

Lecciones de las Crisis Financieras

Guillermo Calvo
Columbia University

Presentación en el 2º Encuentro de Economistas de Bolivia.
Banco Central de Bolivia, 29-30 de octubre de 2009.

Subprime

- Tuvo todas las características de una corrida bancaria: de repente los tenedores de ciertos activos líquidos quisieron liquidarlos.
- Al tratar de liquidarlos, los activos líquidos se volvieron ilíquidos.
- Eso es lo que sucede durante una corrida bancaria con los depósitos: los bancos no tienen efectivo para devolver los depósitos y los cheques contra esos bancos pierden su liquidez

Subprime y Crédito

- El crédito puede afectarse aunque no haya corrida bancaria.
- Es suficiente con que los bancos pierdan parte de sus reservas líquidas.
- Esto los induce a reducir el flujo de crédito para recomponer sus reservas líquidas.
- Esto parece haber ocurrido en EEUU

Subprime y Bancos Centrales

- A diferencia con los Emergentes, los bancos centrales salieron rápida y fuertemente a defender el sistema bancario.
- Lo que evitó quiebras importantes . . . al menos, hasta Lehman.
- Sin embargo, no evitaron que el crédito cayese precipitosamente.

Sudden Stop de Crédito y Actividad Económica

- Dejando de lado transferencias, toda unidad económica está sujeta a la siguiente identidad contable:

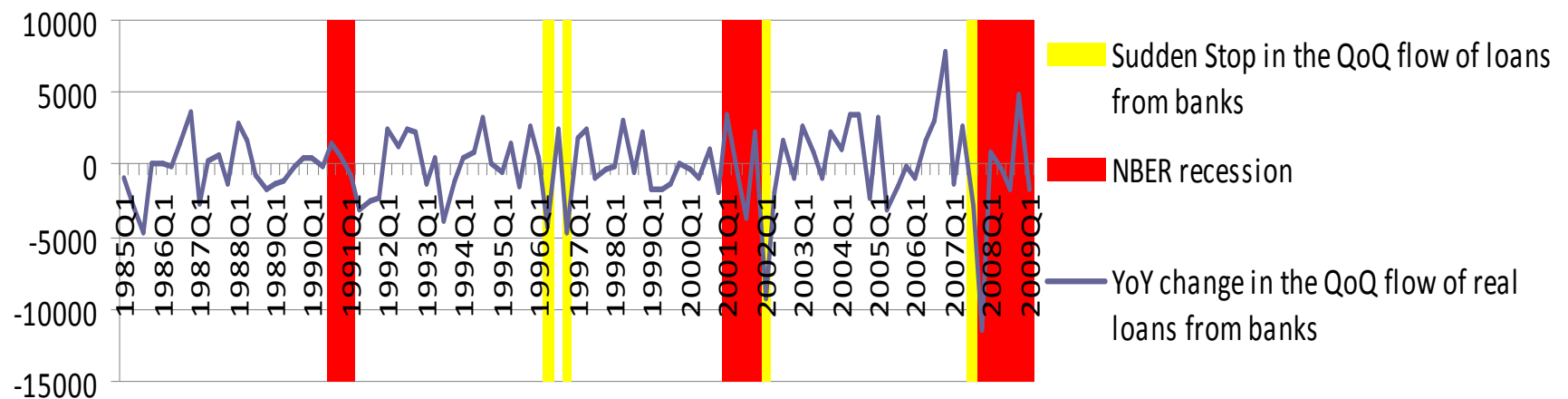
$$\text{Gasto} = \text{Ingreso} + \text{Flujo Neto de Endeudamiento (o Crédito)}.$$

- Por lo tanto un caída fuerte y mayormente inesperada del flujo de crédito, o Sudden Stop de Crédito, induce a una caída fuerte e inesperada del Gasto, i.e., SS del Gasto.

- SS del Gasto le crea problemas de liquidez a algunas firmas y, tal vez lo más serio, cambia de manera repentina algunos precios relativos, en particular el de aquellos bienes que habían sido beneficiados por la expansión del crédito, por ejemplo, los bienes raíces.
- Esto último contribuye a transmitir los problemas de liquidez al resto de la economía.

USA: SS en Flujos de Crédito al Sector Privado

Manufacturing. YoY change in the QoQ flow of short-term loans from banks (deflated by CPI)



Fuente: Bureau of Census' Quarterly Financial Report.

