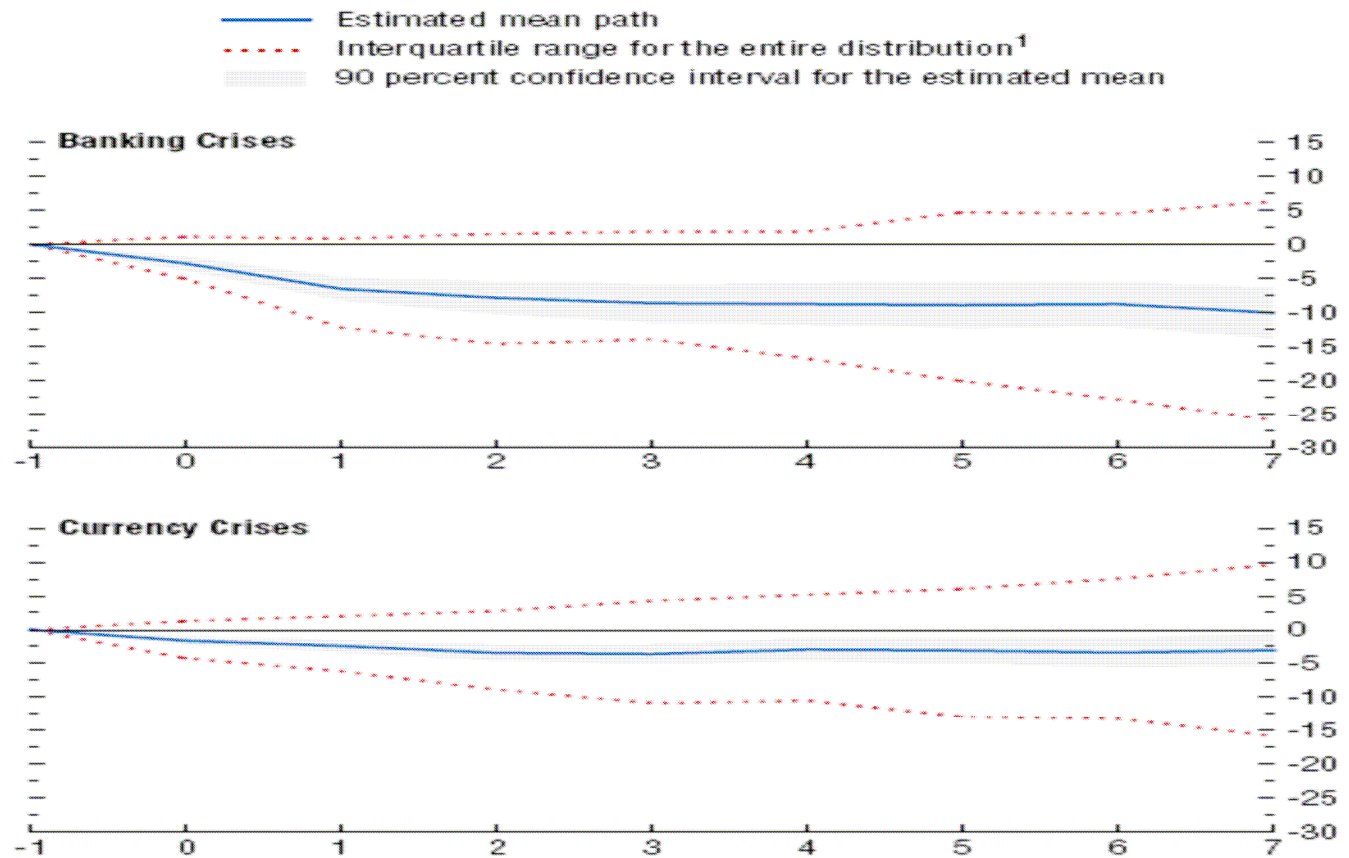
Investigación del FMI (2009) muestra que:

- **Trayectoria del PIB permanece deprimida en el mediano plazo (hasta el año 7) después de una crisis bancaria. Se recupera tasa de crecimiento, pero no nivel del PIB.**
- **Después del comienzo de la crisis, la pérdida de PIB de MP disminuye con:**
 - (i) Estímulo fiscal y monetario contracíclico (políticas macroeconómicas expansivas)**
 - (ii) Reformas estructurales**
 - (iii) Condiciones externas favorables**

Evolución del PIB después de crisis bancarias y crisis cambiarias

Figure 4.4. Output Evolution after Banking and Currency Crises

(Percent of precrisis trend; mean difference from year $t = -1$; first year of crisis at $t = 0$; years on x-axis)



Fuente: FMI, WEO, Oct. 2009.

