

Crisis Financiera Mundial: Lecciones Aprendidas y Desafíos

Eduardo A. Cavallo

Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

**XVII Ciclo de Jornadas Económicas,
Guatemala, 16 de Junio de 2009**



Hoja de Ruta

- **Lecciones aprendidas de crisis financieras pasadas.**
- **Características de la crisis actual y los canales de transmisión a América Latina y el Caribe.**
- **Aplicando el pasado al presente: dilemas de política económica.**



DEALING WITH AN INTERNATIONAL CREDIT CRUNCH

Policy Responses to Sudden Stops in Latin America

Editors

Eduardo Cavallo

Alejandro Izquierdo



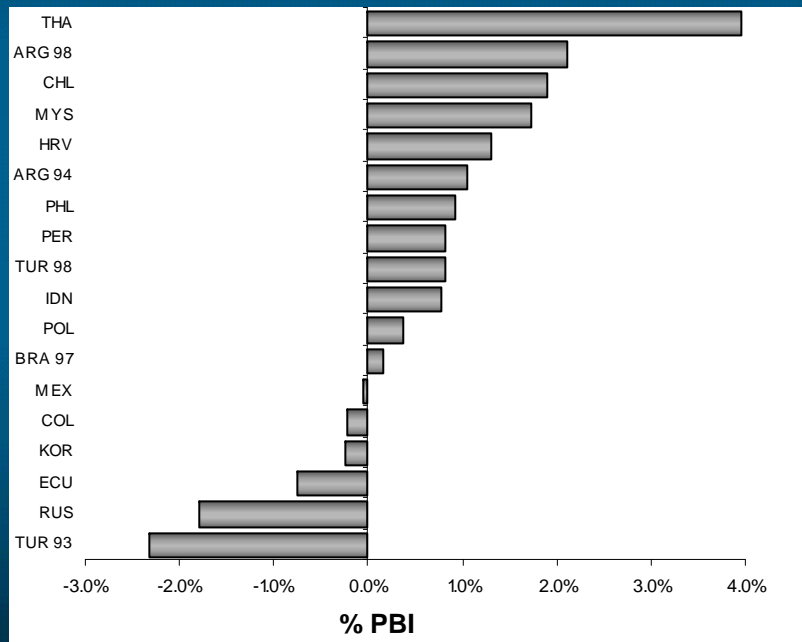
Lecciones Aprendidas

- **BID (2009) hace repaso de las crisis financieras sistémicas en la región con énfasis en el análisis de los casos exitosos.**
 - 1) **Políticas expansivas ayudan a mitigar el colapso post-crisis. Sin embargo, los países deben estar en condiciones de afrontar el costo de esas políticas.**
 - 2) **Las condiciones iniciales son cruciales.**
 - 3) **Las condiciones iniciales no marcan un destino inexorable.**
 - 4) **La persistencia de la crisis es clave.**
 - 5) **Los paquetes financieros externos son esenciales cuando las condiciones iniciales no son propicias.**

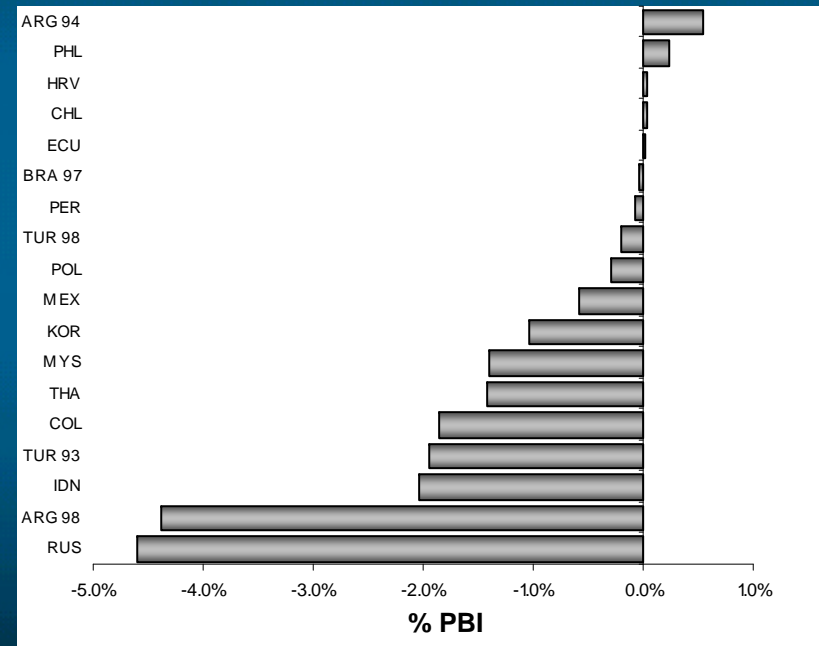
1) Políticas Expansivas Ayudan

▪ Caracterizando política fiscal expansiva

Impulso Fiscal Observado



Impulso Fiscal Estructural

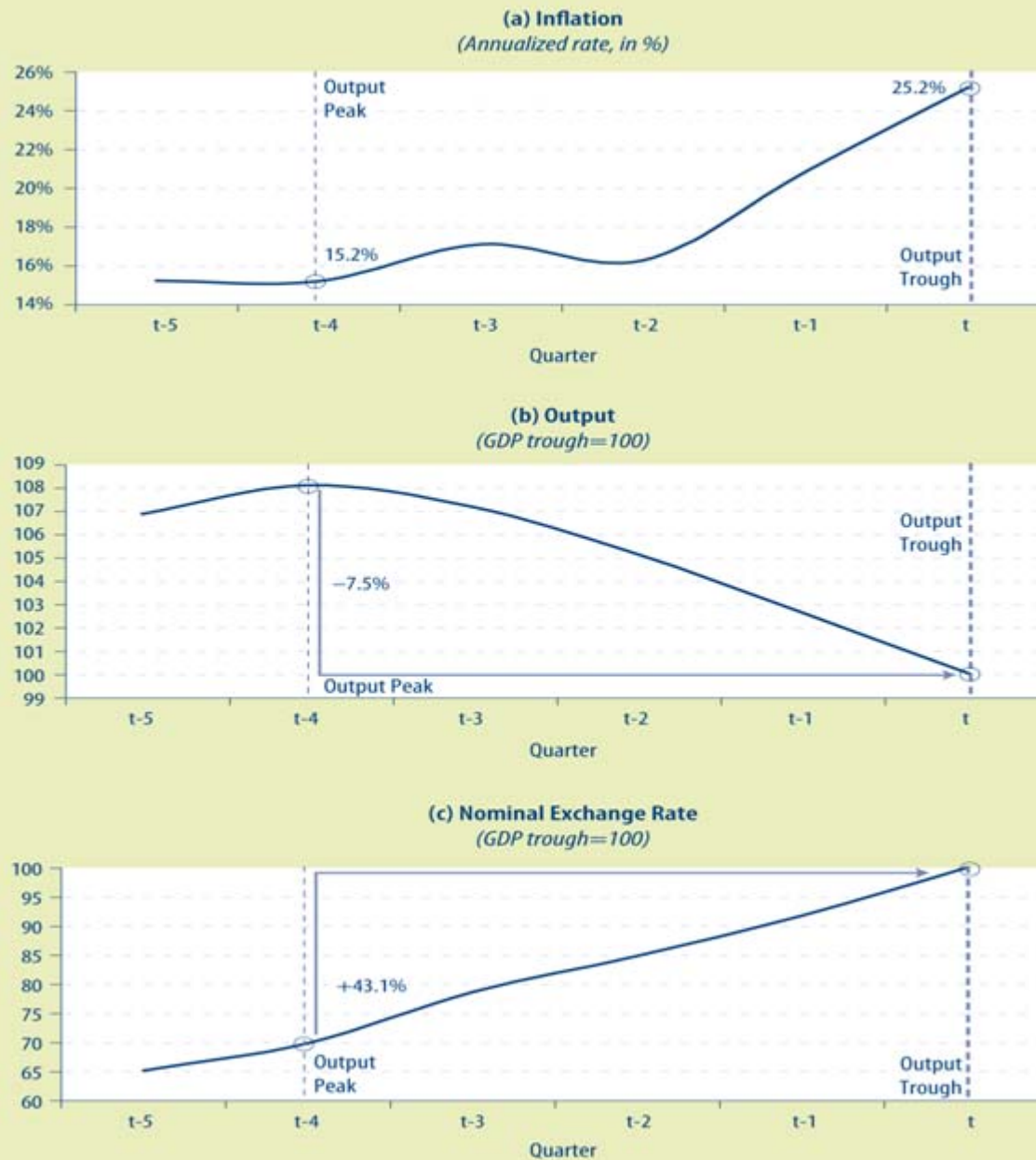


Fuente: Ortiz, Ottonello, Sturzenegger and Talvi (Chapter 2)

1) Políticas Expansivas Ayudan

- Dilemas de política monetaria y reglas de Taylor.
- Conjetura: en mercados emergentes propensos a crisis financieras, los Bancos Centrales se preocupan por:
 - Inflación
 - Nivel de actividad económica (“output gap”)
 - Tipo de Cambio Nominal (“original sin” & “fear of floating”)
- Anatomía de las crisis financieras en mercados emergentes.