Subprime y los Emergentes

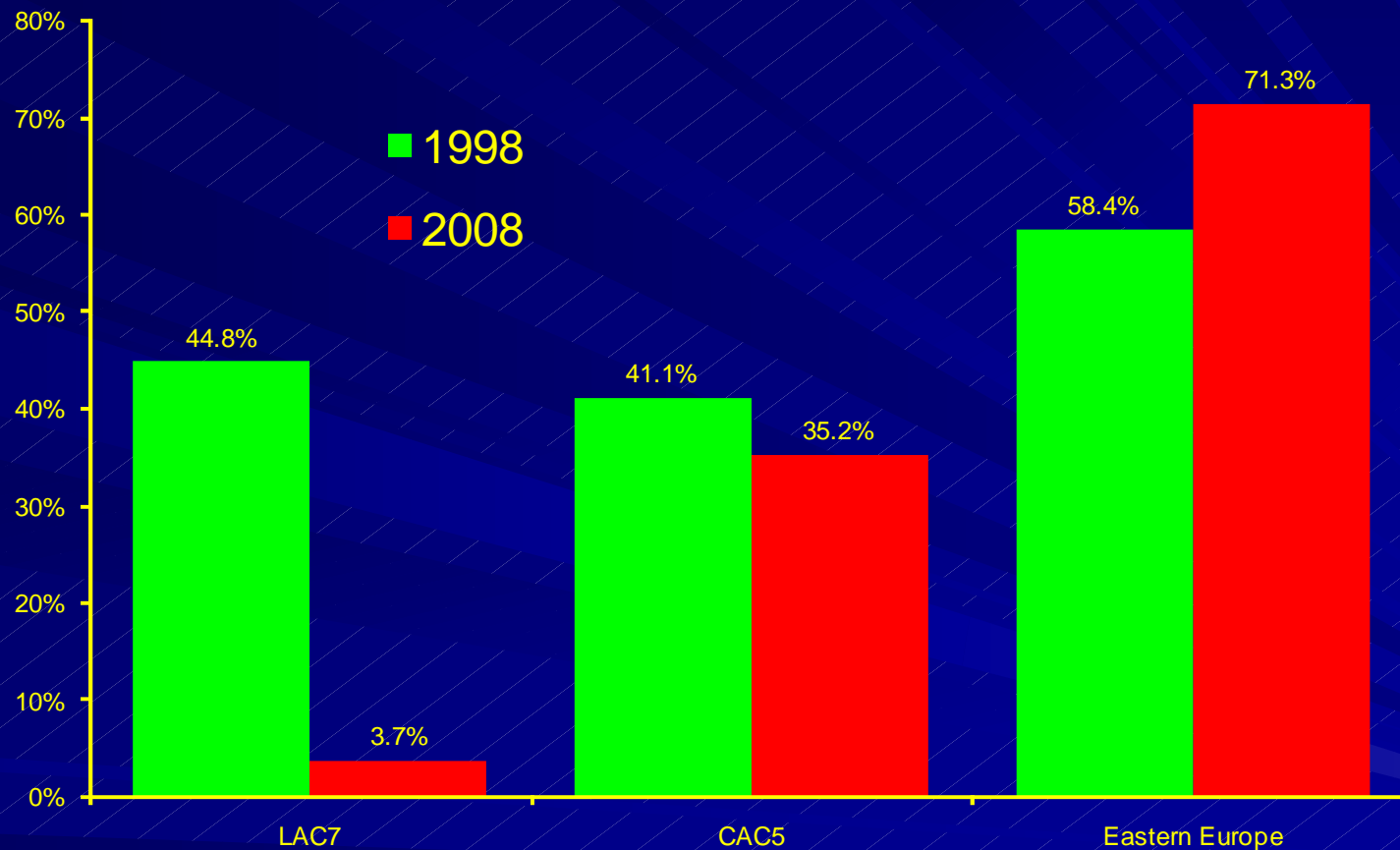
- Una extrapolación de lo que sucedió en la crisis Rusa de 1998 hubiera llevado a esperar un efecto devastador.
- Sin embargo, el mercado de capitales para los MEs fue muy favorable y provocó en varios de esas economías un aumento de la inflación (en gran parte motivada por el aumento del precio de las commodities).
- Esta bonanza terminó con Lehman.

Interpretación

- Tanto en LAC como en Asia se siguieron políticas financieras muy conservadoras:
 - Cuentas corrientes positivas
 - Desdolarización
 - Rígida supervisión bancaria que previno que sus balances tuvieran “activos tóxicos”.
- La situación fue muy diferente en el Este europeo.
- Esto convalida los resultados de Calvo, Izquierdo y Mejía (NBER WP 14026).

