

Impactos de las crisis financieras: la economía global a un ritmo más lento

Hugo Perea

Economista Jefe para Perú

BBVA Research

Universidad del Pacífico
Lima, 29 de agosto de 2013

Mensajes principales

1. Las crisis financieras dejan impactos sensibles y perdurables. La evidencia muestra que luego de una crisis el PBI falla en recuperarse por los efectos negativos sobre el mercado laboral, la acumulación de capital, la productividad y la participación laboral
2. Las economías avanzadas vienen padeciendo aún los impactos de las crisis financieras que las han afectado. La salida será lenta y se vienen años de débil crecimiento
3. China también evidencia fragilidades financieras que la llevan a aceptar un crecimiento más moderado (pero sostenible)
4. En este entorno, el soporte externo será más débil en los próximos años: las principales economías tendrán que “ordenar la casa” y eso toma tiempo
5. En la coyuntura actual, el recorte del estímulo monetario en EE.UU y desaceleración en China inducen volatilidad en economías emergentes
6. Economía peruana afectada por turbulencias en el exterior. Se tienen elementos para atenuar impactos en el corto plazo, pero el reto para sostener crecimiento en un horizonte mayor es elevar la productividad

Índice

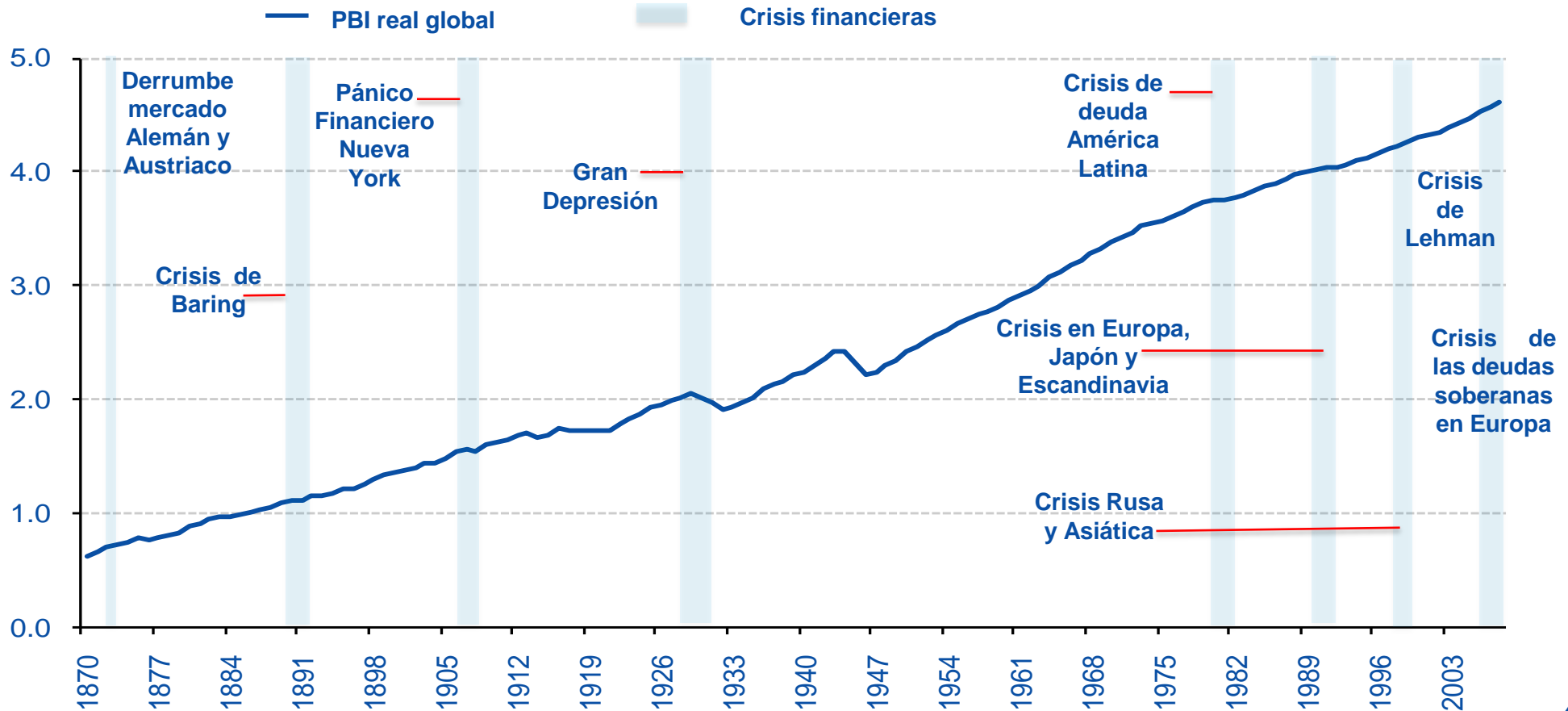
- 1 Crisis financieras y sus consecuencias globales
- 2 Coyuntura internacional: recorte de estímulo monetario en EE.UU, desaceleración en China y volatilidad en economías emergentes
- 3 Impactos sobre Perú

1. Crisis financieras....

**“Esta vez es diferente”
“Ya hemos estado aquí”
Rogoff y Reinhart (2009)**

PIB mundial
(logaritmo)

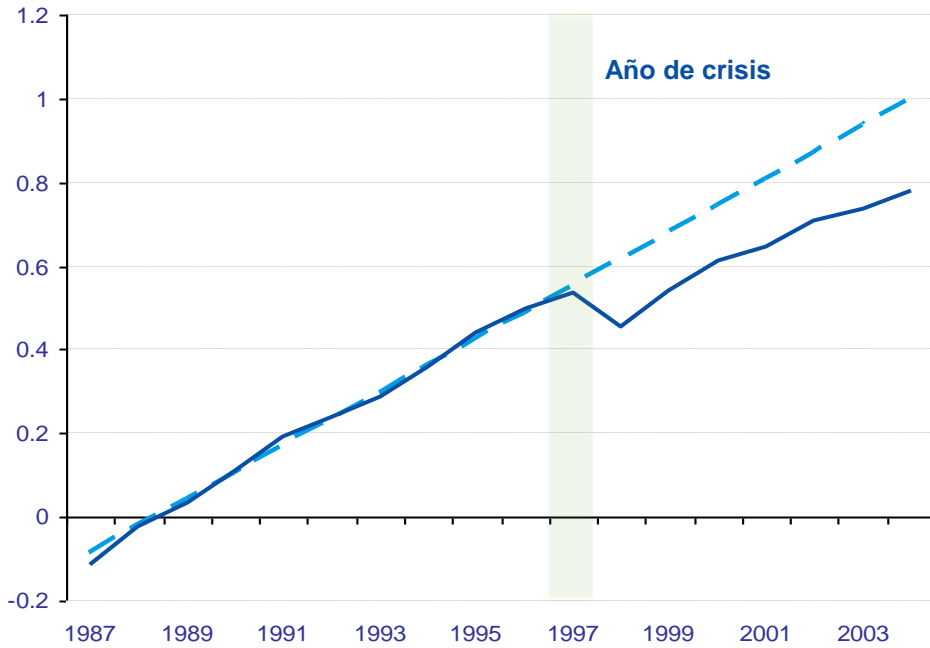
Fuente: FMI, BBVA Research



....con impactos perdurables

Corea: PBI per cápita (logaritmo)