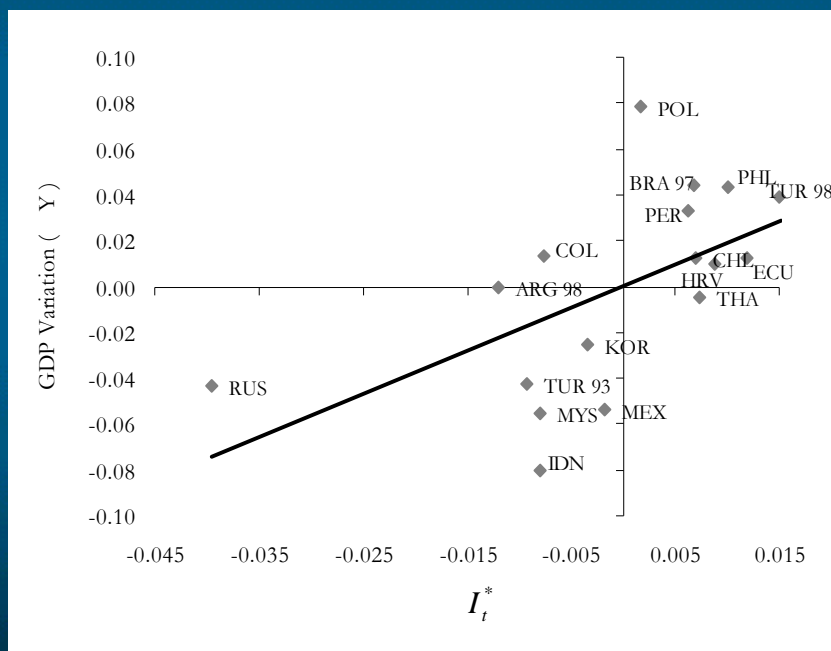
Figure 2.4 Monetary Policy Trade-Offs in a SSS: The Typical Shock



1) Políticas Expansivas Ayudan

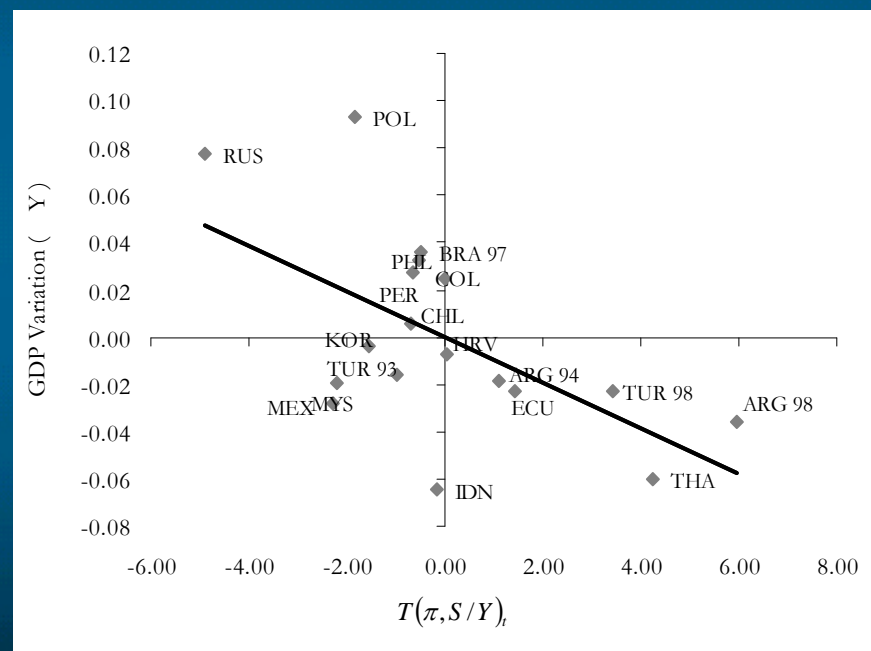
Fiscal Policy

(GDP variation and Structural Fiscal impulse partialling out the effects of monetary policy)



Monetary Policy

(GDP variation and Monetary Policy Regime index partialling out the effects of fiscal policy)



Fuente: Ortiz, Ottonello, Sturzenegger and Talvi (Chapter 2)

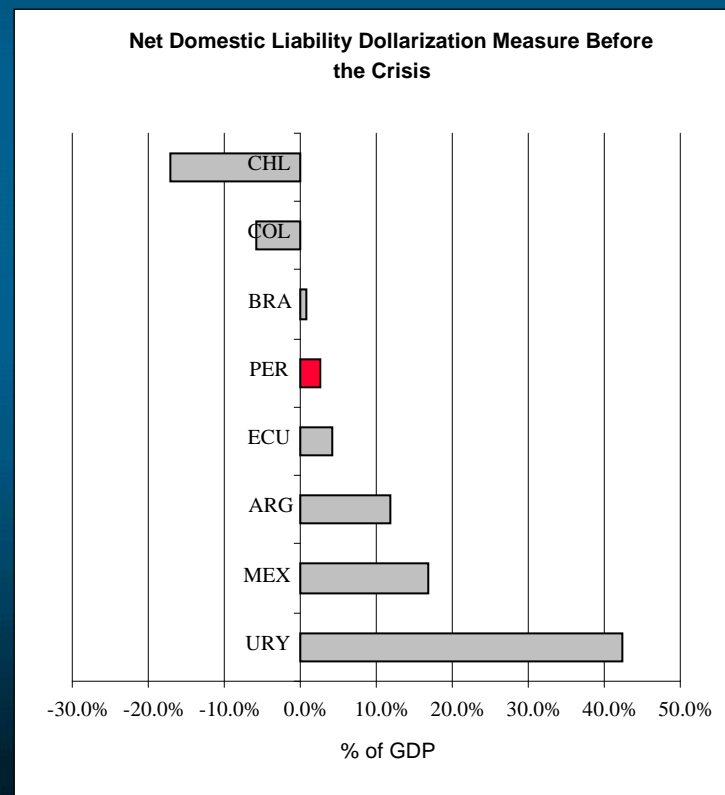
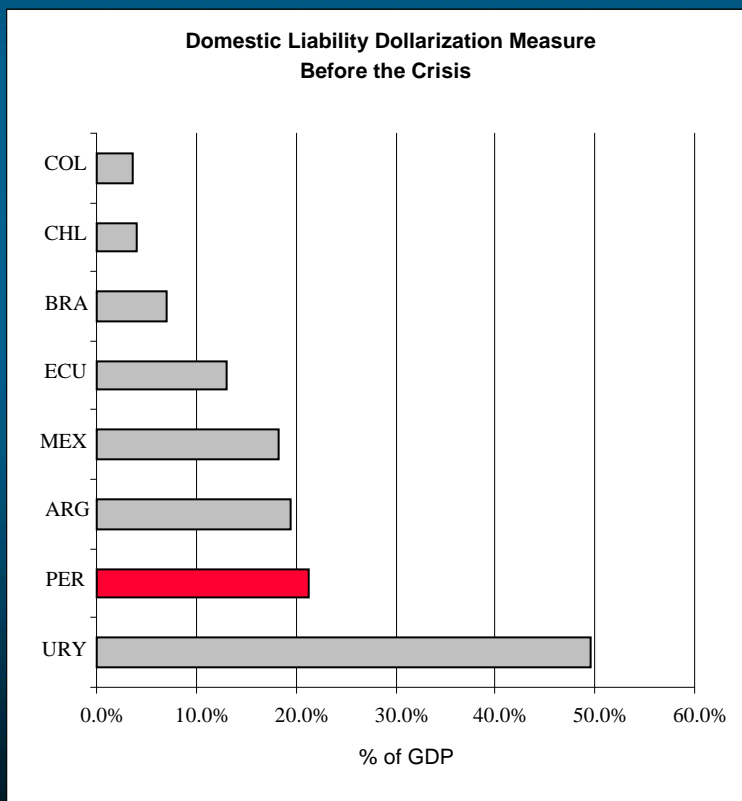
2) Las Condiciones Iniciales son Cruciales

- Existen precondiciones para poder gozar de los beneficios de la flexibilidad:
 - Política Fiscal: reglas de política fiscal que garanticen la consistencia intertemporal; bajos niveles de deuda pública.
 - Política Monetaria: bajos niveles de dolarización de deuda y financiera; alto grado de credibilidad en la marco de políticas; alto grado de apertura comercial sobre todo en un contexto de integración financiera.
- La evidencia muestra que quienes estaban mejor preparados pudieron responder mejor.

3) Las Condiciones Iniciales no Marcan un Destino Inexorable

- Peru: la política de acumulación y uso de reservas

Domestic Liability Dollarization: Selected LAC Countries



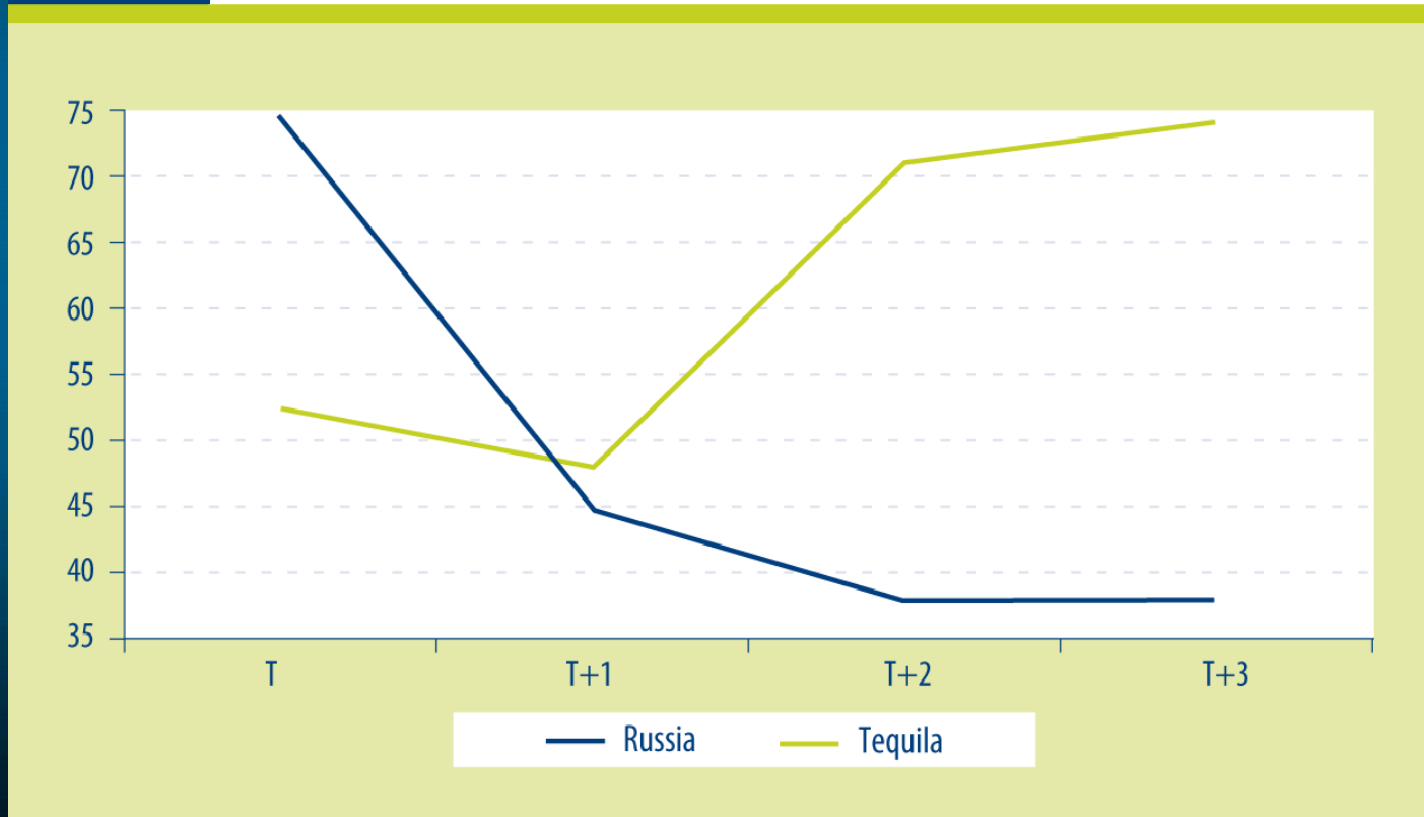
3) Las Condiciones Iniciales no Marcan un Destino Inexorable