Probabilidades estimadas de SS

(Basado en Calvo, Izquierdo y Mejia, NBER Working Paper 14026, 2007)



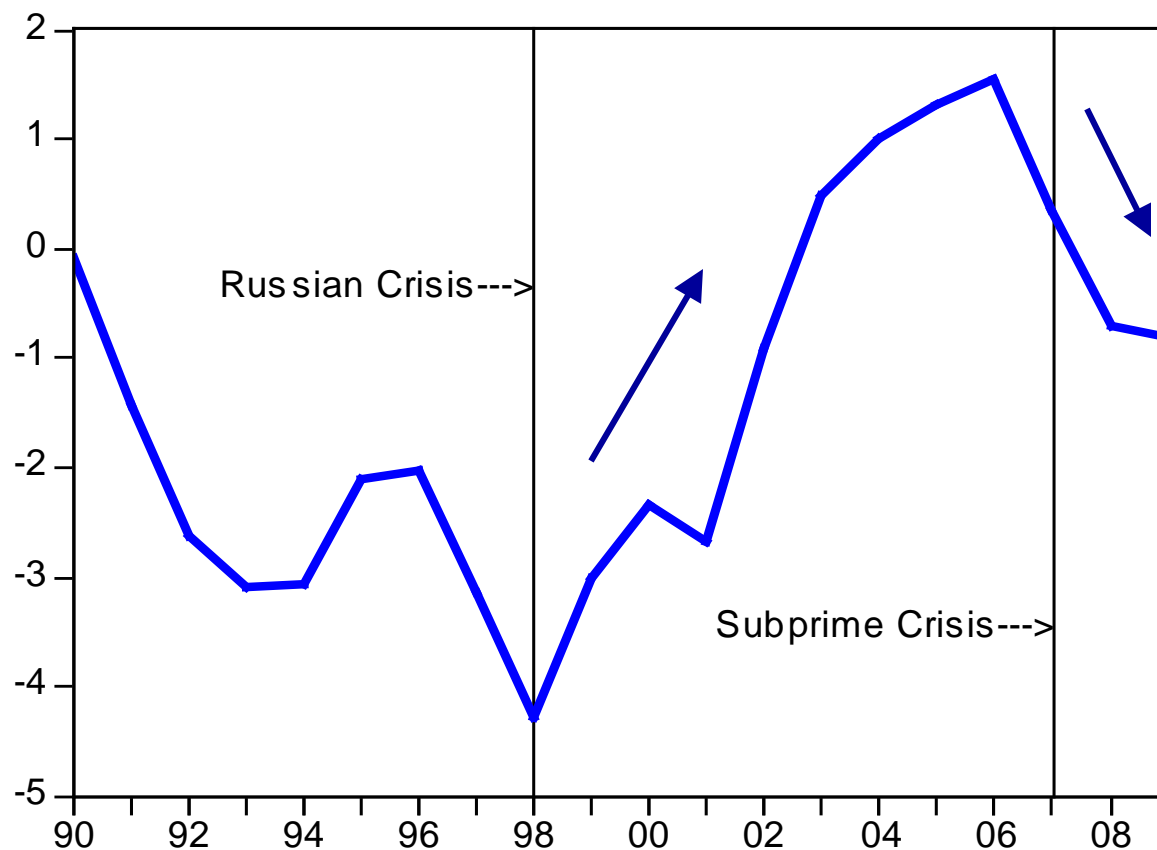
Nota: Promedio simples. LAC7 incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú and Venezuela. CAC5 incluye a Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana. *Eastern Europe* incluye a Estonia, Hungría, Latvia, Lituania, Polonia, Romania y Turquía.

El Legado de Friedman-Schwartz

- La hiperactividad de los bancos centrales del Norte llevó a concluir que ésta sería una crisis pasajera, como sugirieron F-S (y también Bernanke) con respecto a la Gran Depresión.
- Esto explica porqué en la primera parte de la crisis aumentó el flujo de capitales hacia los MEs y se asentó la hipótesis del “desacoplamiento” (*decoupling*).

Ajuste de Cuenta Corriente en LAC

Contraste entre Dos Crisis



- Sin embargo, cuando se dejó caer a Lehman, el mercado concluyó que los bancos centrales se retiraban del lugar del accidente antes de tiempo.
- Lo que llevó a pensar que la crisis iba a ser global y surgió la hipótesis del “re-acoplamiento” (*recoupling*).

Condiciones Financieras Externas en MEs

(datos diarios, EMBI+, pbs, último dato 23-Oct-09)



Fuente: Datastream.

Mercados Bursátiles

(datos diarios, Índices bursátiles de MSCI en USD, 9/3/07=100, último dato 10/23/09)



Fuente: Bloomberg.