Fuente: FMI,



— Tendencia precrisis — Producción actual

Japón: PBI per cápita (logaritmo)

Fuente: FMI,



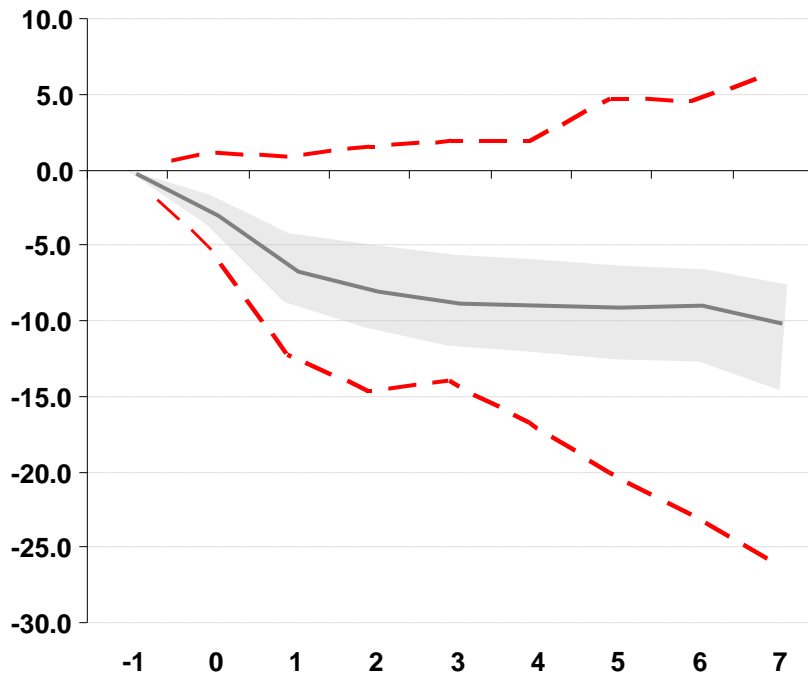
— Tendencia precrisis — Producción actual

....con impactos perdurables

¿Por qué el producto falla en recuperarse después de una crisis bancaria?

Evolución de la producción después de las crisis bancarias

(Como porcentaje de la tendencia anterior a la crisis; primer año de la crisis en t = 0)



Impactos teóricos sobre:

Desempleo



Acumulación de capital



Productividad

Ambiguo

Participación laboral

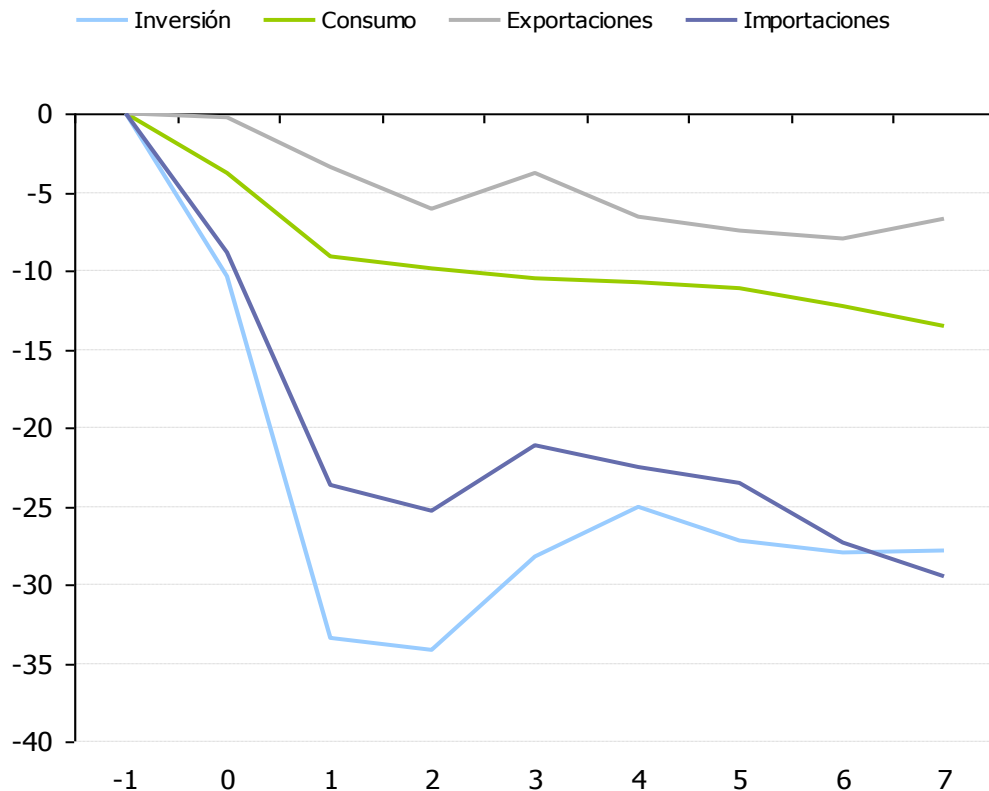
Ambiguo

LA EVIDENCIA: La producción (per cápita) falla en recuperar su tendencia anterior a la crisis por los impactos negativos sobre el capital por trabajador, la tasa de desempleo y la productividad: demoran más de siete años en retornar a sus tendencias anteriores a la crisis

....con impactos perdurables

¿Por qué el producto falla en recuperarse después de una crisis bancaria?

Descomposición del PBI
(primer año de la crisis en $t = 0$)



Descomposición del PBI por el lado del gasto

- **Caída significativa de la inversión: alrededor de 30% con respecto a su tendencia pre crisis**
- **La pérdida en el consumo también es notable: alrededor de 15%**