- **Brazil:** el uso selectivo de las reservas internacionales para financiar exportaciones.
- **Chile:** la capacidad de cambiar de rumbo sin provocar una crisis.
- **Colombia:** miedo a flotar

4) La Persistencia de la Crisis es Clave

- El Vodka es más fuerte que el Tequila

Figure 1.4 Evolution of Net Private Capital Flows
(US\$ billion)



Source: International Financial Statistics, International Monetary Fund.

5) Los Paquetes Financieros Externos son Esenciales cuando las Condiciones Iniciales no son Propicias

- Mexico 1994: \$51,000 millones paquete de rescate financiero EEUU/FMI.
 - 2.8 veces el stock de deuda de corto plazo en dólares a Diciembre de 1994.
- Argentina 2001/2002.
 - Hay motivos para creer que con apoyo adicional, el proceso de reestructuración de deuda podría haber sido más ordenado.

Características de la crisis actual y los canales de transmisión a LAC

- ¿Qué hay de diferente en la crisis actual?
 - El epicentro de la crisis: el centro vs. la periferia.
 - Los países de la región parecen estar mejor preparados que en el pasado, pero: ¿será suficiente?
- Los canales de transmisión de la crisis en la región
 - Crecimiento global
 - Precio de los commodities
 - Financiero

Policy Trade-Offs for Unprecedented Times

*Confronting
the Global Crisis
in Latin America*

Coordinators

Alejandro Izquierdo, IDB

Ernesto Talvi, CERES



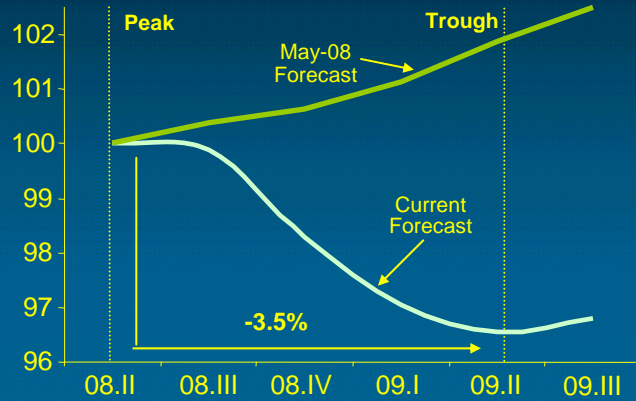
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: *CONSENSO PREDOMINANTE*

- **Como consecuencia de la crisis global LAC sufrió un drástico deterioro de las condiciones externas:**

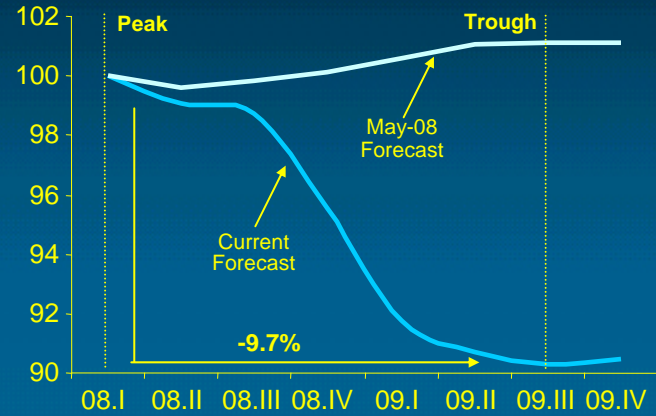
Factores Externos: Crecimiento países industriales

(GDP, real terms)

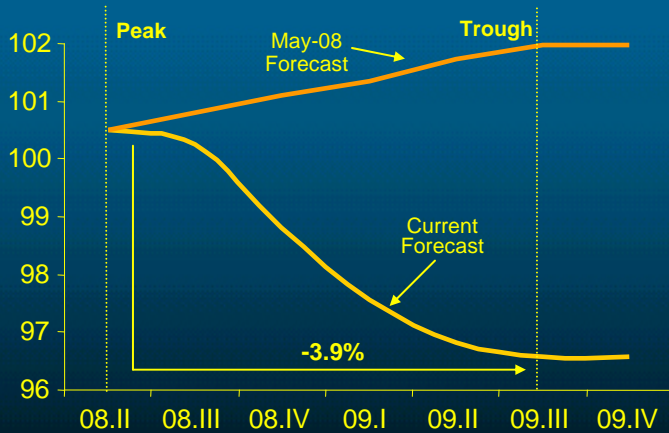
United States



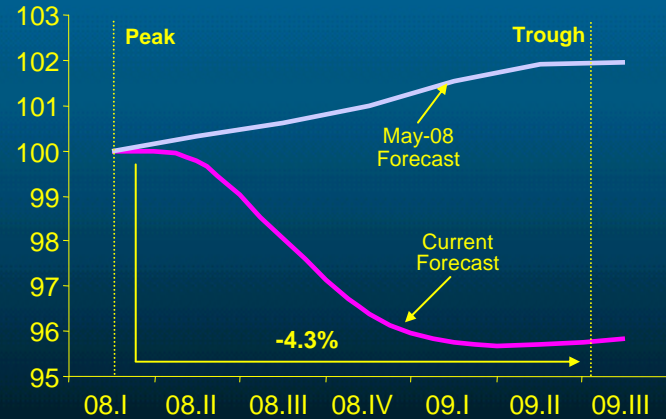
Japan



EU-15*



Industrial Countries



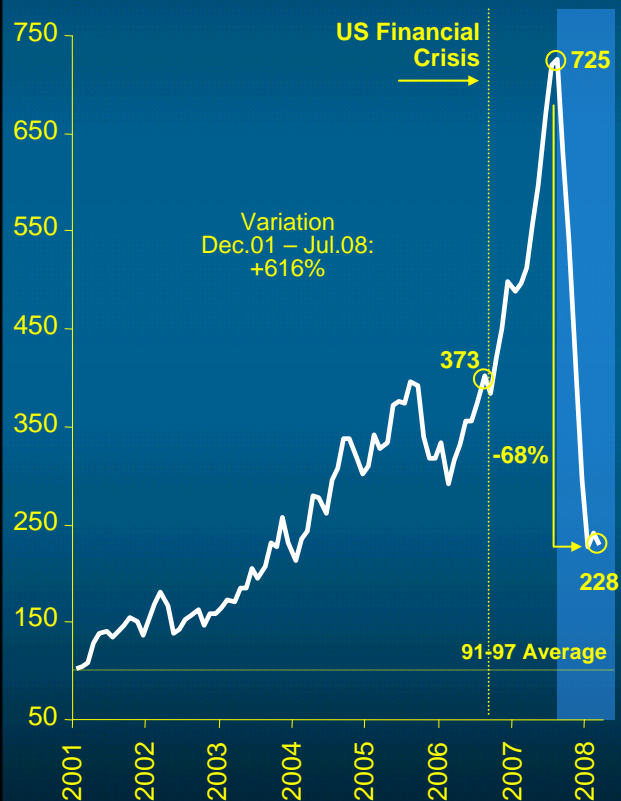
Source: JPMorgan

* EU-15 includes Austria, Belgium, Cyprus, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Luxembourg, Malta, Netherlands, Portugal, Slovenia and Spain.

Factores Externos: Precios de los Commodities

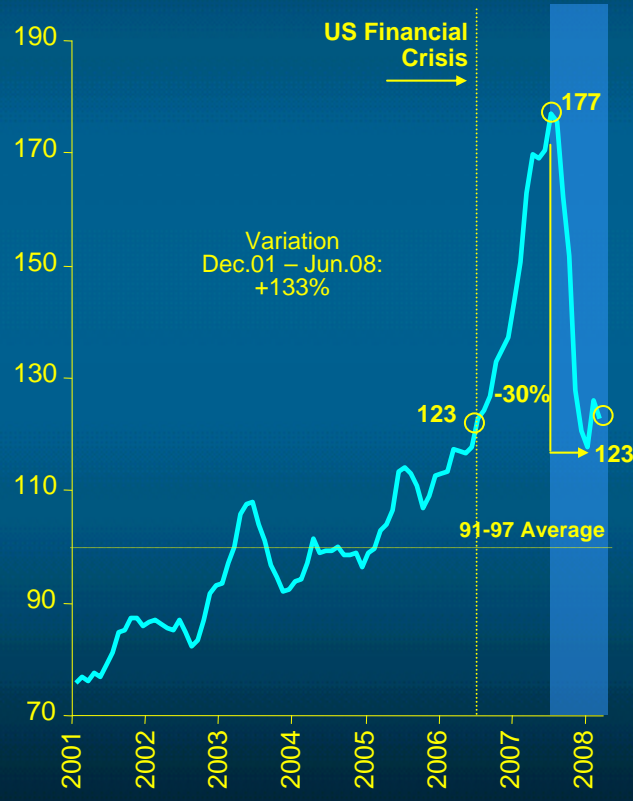
Oil

(1991-1997 Average = 100)