Precios de Commodities

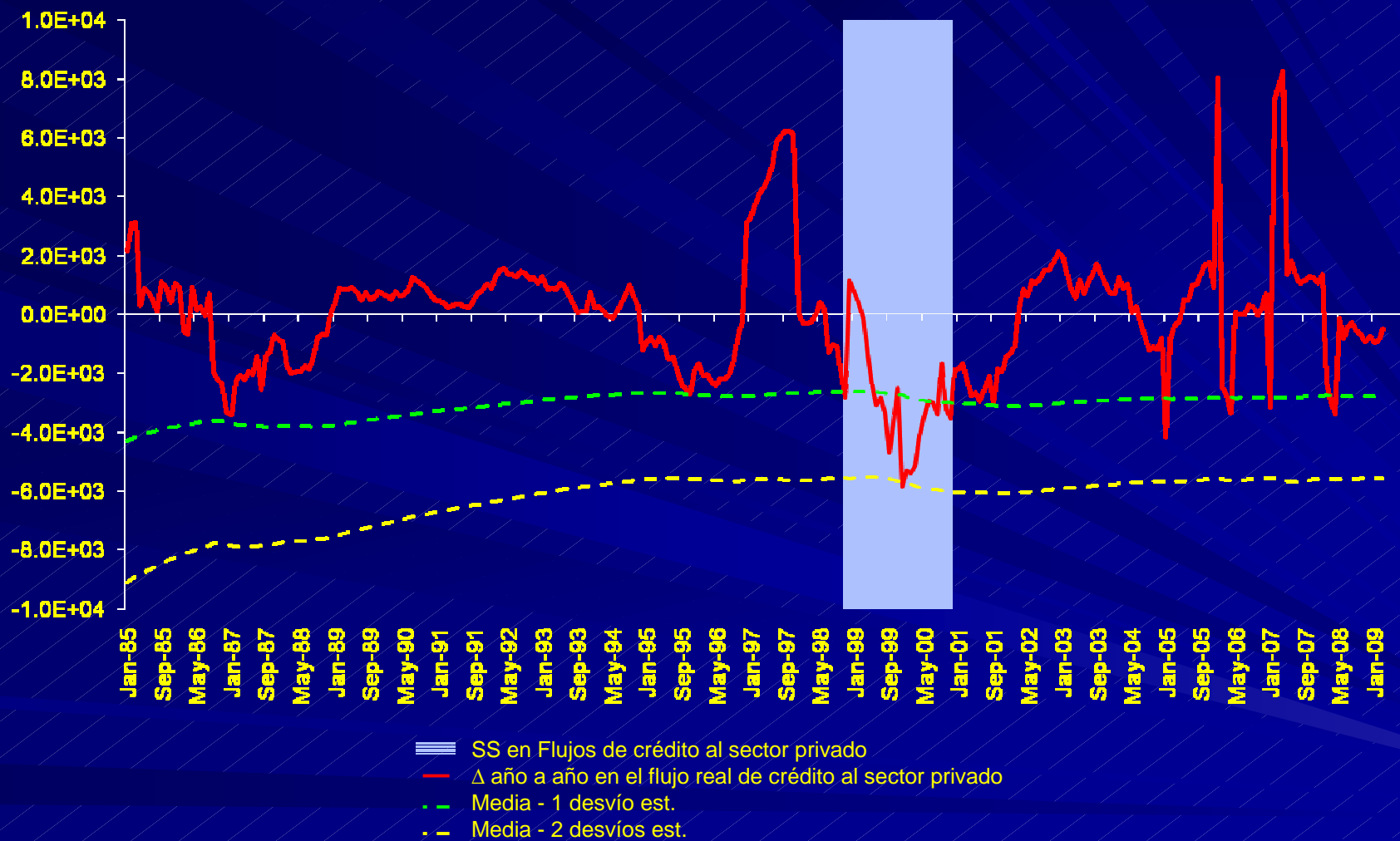
(datos diarios, Índice 10/1/2007=100, último dato 10/26/2009)