1. Crisis financieras... impactos sobre economías avanzadas: EE.UU y Eurozona

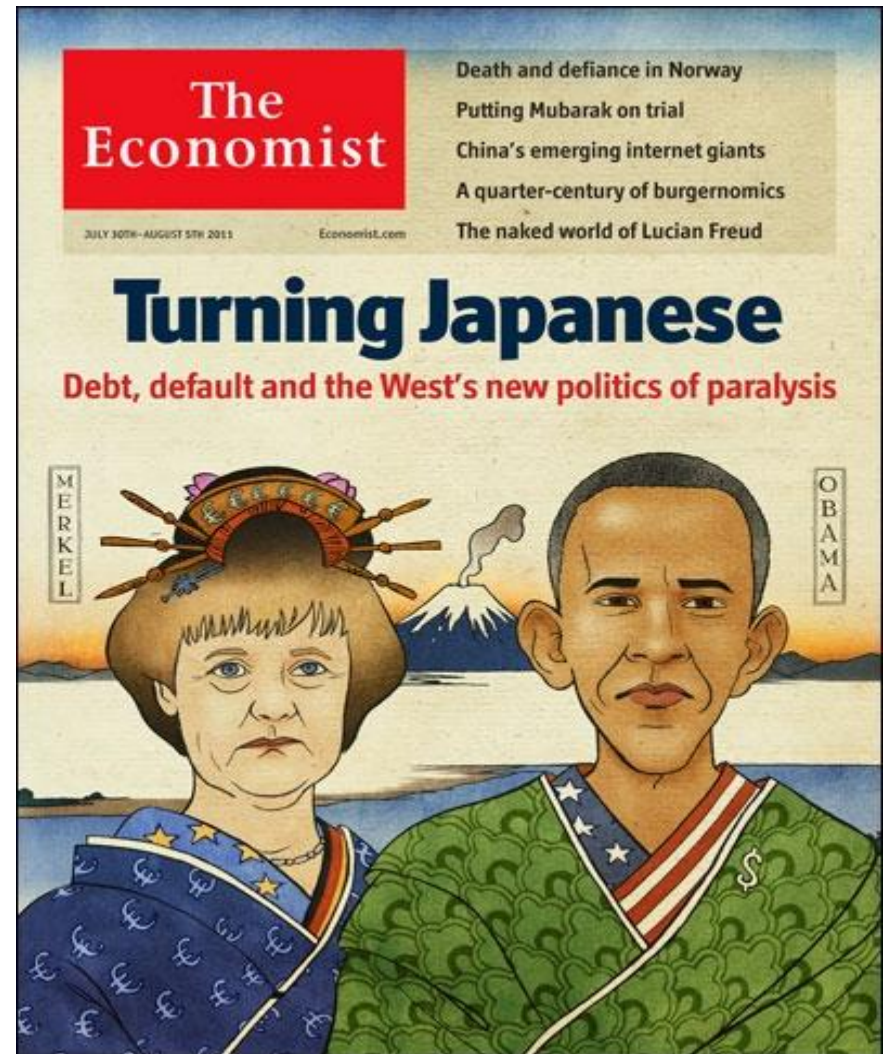
- Drástica caída del producto y el empleo: pérdida de bienestar social
- Quiebre de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, uso extensivo de medidas no convencionales de política monetaria, aunque sin mayor éxito para fortalecer demanda agregada
- Más activismo fiscal en EE.UU acota “riesgo de recesión por hoja de balance”. Igual la recuperación ha sido lenta y atípica: *jobless recovery*
- En Europa, sistemas políticos e instituciones disfuncionales para resolver la crisis: restricciones para que países miembros usen estímulo fiscal para combatir “recesiones de hoja de balance”. Entonces crisis se agudiza. Avances importantes para lograr una verdadera unión monetaria, pero aún la agenda pendiente es amplia

1. Crisis financieras... impactos sobre economías avanzadas: EE.UU y Eurozona

Ajustes requeridos tomarán tiempo y ralentizarán crecimiento por varios años:

- Procesos de consolidación fiscal
- Reestructuración sistemas financieros
- Reformas estructurales: incrementar eficiencia y productividad

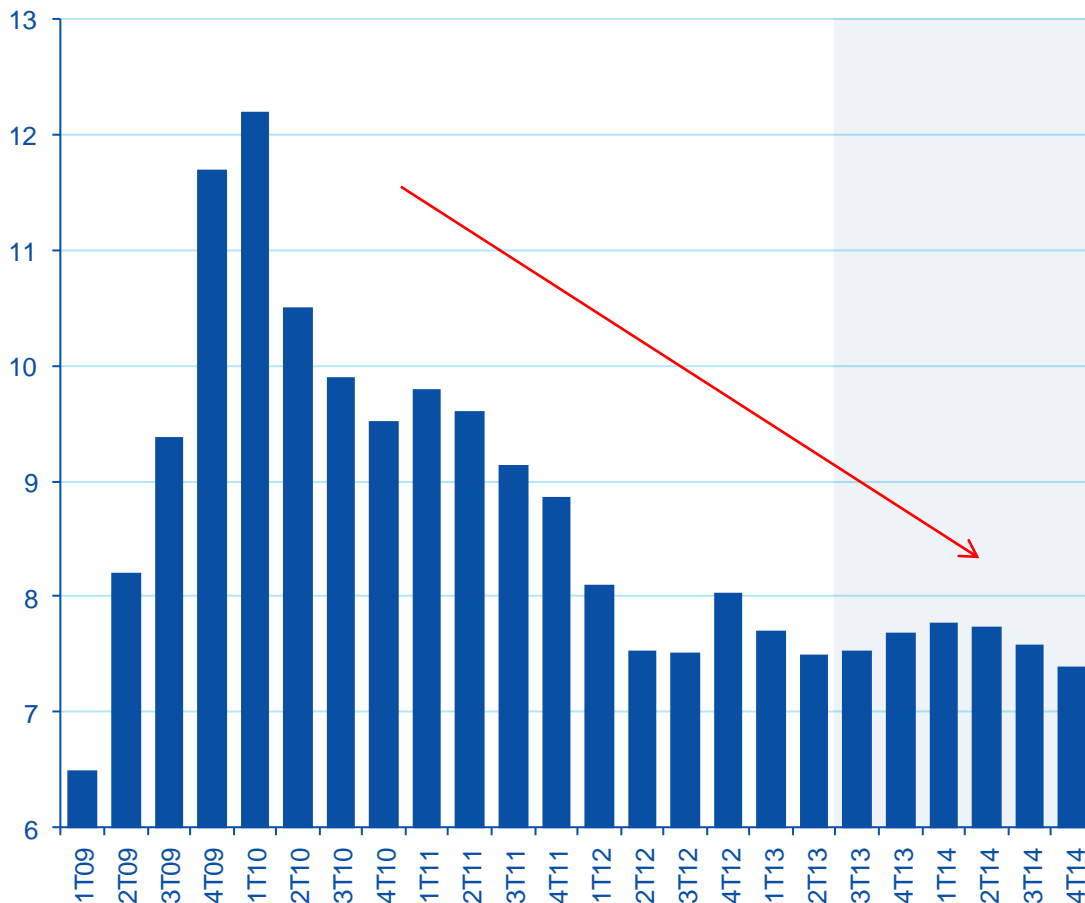
Por lo tanto, salida será lenta: ¿la década perdida? ¿un periodo largo de estancamiento a la japonesa?



1. Crisis financieras....¿Y China enfrenta fragilidades financieras?

China: Crecimiento del PIB (var. % a/a)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