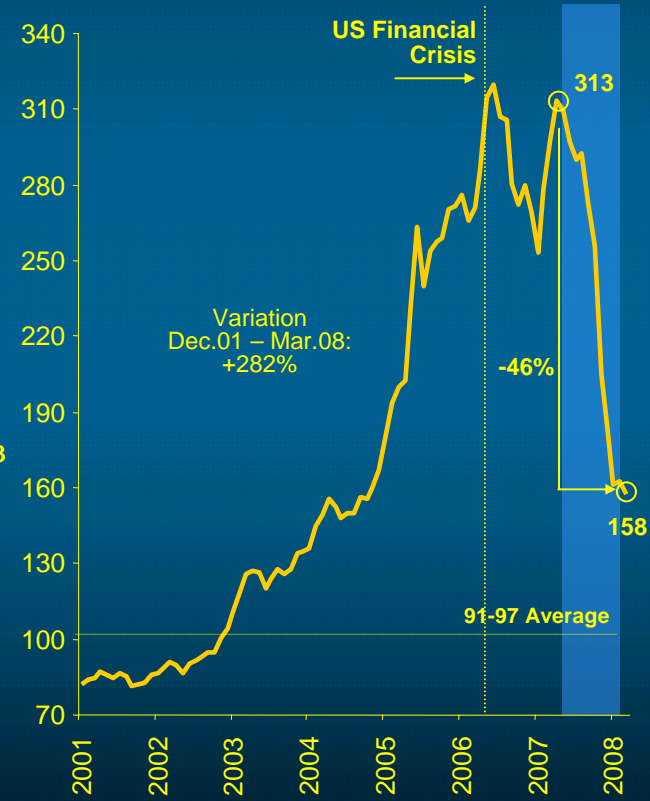
Food

(1991-1997 Average = 100)



Metals

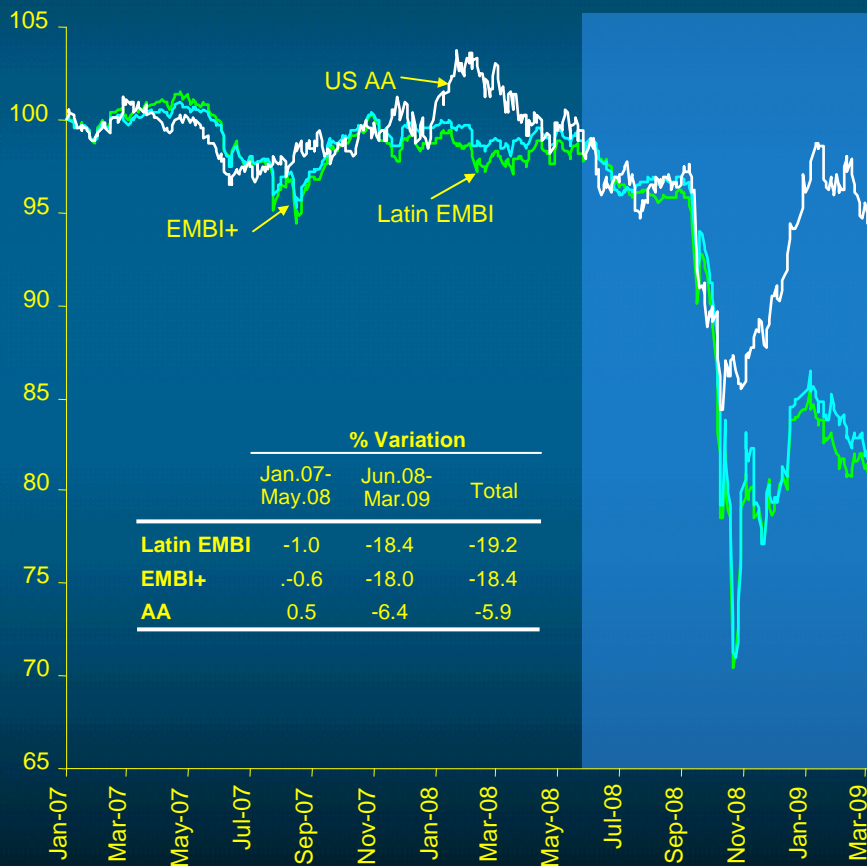
(1991-1997 Average = 100)



Factores Externos: Condiciones Financieras

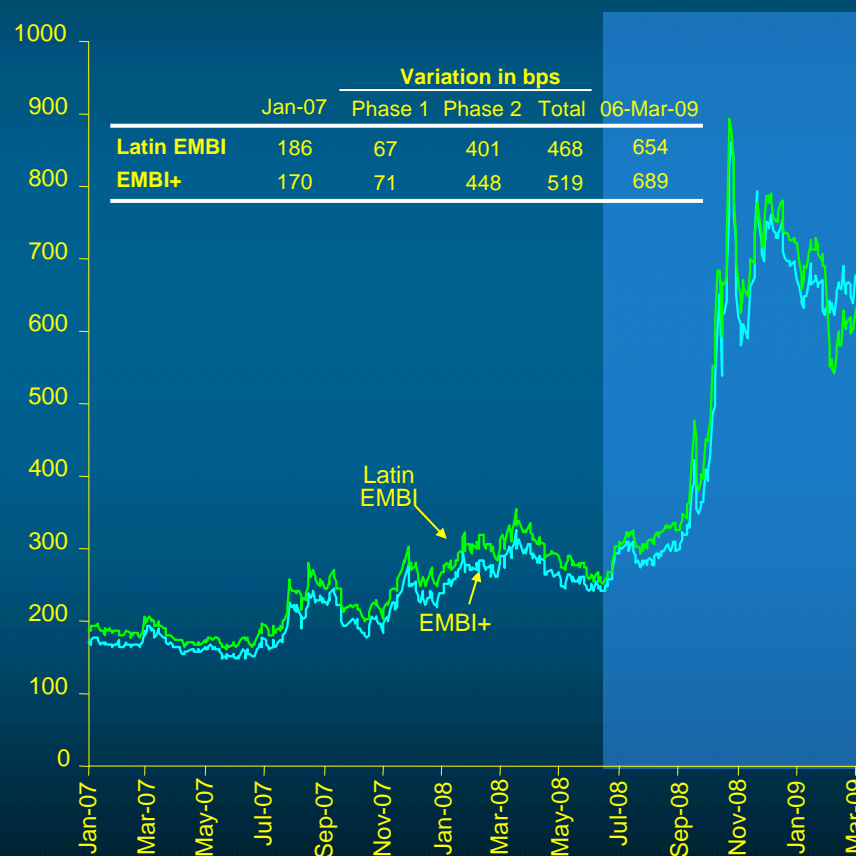
Sovereign Bond Prices

(EMBI+, Latin EMBI and US AA Corporates; Bond Price Equivalent*, 01-Jan-07 = 100)



Sovereign Bond Spreads

(EMBI+ and Latin EMBI; Spreads, Basis Points)



*Assumes a coupon of 11% and a 10Y maturity.

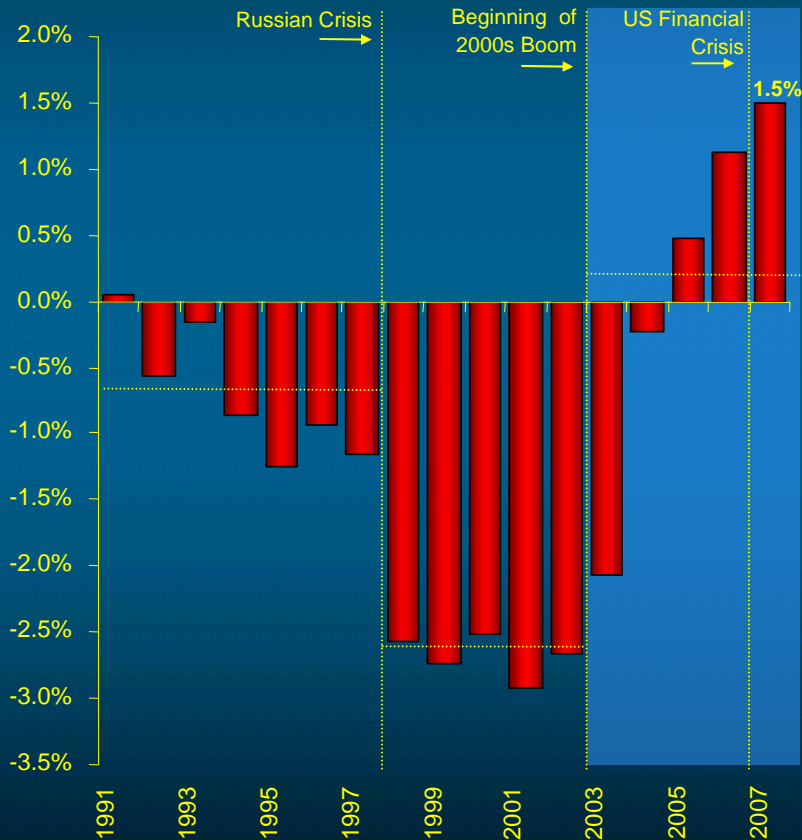
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: CONSENSO PREDOMINANTE

- Como consecuencia de la crisis global LAC sufrió un drástico deterioro de las condiciones externas:
- Sin embargo, LAC tiene *Fundamentales* muy fuertes para soportar el deterioro de las condiciones globales.