Re-acoplamiento de los MEs y SS del Crédito

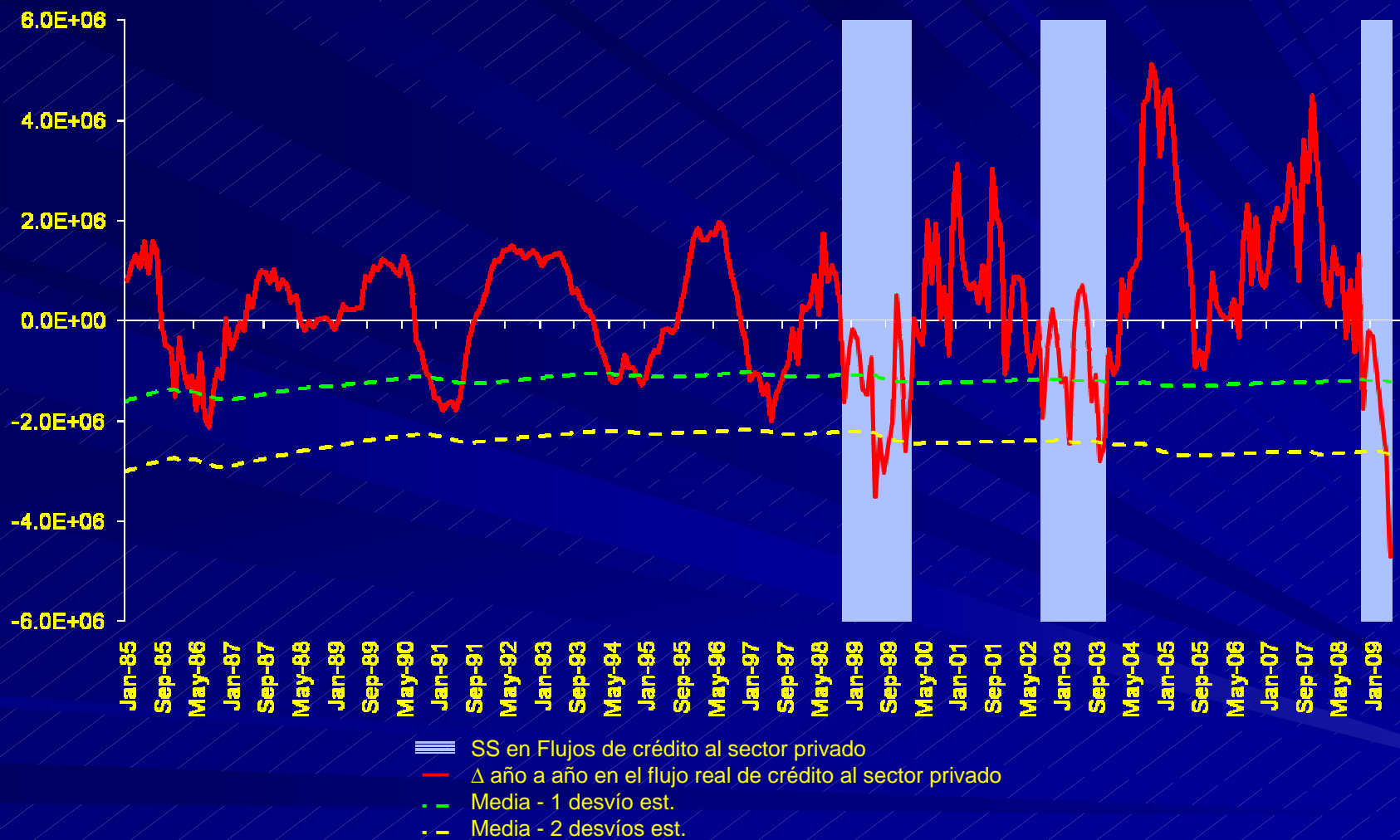
- El susto del re-acoplamiento llevó a un SS del crédito en los MEs.
- Es interesante, sin embargo, que no pegó de la misma manera en todos.
- Uno de los más afectados fue Chile, sorprendentemente.
- El impacto fue menor en Bolivia, Perú y Brasil.