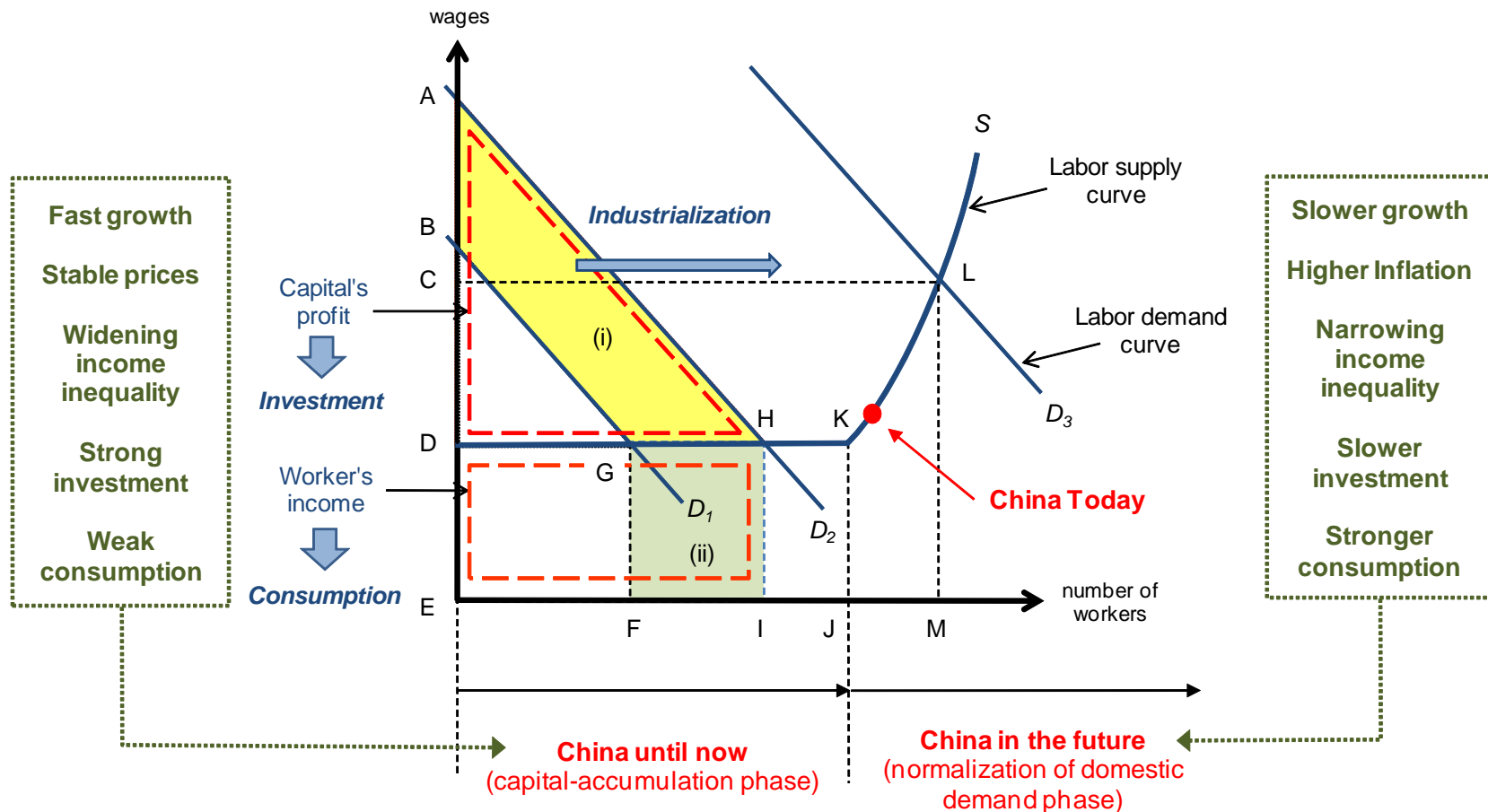
Desaceleración en China algo más intensa a lo inicialmente previsto

Autoridades dispuestas a aceptar un menor crecimiento para asegurar su sostenibilidad

Fragilidades financieras inhibirán políticas de estímulo económico (como las de 2008-2009) para evitar que se exacerben desequilibrios

1. Crisis financieras...desaceleración en China dentro de lo previsto.....

Proceso de industrialización de la economía china

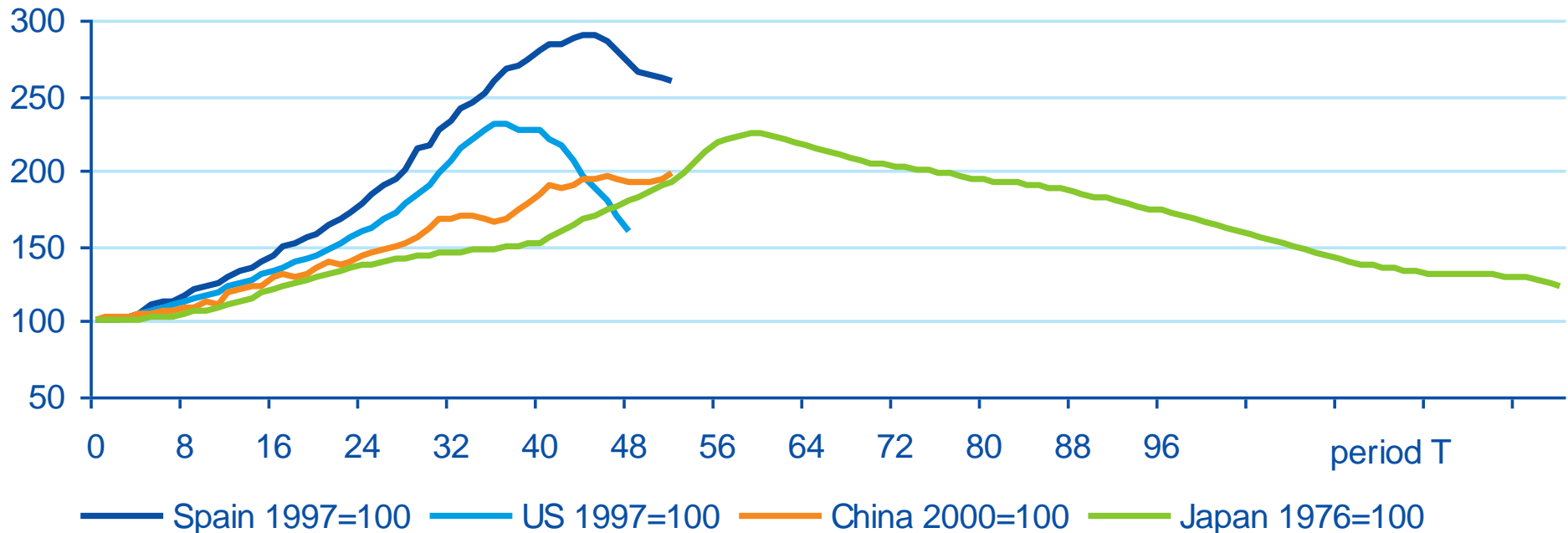


1. Crisis financieras....¿Y China enfrenta fragilidades financieras?..... ¿cuáles?

a) ¿Burbuja inmobiliaria?