8. Grandes retos: la estrategia de salida

Grandes retos de política económica

- El mundo en general – no sólo las economías desarrolladas – enfrentan enormes retos para salir de la crisis y fortalecer sus economías para hacer menos probable una repetición de esta crisis.
- Son cuatro los retos fundamentales:
 1. Acordar e implementar una agenda de profundas reformas financieras
 2. Reforzar regímenes y políticas macroeconómicas
 3. Intensificar integración comercial y financiera internacional
 4. Profundizar reformas estructurales que eleven el crecimiento potencial y la fortaleza de los países para resistir futuras crisis.



Hacia mejor regulación y supervisión financiera

- Notable consenso de diagnósticos y compromisos de políticas de emergencia y reformas de largo plazo
- Exponentes principales de consenso: análisis y recomendaciones de principales instituciones internacionales: G-20, FMI, OECD, Banco Mundial, BIS – Comité de Basilea, Financial Stability Forum, bancos de desarrollo regionales
- Recientes propuestas de reformas financieras también reflejan importante consenso en diagnosticar y remediar principales fallas de mercado y de políticas

Decálogo de grandes reformas financieras (1)

1. Transparentar instrumentos, transacciones y hojas de balance de toda corporación financiera
2. Regular y supervisar toda corporación financiera sistémicamente importante
3. Reformar subsidios a la vivienda (EE.UU.!!)
4. Regular mejor la medición y el manejo del riesgo
5. Reducir problemas de agente en corporaciones financieras (información, incentivos, etc.)

Decálogo de grandes reformas financieras (2)

6. Promover regulación financiera integrada (no por segmentos de mercados)
7. Incrementar requerimientos de capital
8. Requerir provisionamiento y capitalización procíclicos
9. Reemplazar mercados de transacciones OTC para derivados por mercados centralizados
10. Regular la industria de clasificación de riesgo

Cinco reformas de regímenes y políticas macroeconómicas

1. Mantener políticas macroeconómicas expansivas y revertirlas rápidamente cuando la recuperación se afiance
2. Fortalecer capacidad contracíclica (o estabilizadora) de las políticas fiscal, monetaria y macroprudencial
3. Fortalecer los regímenes fiscales a través de la adopción de reglas fiscales y de consejos fiscales independientes
4. En aquellos países en que la independencia monetaria es beneficiosa, perfeccionar la flotación cambiaria e institucionalizar/transparentar las intervenciones cambiarias en períodos excepcionales
5. Perfeccionar regímenes monetarios basados en metas de inflación (o de nivel de precios) y sistematizar operaciones monetarias heterodoxas en períodos

9. Conclusiones

Conclusiones generales

1. Elevado ahorro asiático y bajas tasas mundiales de interés **no** son causas centrales de la crisis
2. Crisis financiera fue gatillada por potente interacción entre factores macroeconómicos y fallas de mercado y de políticas financieras, que exacerbaban las clásicas fallas de mercados financieros – información asimétrica y riesgo moral
3. Reinhart & Rogoff (2009): “This time is (**not**) different”
4. Agenda de reformas financieras: mejorar radicalmente la regulación y supervisión financiera
5. Prioridad en políticas macroeconómicas: reforzar regímenes basados en reglas y en políticas contracíclicas
6. Complementar con nueva política macroprudencial
7. Países en desarrollo: intensificar integración global y reforzar reformas estructurales pro crecimiento y empleo.



∴ **Respuestas de política económica
a la crisis y estrategias de salida**

Klaus Schmidt-Hebbel 

IV Jornada Monetaria
Banco Central de Bolivia
19 julio 2010
La Paz, Bolivia



kschmidt-hebbel@uc.cl