Bolivia: SS en Flujos de Crédito al Sector Privado



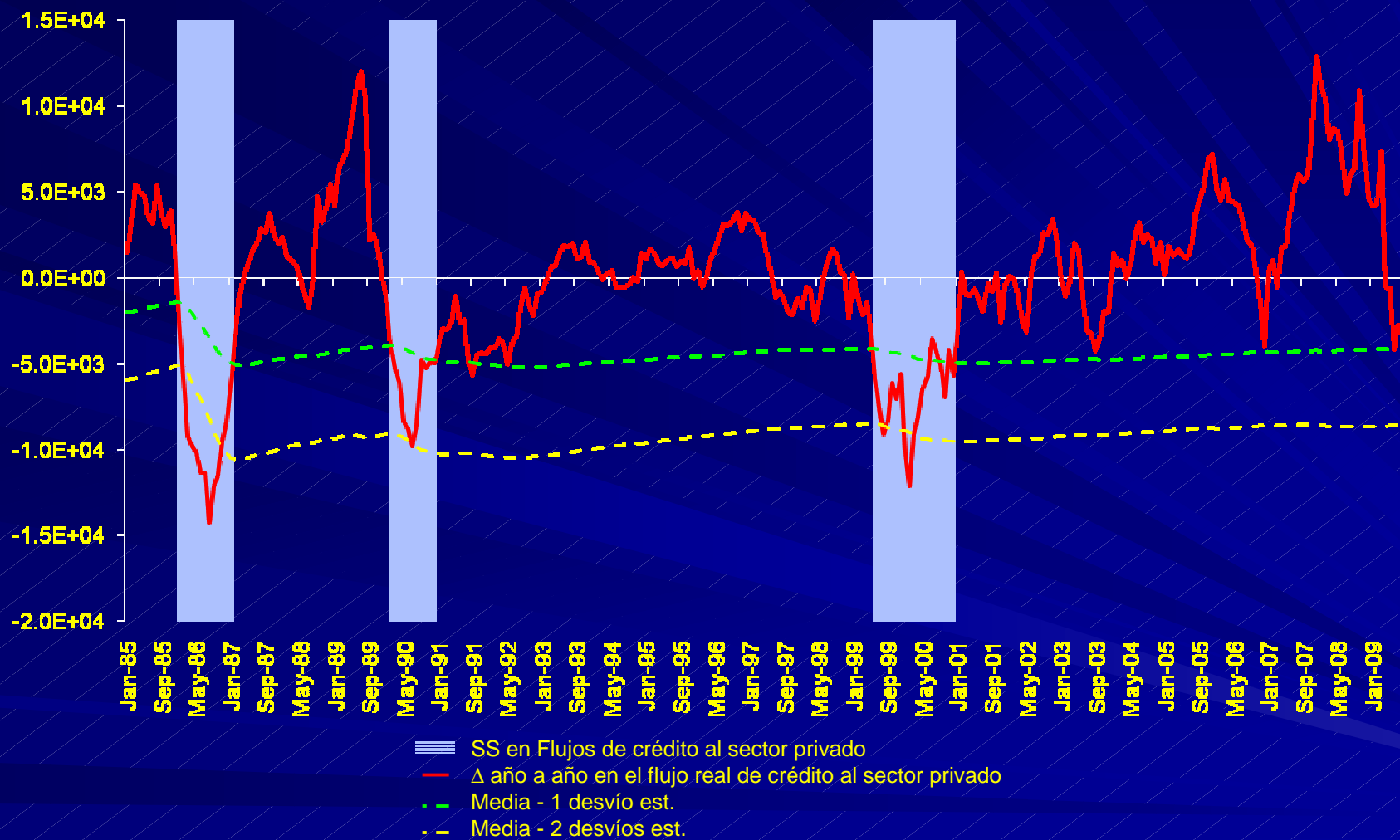
Fuente: Cálculos propios sobre la base de datos del IFS.

Chile: SS en Flujos de Crédito al Sector Privado



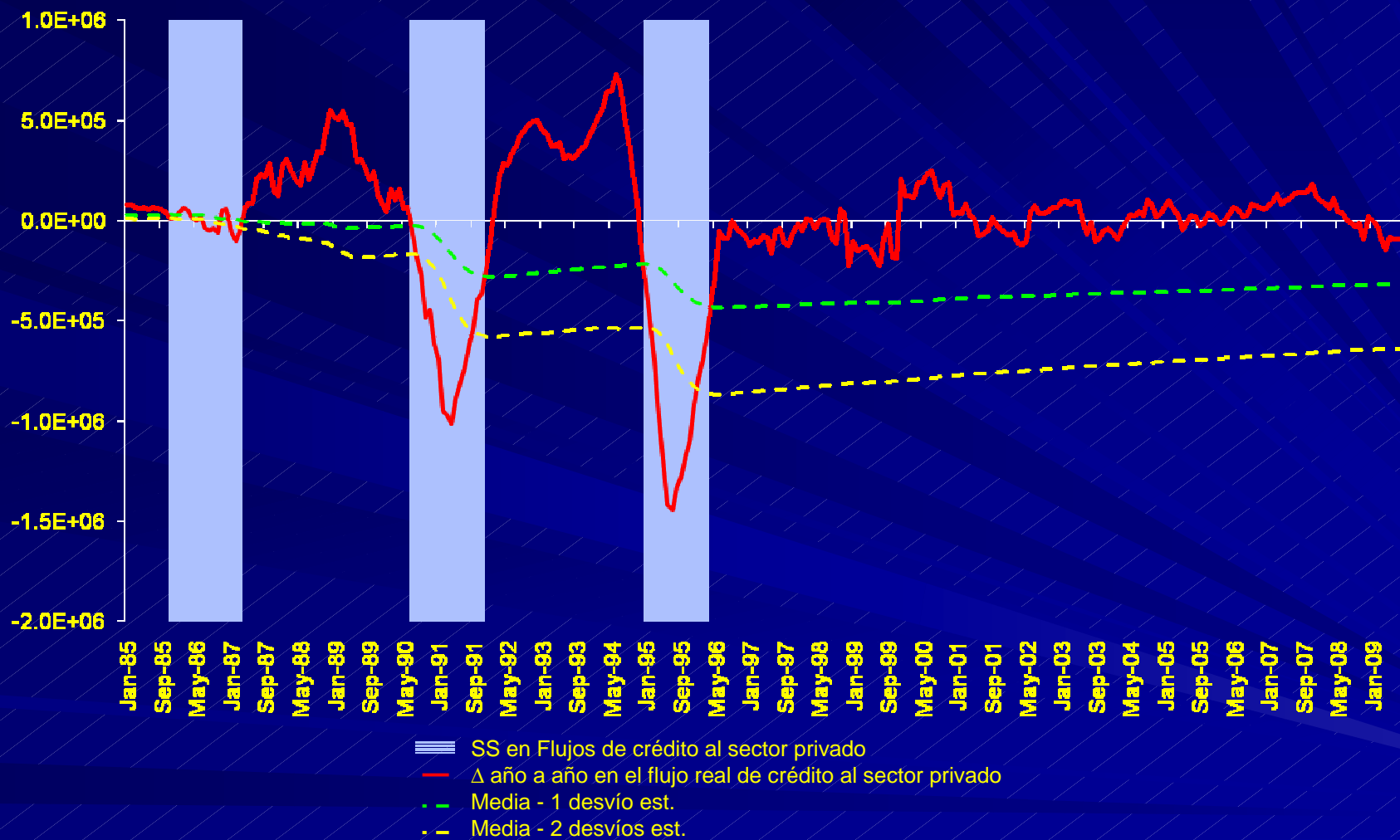
Source: Own calculations based on IFS data.