Comparación internacional de burbujas de precios inmobiliarios

Fuente: BBVA Research

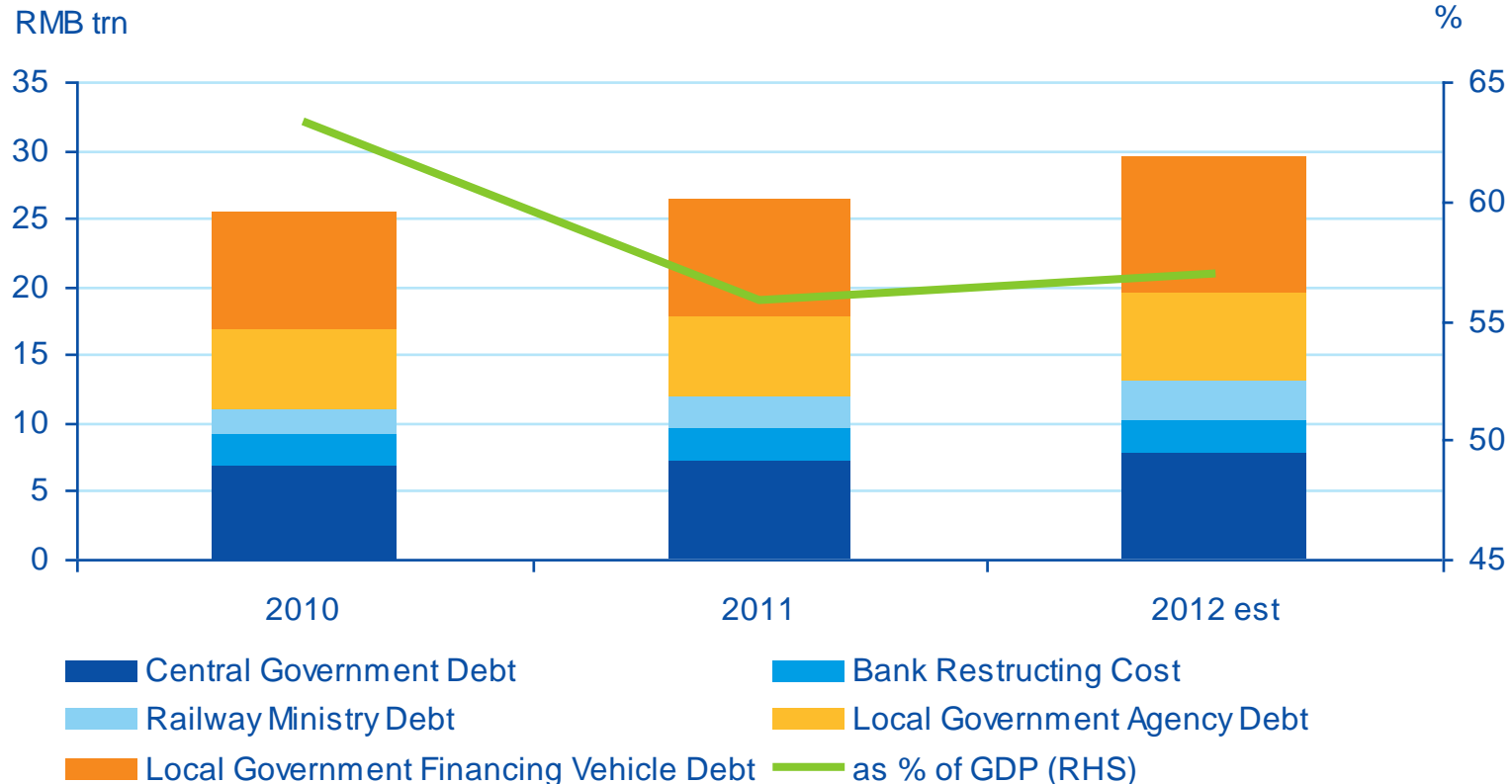


1. Crisis financieras....¿Y China enfrenta fragilidades financieras?..... ¿cuáles?

b) Incremento de la deuda de los gobiernos locales

La deuda de los gobiernos locales se eleva nuevamente, induciendo nuevas medidas de ajuste

Fuente: BBVA Research

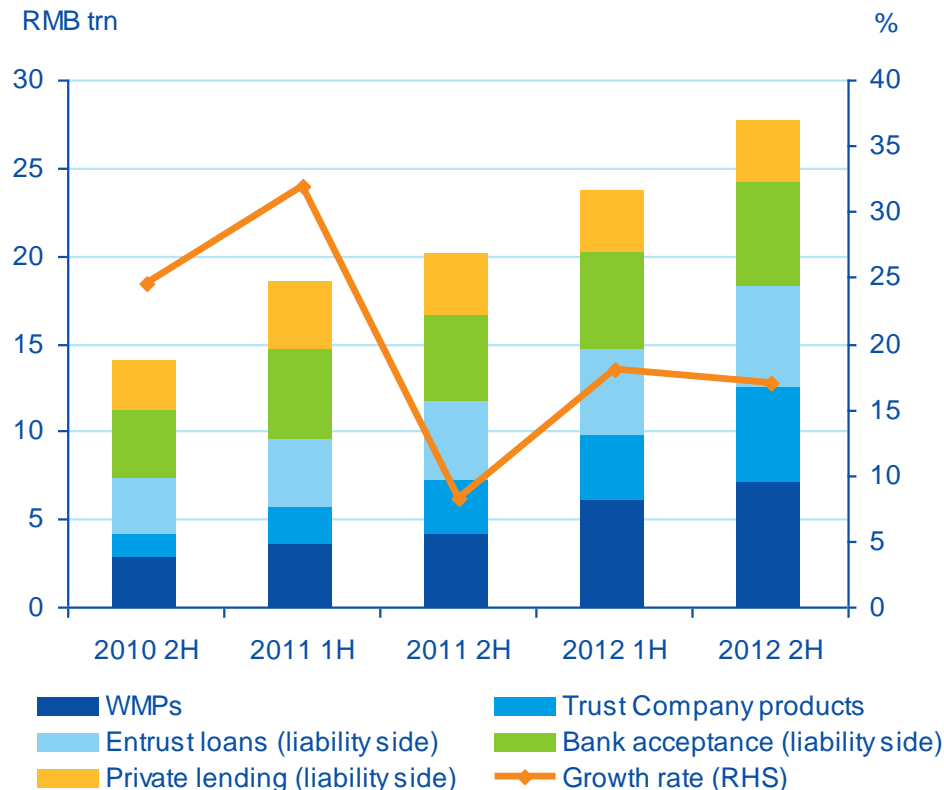


1. Crisis financieras....¿Y China enfrenta fragilidades financieras?..... ¿cuáles?

c) Expansión de la banca informal (*shadow banking*)

Shadow banking se expande...

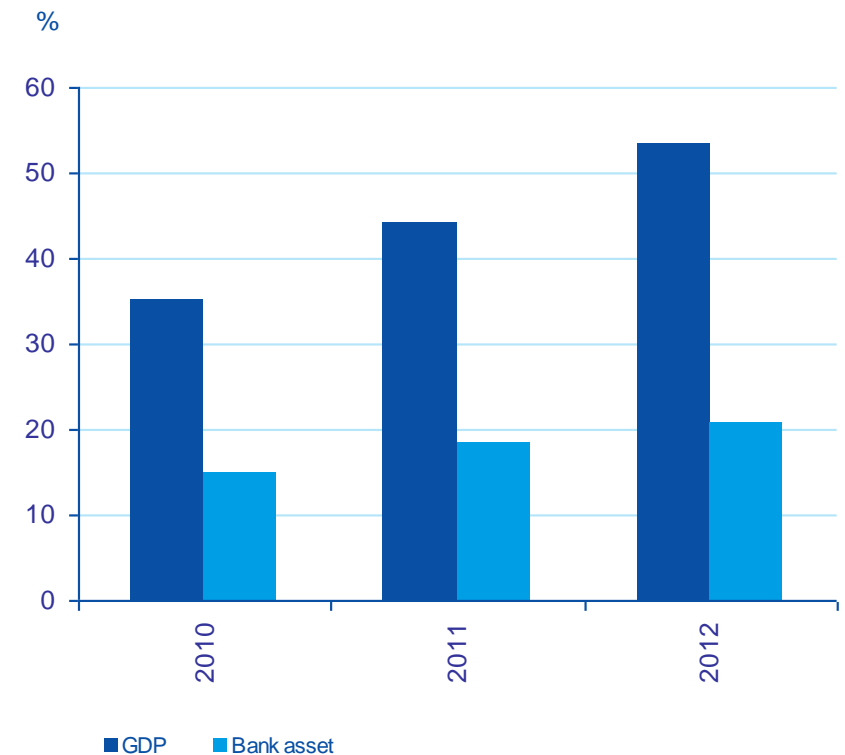
Fuente: Wind, CEIC, PBoC and BBVA Research estimates