América Latina: Balances Fiscales y de Deuda Pública

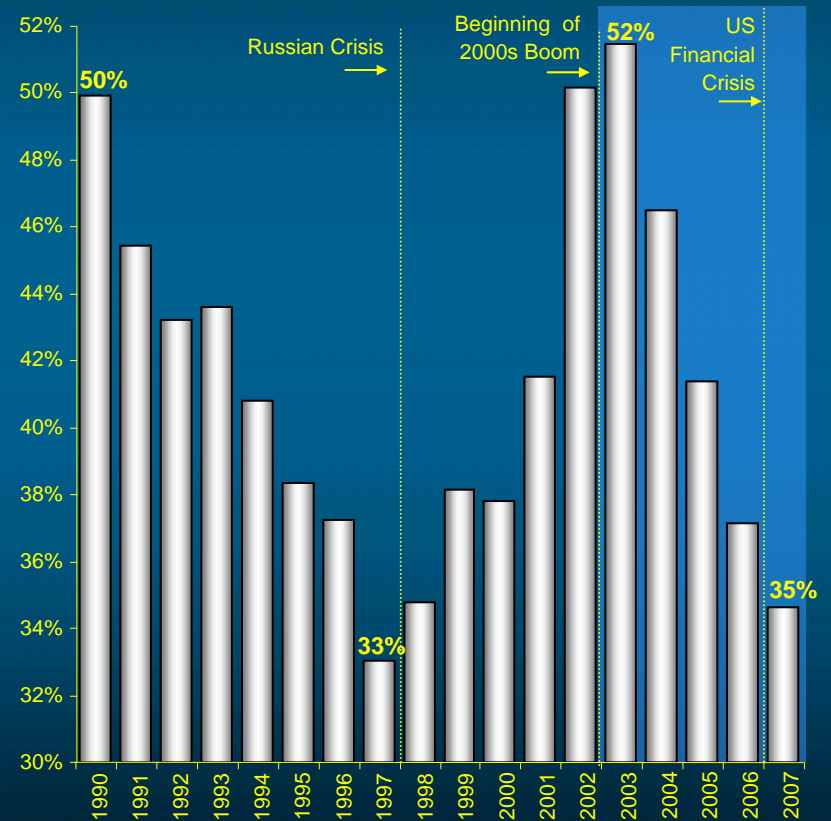
Fiscal Balance in Latin America

(LAC-7; Overall Balance, % of GDP)



Public Debt in Latin America

(LAC-7; Public Debt, % of GDP)



LAC-7 is the simple average of the seven major Latin American countries, namely Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela. These countries represent 91% of Latin America's GDP.

América Latina: Indicadores de Liquidez Internacional

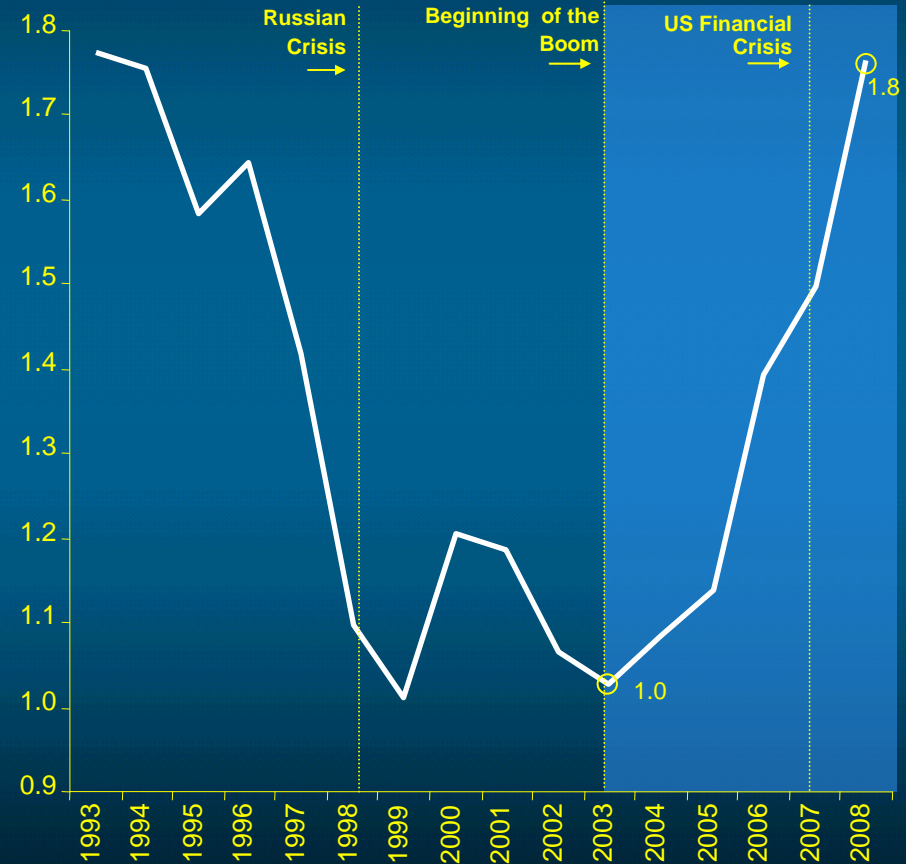
International Reserves in Latin America

(LAC-7, in billions of USD)



Liquidity Indicators in Latin America

(LAC-7*, International Reserves to External Public Debt Amortizations in the next twelve months plus Central Bank Short Term Liabilities)

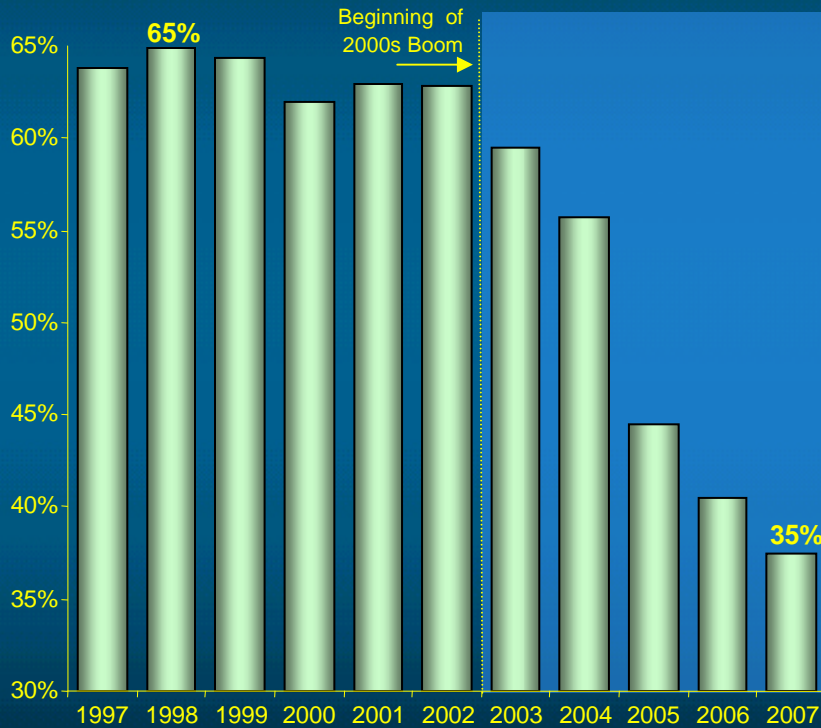


LAC-7 is the simple sum (*average) of the seven major Latin American countries, namely Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela. These countries represent 91% of Latin America's GDP.

América Latina: *Dolarización de deuda y financiera*

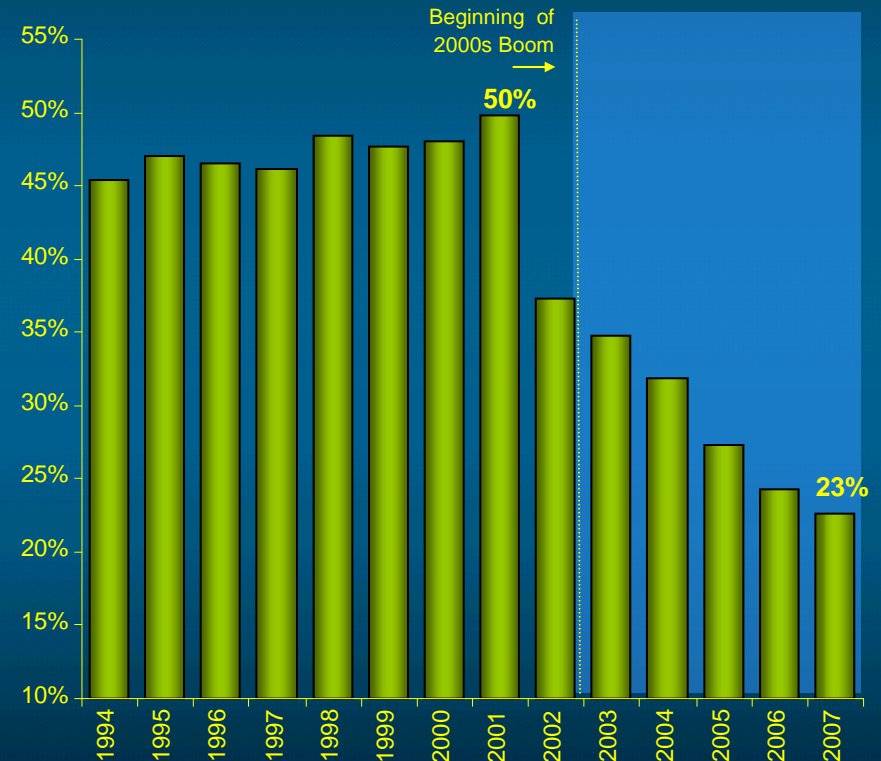
Public Debt Dollarization in Latin America

(LAC-7; Foreign Currency Debt, % of Total Debt)



Credit Dollarization in Latin America

(LAC-7; Bank Credit in Foreign Currency, % of Total Credit)



LAC-7 is the simple average of the seven major Latin American countries, namely Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela. These countries represent 91% of Latin America's GDP. For bank credit figures, LAC-7 excludes Brazil, Colombia and Venezuela.