Perú: SS en Flujos de Crédito al Sector Privado



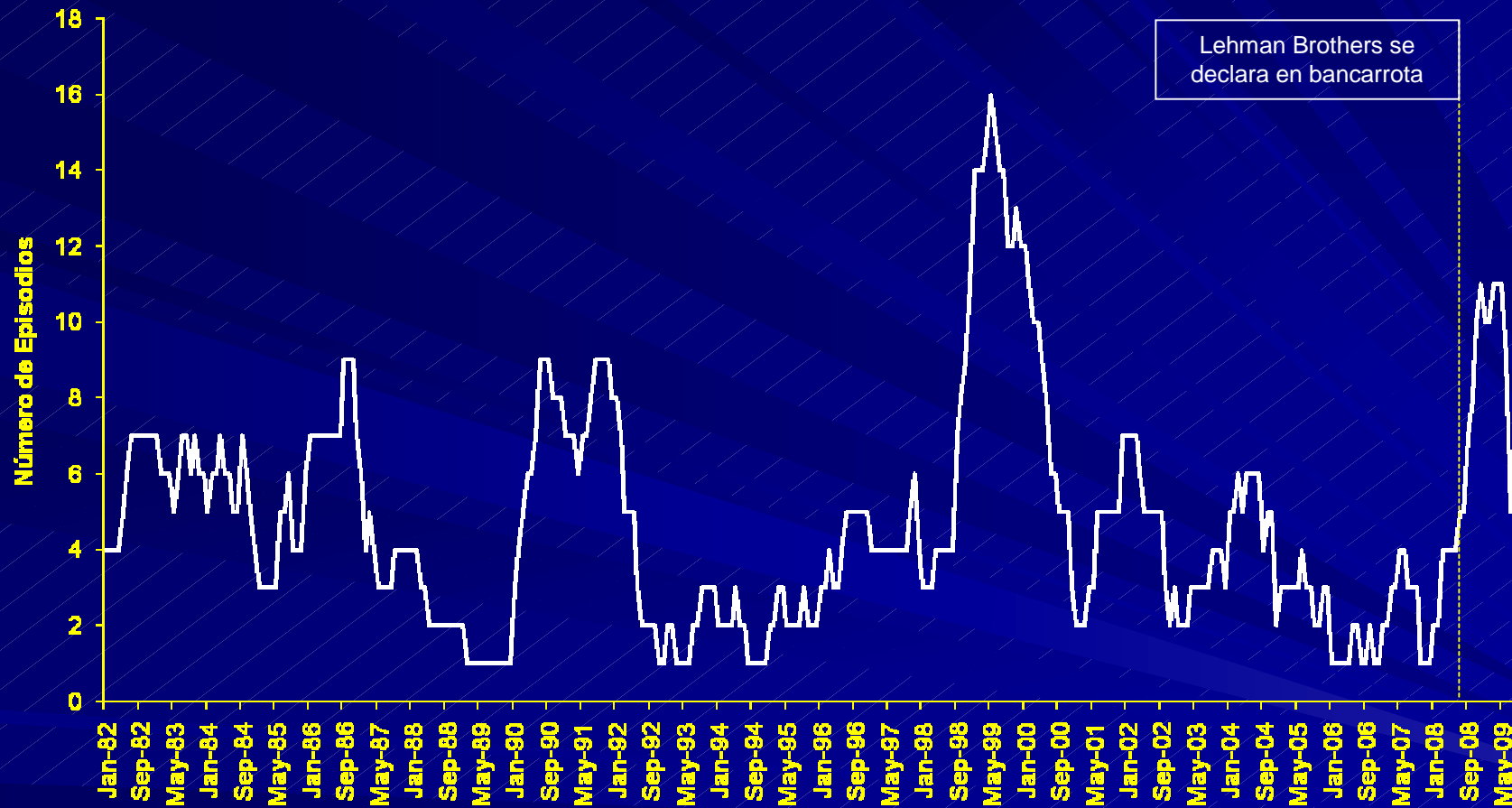
Fuente: Cálculos propios sobre la base de datos del IFS.