.....incrementando su importancia en la economía

(in % of GDP and bank assets)

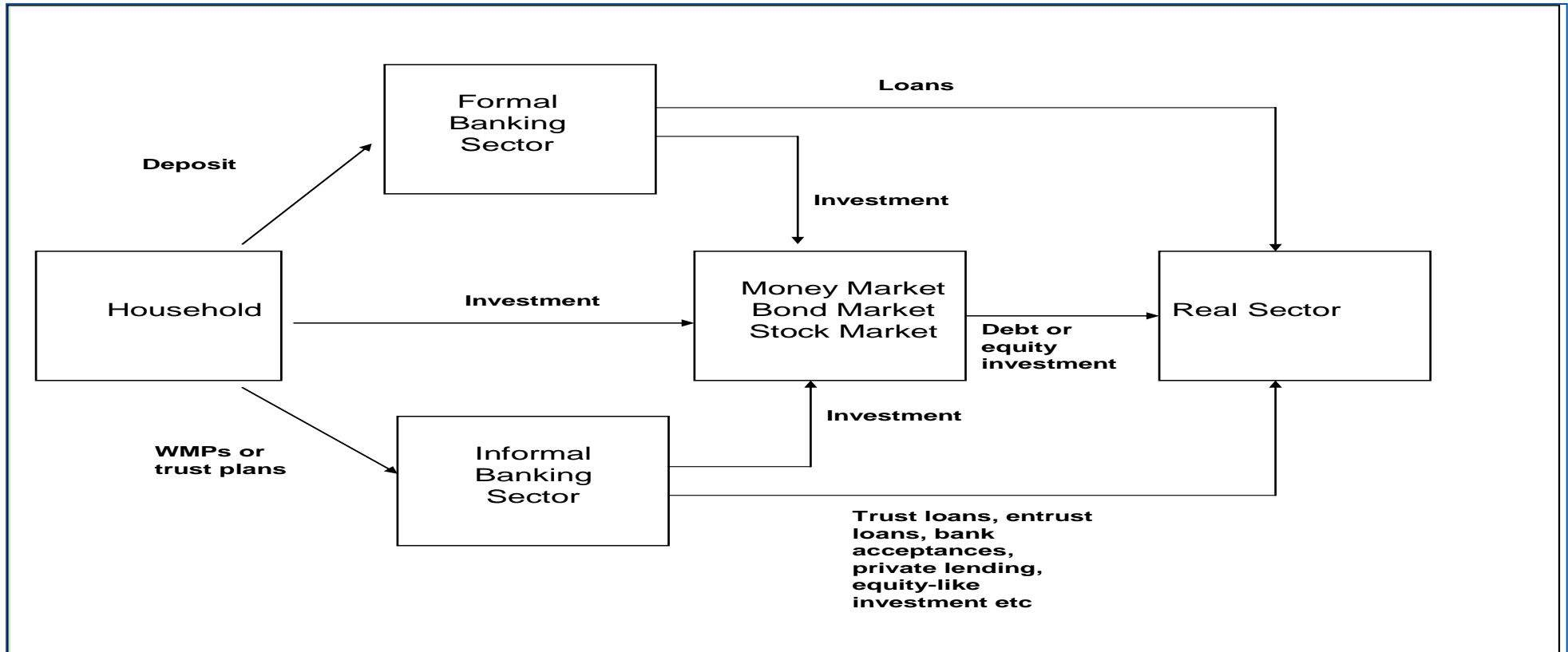
Fuente: PBoC and BBVA Research estimates



1. Crisis financieras....¿Y China enfrenta fragilidades financieras?..... ¿cuáles?

China: la banca formal e informal

Fuente: PBoC and BBVA Research



Índice

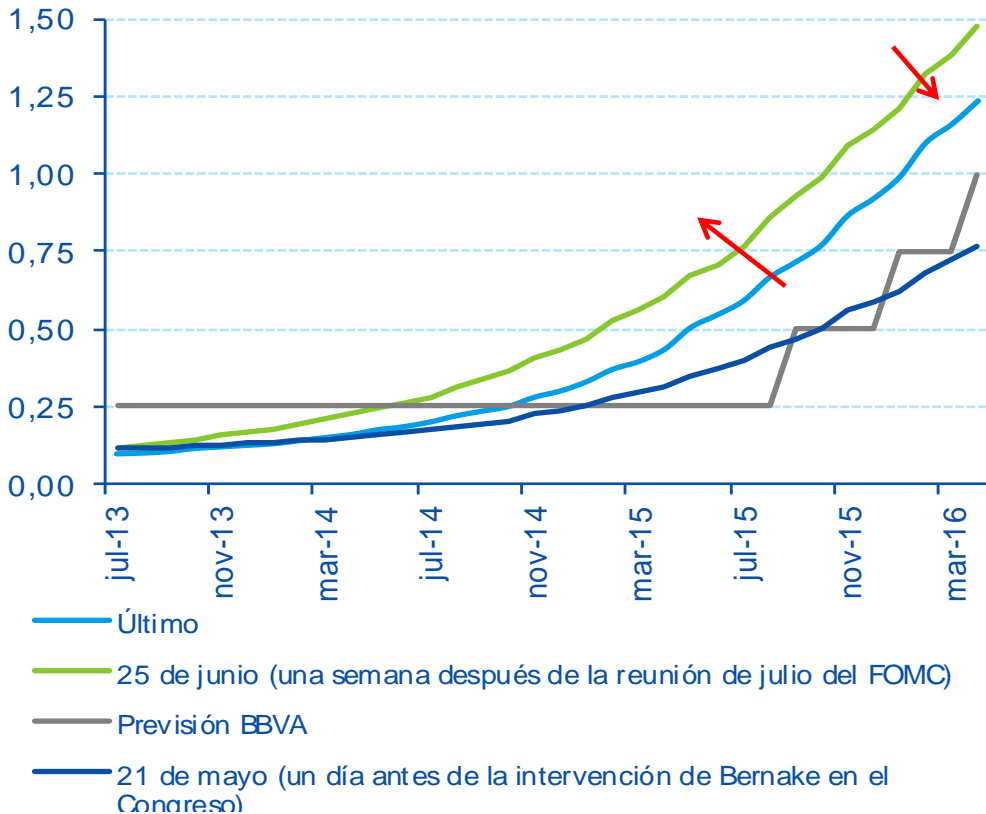
- 1 Crisis financieras y sus consecuencias globales
- 2 Coyuntura internacional: recorte de estímulo monetario en EE.UU, desaceleración en China y volatilidad en economías emergentes
- 3 Impactos sobre Perú