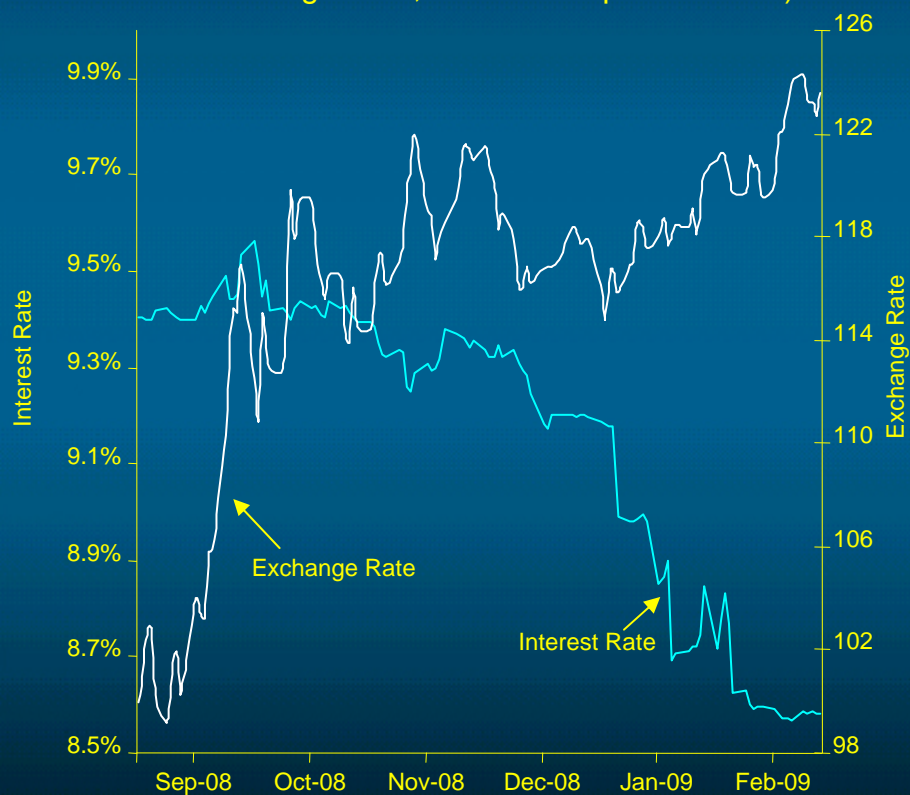
AMERICA LATINA Y EL CARIBE: CONSENSO PREDOMINANTE

- Como consecuencia de la crisis global LAC sufrió un drástico deterioro de las condiciones externas:
- Sin embargo, LAC tiene *Fundamentales* muy fuertes para soportar el deterioro de las condiciones globales.
- ...y por ende mejor equipada para llevar adelante políticas contra-cíclicas para mitigar el impacto adverso de los choques externos.

América Latina: Respuestas de Política Fiscal y Monetaria

Monetary Policy

(LAC-7*, Interbank interest rate and Nominal Exchange Rate, in % and Sep-15-08=100)



Fiscal Stimulus Announcements in Latin America

(% of GDP)

	ON - BUDGET		OFF - BUDGET	TOTAL
	Revenue-side	Expenditure-side		
Argentina	5.1	0.2	1.1	6.4
Brazil	0.3	0.1	3.3	3.6
Chile	1.0	1.1	0.7	2.8
Mexico	0.5	1.0	0.0	1.5
Peru	0.0	1.4	1.1	2.5

Source: Credit Suisse

LAC-7 is the simple average of the seven major Latin American countries, namely Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela. These countries represent 91% of Latin America's GDP.

*Excludes Argentina and Venezuela

Hipótesis sobre la Economía Global

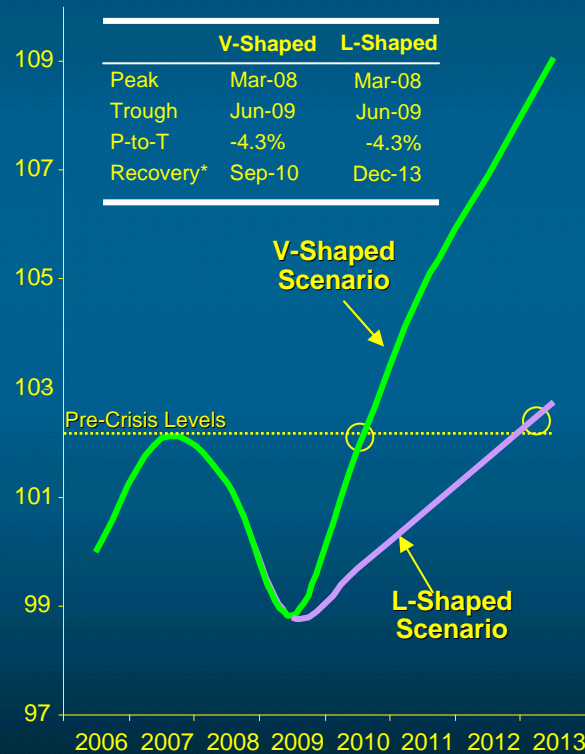
Dos Hipótesis sobre la Economía Global

EXTERNAL FACTORS

Industrial Countries Growth

G7 Industrial Production

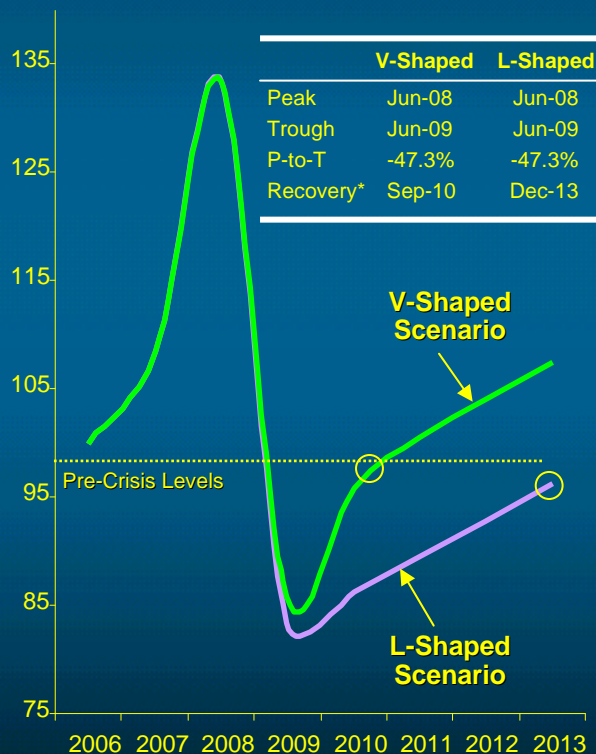
(2006 = 100)



Commodity Prices

Global Commodity Price Index

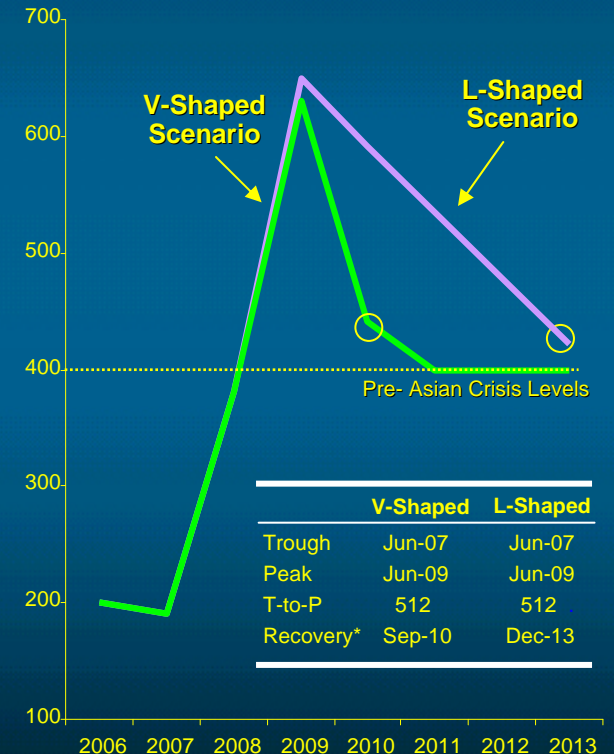
(2006 = 100)



International Financial Conditions

Sovereign Bond Spread

(EMBI +, bps)



Source: Own calculations based on WEO and JPMorgan*, Oct-08.

Source: IMF and Bloomberg*

Source: JPMorgan for Bond Spreads

G7 is the PPP-weighted average of the Canada, France, Germany, Italy, Japan, United States, UK

*Recovery to Dec-06 levels

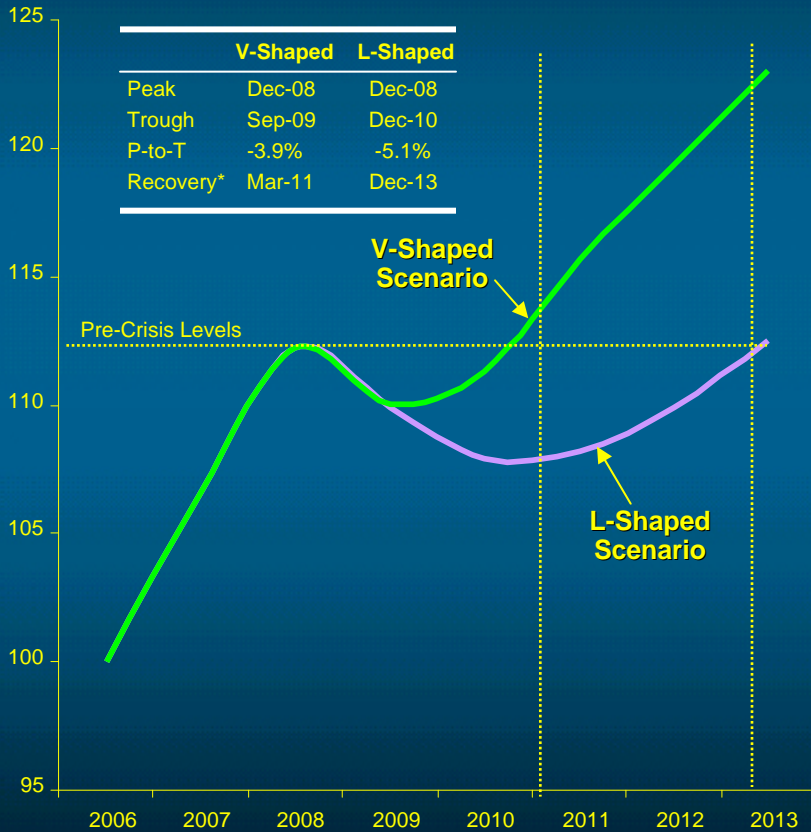
*Recovery to Pre-Asian crisis levels

*Recovery to pre-crisis levels of output

Actividad Económica bajo las dos Hipótesis

Economic Activity

(LAC-7 GDP, 2006 = 100)