Brazil: SS en Flujos de Crédito al Sector Privado



Source: Own calculations based on IFS data.

SS en Flujos de Crédito al Sector Privado en MEs



Fuente: Cálculos propios sobre la base de datos del IFS.

Nota: la muestra incluye 37 economías emergentes: Argentina, Bolivia, Brasil, Bulgaria, Chile, Colombia, Costa de Marfil, República Dominicana, Ecuador, Egipto, El Salvador, Gabón, Georgia, Ghana, Hungría, India, Indonesia, Jamaica, Kazakstán, Malaysia, México, Marruecos, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Serbia, Sudáfrica, Sri Lanka, Tailandia, Trinidad y Tobago, Tunes, Turquía, Uruguay, Venezuela y Vietnam.

Algunas Enseñanzas

- Cuentas corrientes negativas y dolarización son factores de riesgo.
- Los riesgos de la dolarización se pueden reducir acumulando reservas internacionales (tema a discutir más adelante).
- Sin embargo, el contagio financiero no se puede desestimar.

- La salud financiera no asegura la salud del sector real de la economía.
- Durante una crisis sistémica es importante asegurarse que el flujo de crédito no se desplome.
- Cómo hacerlo es un tema de investigación que los bancos centrales deberían estudiar lo antes posible.

Reservas Internacionales: *Self-Insurance*

- En una investigación en curso extendiendo el trabajo de Calvo, Izquierdo y Mejía (NBER WP 14026) se muestra que las reservas internacionales brutas reduce la probabilidad de crisis de una economía cuando hay una crisis sistémica que afecta a varias economías.
- La experiencia reciente también parece confirmar que las reservas son un buen instrumento para evitar el contagio.

- Sin embargo, hay lugar para discrepar. Un trabajo reciente del Fondo sugiere que las reservas no han hecho diferencia en los costos de la crisis Subprime.
- Curiosamente, al mismo tiempo el Fondo está instigando a los países que tomen su *Flexible Credit Line*, FCL.
- La FCL es una buena idea pero deja a los países muy dependientes del juicio del fondo, el cual
 - ha estado equivocado en varias ocasiones,
 - está fuertemente influido por consideraciones políticas.

Problema: Cómo Usar el Seguro

- Existe el peligro de que al tratar de usar las reservas durante un SS, se profundice aun más la crisis
 - Puede ser útil ir de la mano del Fondo para borrar cualquier duda de debilidad financiera. Aquí sí el FCL podría ser útil.
- El uso de reservas podría simplemente alimentar la huída de capitales, especialmente cuando hay un problema de liquidez mundial, como en el Subprime.

- Además, si el sector privado anticipa que el gobierno va a tener fondos para hacer el salvamento, es posible que tome más riesgos.
 - Ya parece haber cierta evidencia de esto en LAC.
- Puede ser necesario usar las reservas para crédito dirigido, como en Brasil. Pero esto no es fácil de implementar y está sujeto a fuerte presiones políticas.

Reservas Internacionales

Fear of Floating

- Es un fenómeno que parecía estar desapareciendo, dado que muchos países devaluaron fuertemente sus monedas durante el Subprime.
- Pero, creo que esa pérdida al temor de flotar está asociada con el hecho de que facilitó la competitividad sin aumentar la inflación porque sucedió en medio de una deflación de precios mundial.

- Ahora nos enfrentamos a una nueva ola de entrada de capitales y ya Brasil ha preferido poner trabas a la entrada de capitales.
- Creo que el temor se debe a que la apreciación puede ser exagerada y persistente, lo que podría dificultar el proceso de recuperación.

Control a la Entrada de Capitales Como Respuesta a *Fear of Floating*

- La evidencia empírica no es fuerte.
- Las empresas multinacionales, en particular, tienen formas de evitar el control.
- Lo que discrimina contra las pequeñas.
- Es mejor concentrarse en el crédito bancario y tomar medidas anti-cíclicas para disminuir su aceleración.

Lecciones de las Crisis Financieras

Guillermo Calvo
Columbia University

Presentación en el 2º Encuentro de Economistas de Bolivia.
Banco Central de Bolivia, 29-30 de octubre de 2009.