Mercados anticipan pronto recorte de estímulo monetario en EEUU

El mercado ha comenzado a anticipar tasas de largo plazo más altas

Tipos de interés implícitos en los futuros de fondos de la Fed (%)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



EEUU: bonos a 10 años, rendimiento (%)

Fuente: Bloomberg



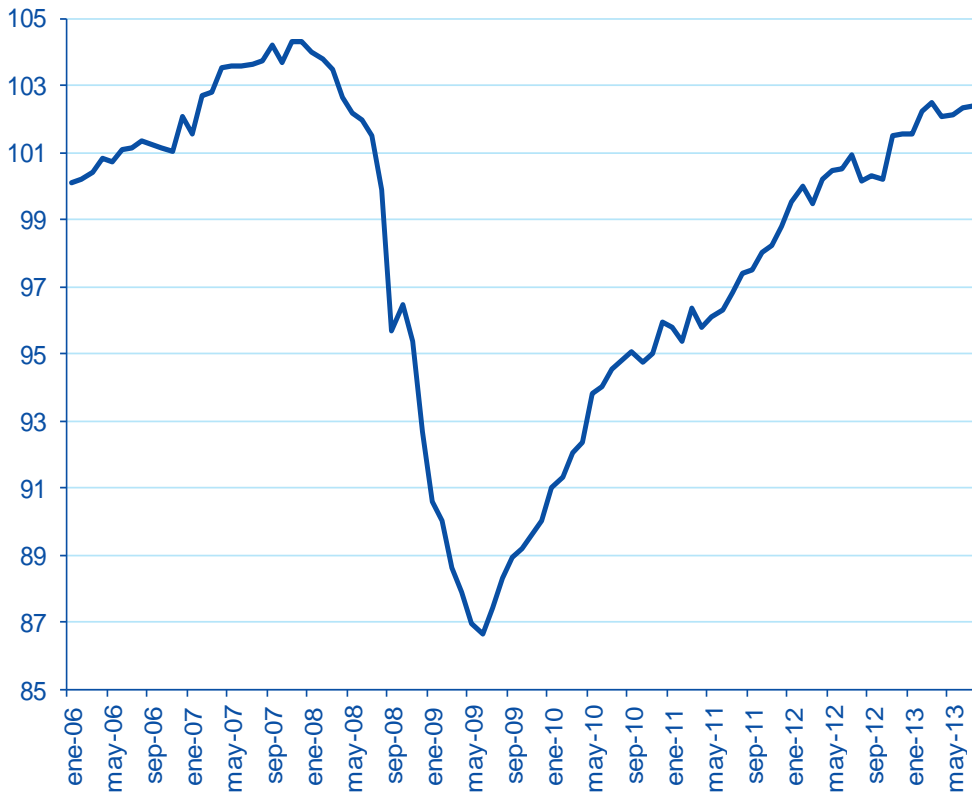
Mejoras en indicadores de actividad, empleo y gasto dan soporte a normalización de la liquidez

Las encuestas empresariales confirman el *momentum* de la manufactura

EEUU: Producción Industrial

(Índice)