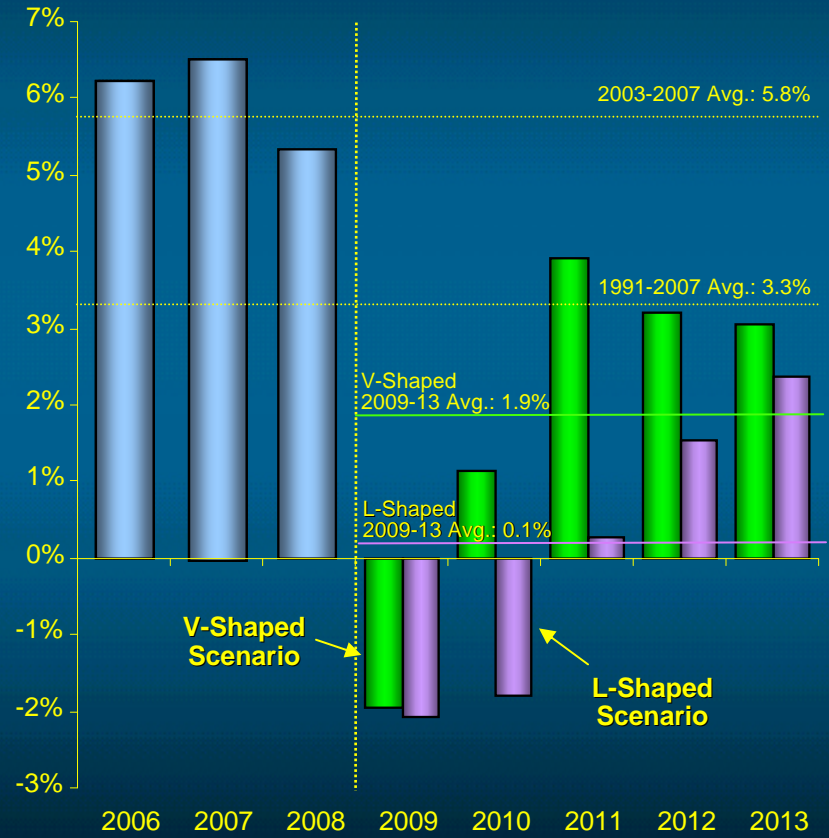


*Recovery to pre-crisis levels of output

LAC-7 is the simple average of the seven major Latin American countries, namely Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela. These countries represent 91% of Latin America's GDP.

GDP Growth

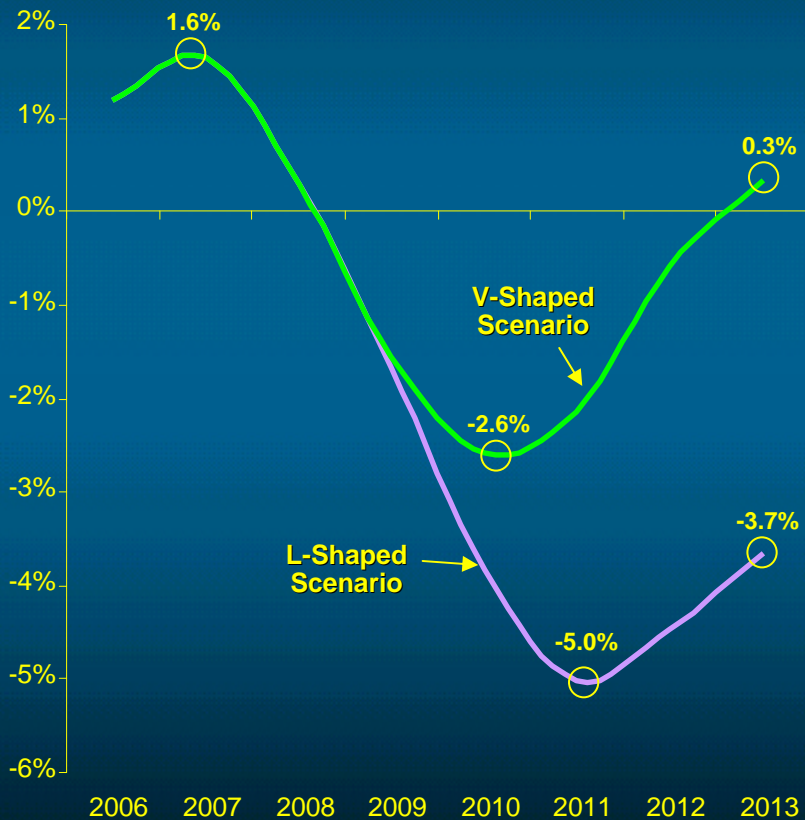
(LAC-7, annual growth rate)



Posición Fiscal bajo las dos Hipótesis: es sostenible la dinámica de la deuda?

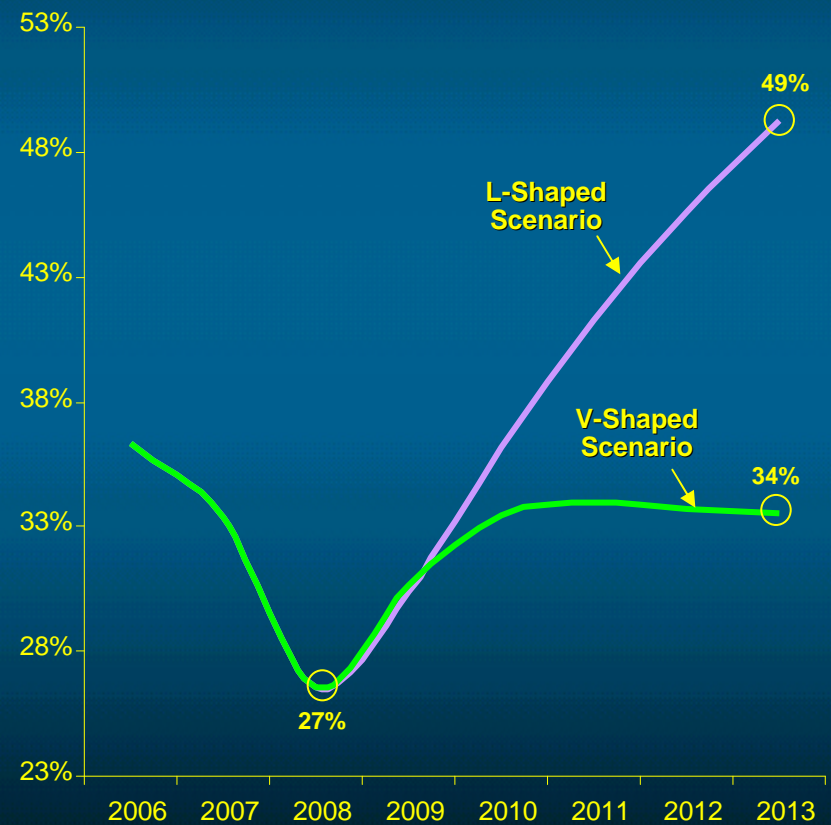
Fiscal Balance

(LAC-7, % of GDP)



Public Debt

(LAC-7, % of GDP)

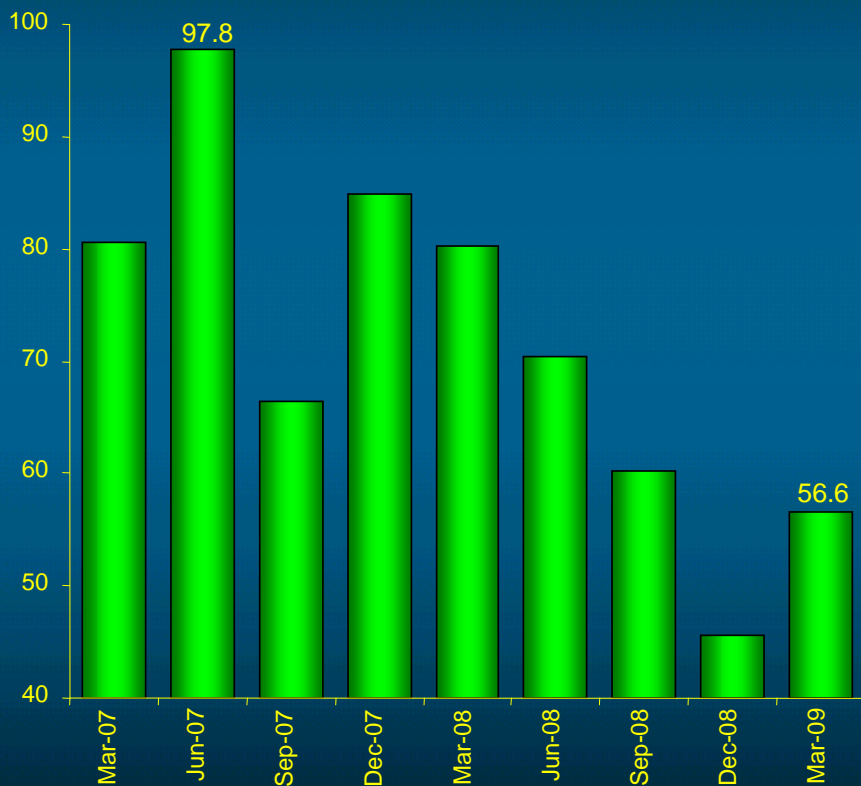


LAC-7 is the simple average of the seven major Latin American countries, namely Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela. These countries represent 91% of Latin America's GDP.

Emisiones recientes tienen corta madurez

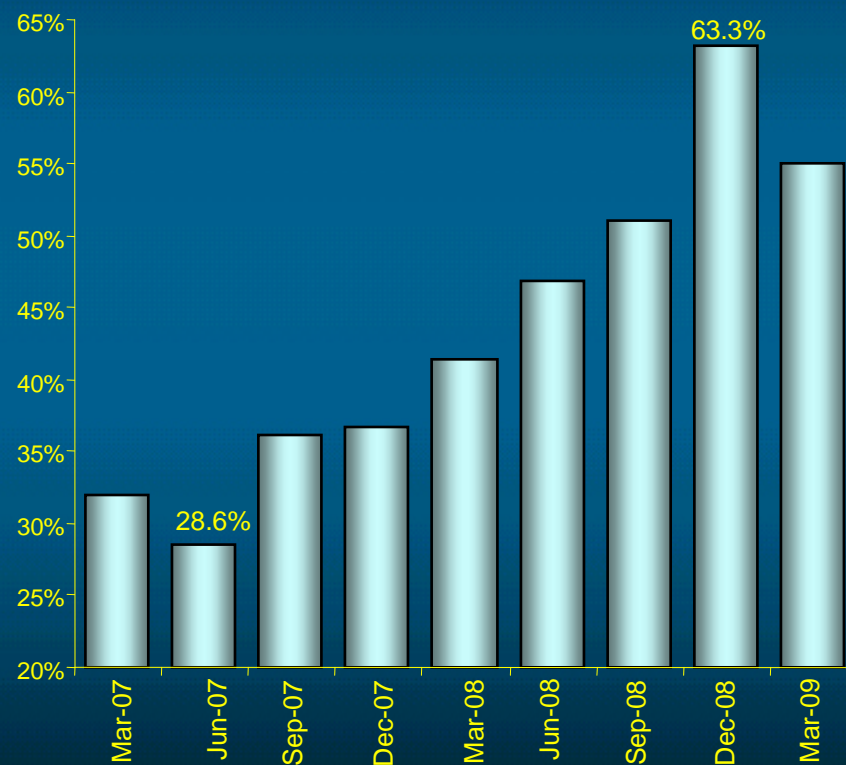
Sovereign Bonds: Issuance

(LAC-7, billions of USD)



Sovereign Bonds: Maturity

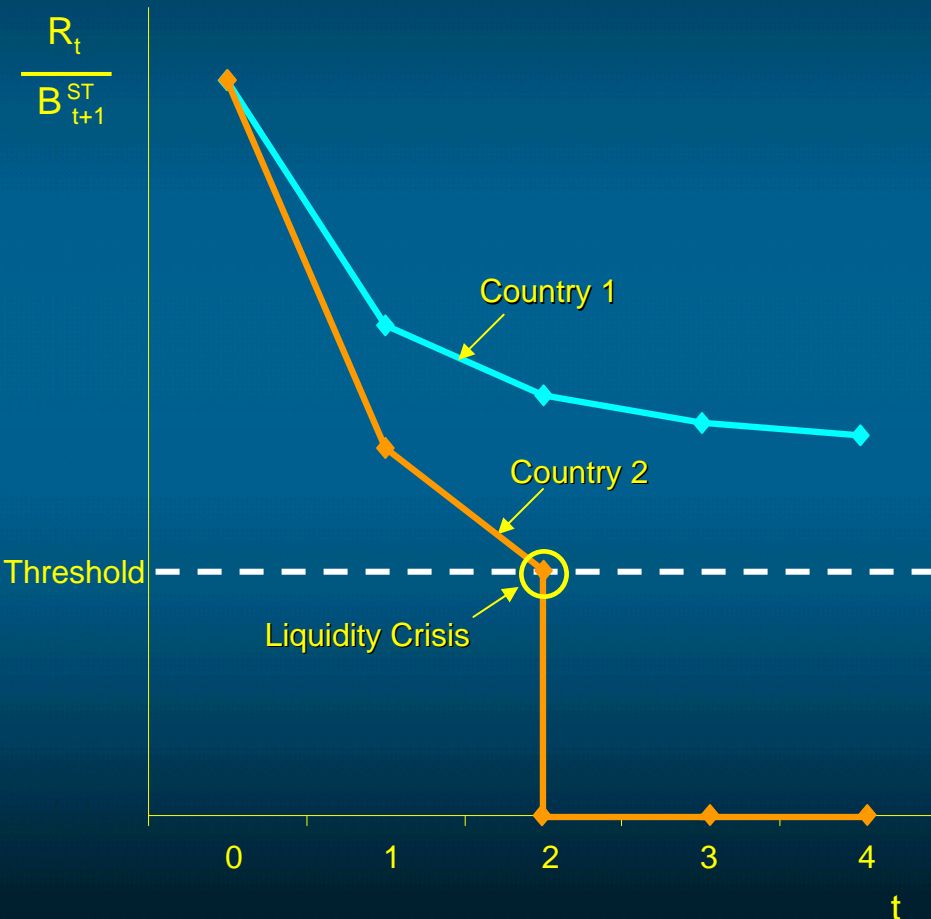
(LAC-7, issuances with maturity less than 1 year, % of total issuance)



LAC-7 is the simple sum of the seven major Latin American countries, namely Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru and Venezuela. These countries represent 91% of Latin America's GDP.

Indicadores de Liquidez: *Un Marco Analítico Simple*

ILR Dynamics



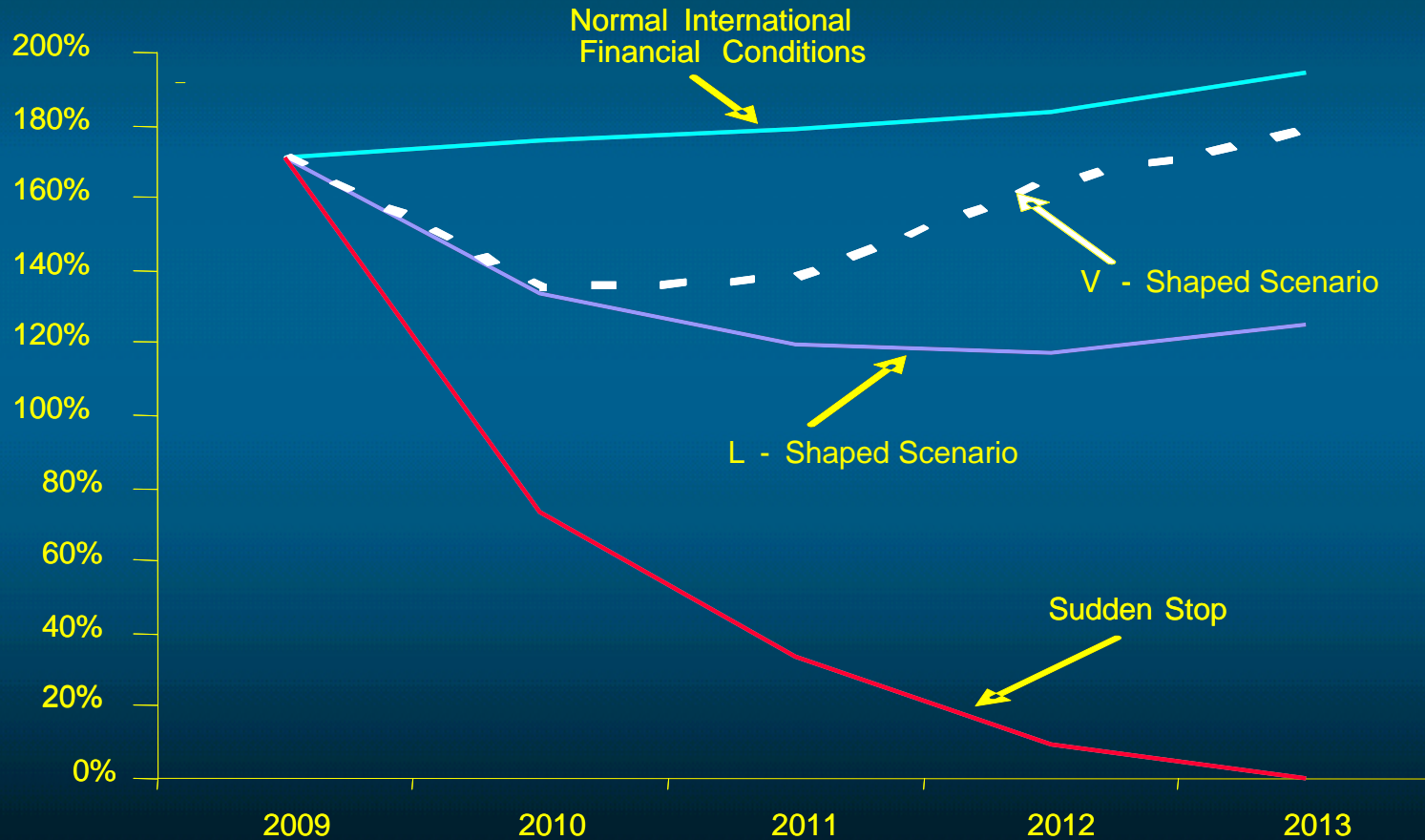
Conclusiones

- La probabilidad de una crisis de liquidez depende de factores externos (i.e., la duración de la crisis) y de factores idiosincrático (respuestas de política)
- No todos los países van a entrar en crisis, y los que entren no necesariamente lo harán simultáneamente. Las crisis de liquidez, en caso de ocurrir serán secuenciales.
- Los problemas de liquidez se desarrollan paulatinamente pero se materializan repentinamente cuando se llega a un punto de quiebre. Por ende, los problemas pueden permanecer ocultos hasta que sea muy tarde.

Indicadores de Liquidez bajo distintos Escenarios

ILR Dynamics: Precarization and Fiscal Effects

(LAC-7)



Dinámica Macroeconómica en América Latina bajo las dos Hipótesis sobre la Economía Global

Conclusiones

- En el escenario de una recuperación global “V”, la dinámica de las principales variables macroeconómicas sugiere que la visión de consenso predominante es esencialmente correcta.
- En el escenario “L”, la región puede experimentar tasas de crecimiento negativas en 2009 y 2010, y el promedio de crecimiento para los próximos cinco años puede ser casi cero.
- Un aspecto clave de este escenario es que el deterioro de las variables macro puede ser gradual, y por ende los problemas pueden permanecer soterrados hasta que sea demasiado tarde.
- Por ende, es fundamental adelantarse a los acontecimientos, actuar de manera decisiva, y evitar políticas que generen altos costos en términos de liquidez.

Propuestas de Política

- Los desafíos que enfrenta la región tienen dos dimensiones interrelacionadas: proteger la estabilidad macroeconómica y proteger las mejoras sociales de los últimos años.
- Dos objetivos requieren de al menos dos instrumentos: una estrategia complementaria entre el FMI y los Bancos Multilaterales en lo que respecta a ayuda financiera y condicionalidad que evite el riesgo moral.
- Determinar los objetivos para un marco macroeconómico consistente es tarea del FMI
- Los Bancos Multilaterales pueden ayudar en el diseño de políticas de composición de gasto —y aumento de gasto donde hay espacio— para maximizar los objetivos de desarrollo y disminución de la pobreza.

MUCHAS GRACIAS



2) Las Condiciones Iniciales son Cruciales