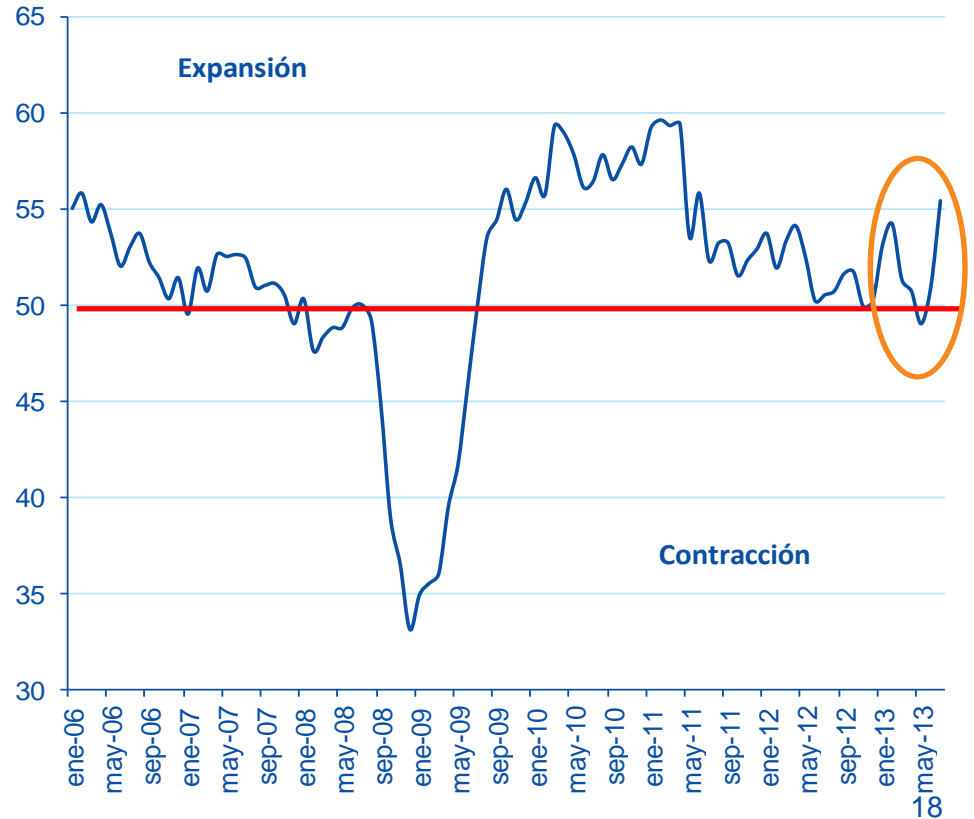
Fuente: Bloomberg y BBVA Research



EEUU: ISM Manufactura

(Índice)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



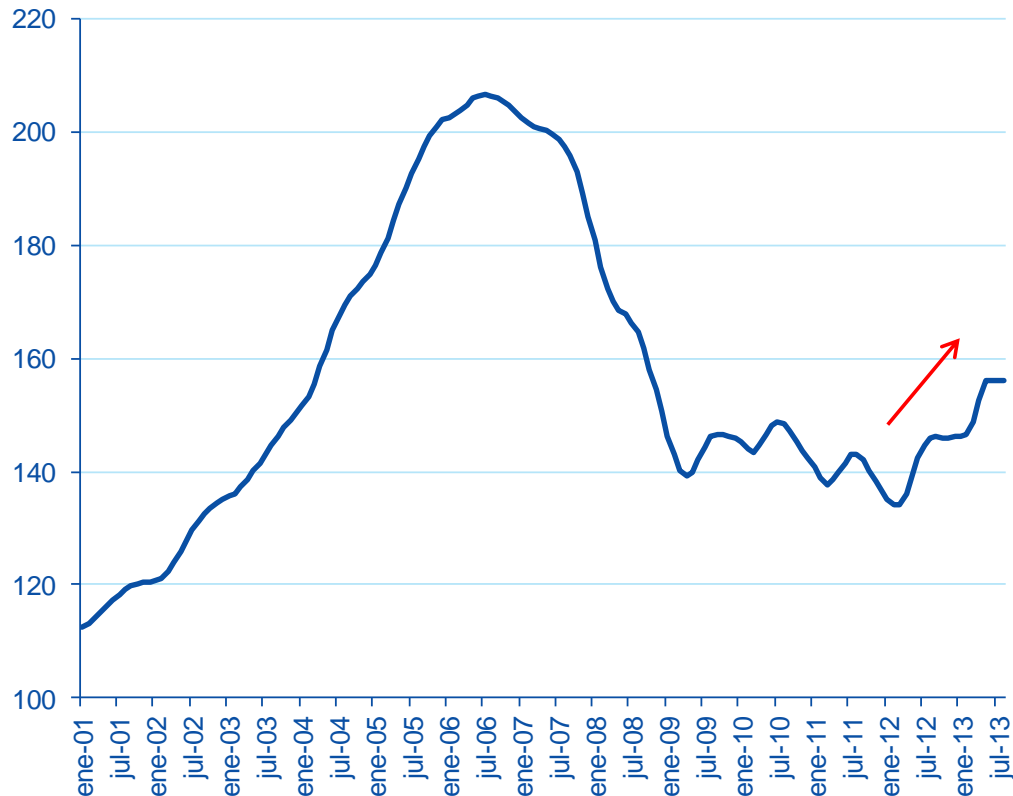
Mejoras en indicadores de actividad, empleo y gasto dan soporte a normalización de la liquidez

Mejoras en el mercado inmobiliario e inversión residencial son sensibles

EEUU: Precio de las viviendas

(Índice Case-Schiller)

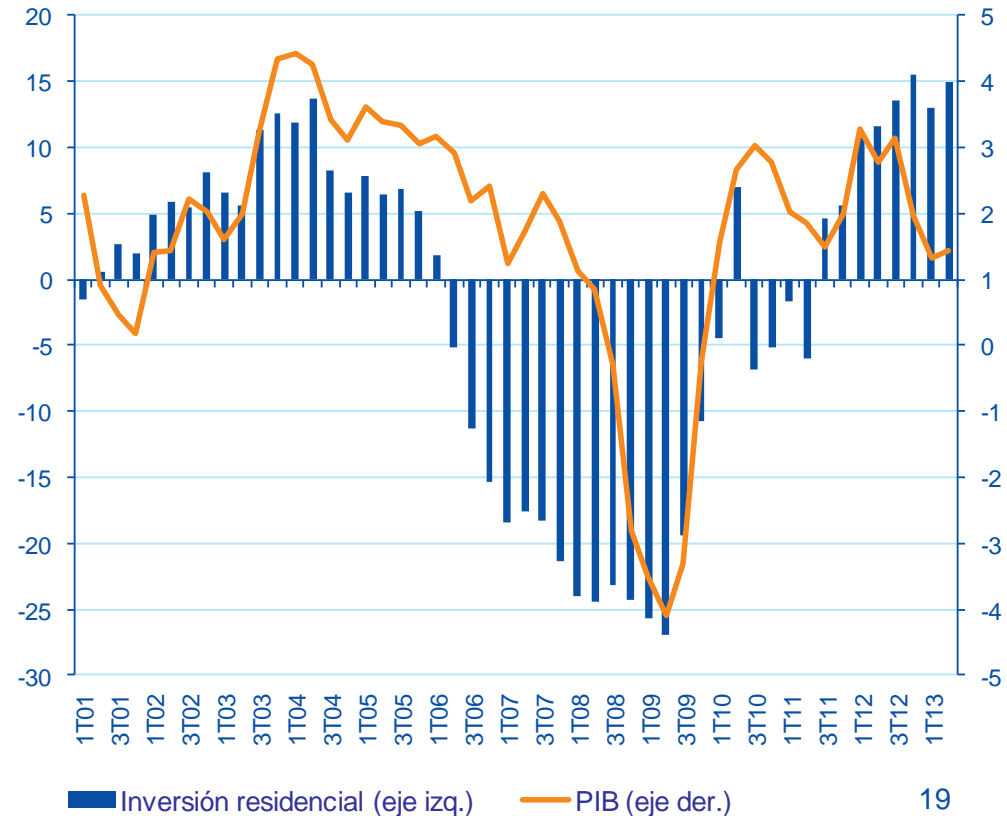
Fuente: BLoomberg



EEUU: Inversión residencial y PIB

(var % real a/a)

Fuente: FED Saint Louis y BBVA Research



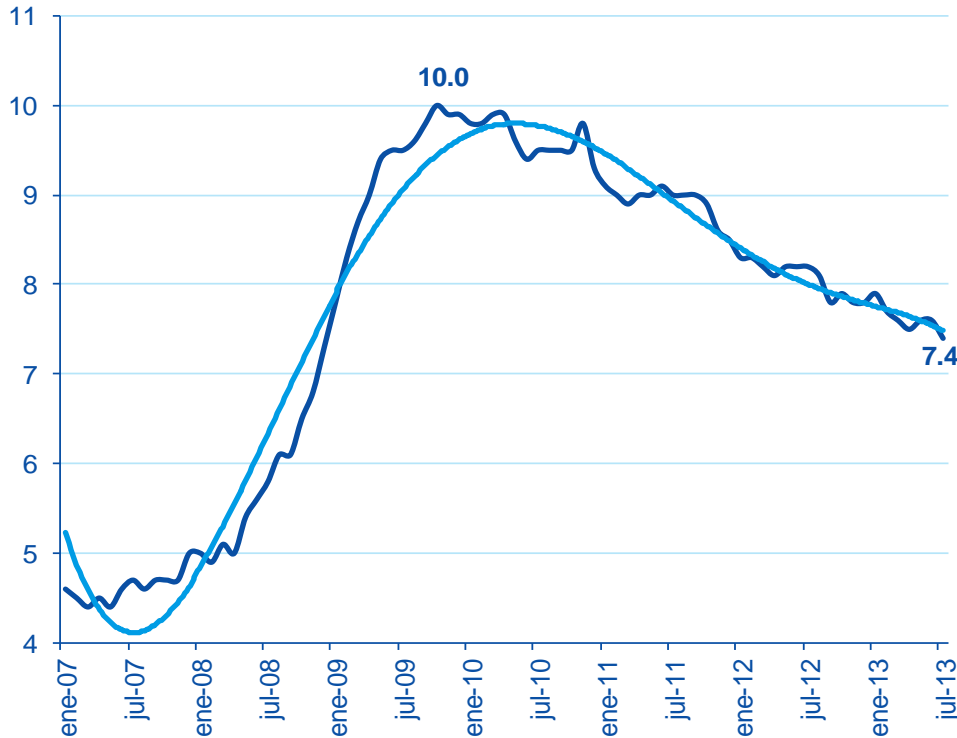
Desempleo continúa descendiendo

Aunque queda aún un largo camino para alcanzar el umbral de 6,5% que la FED ha establecido como indicador para empezar a subir las tasas de interés

Desempleo en EE.UU.

(%)

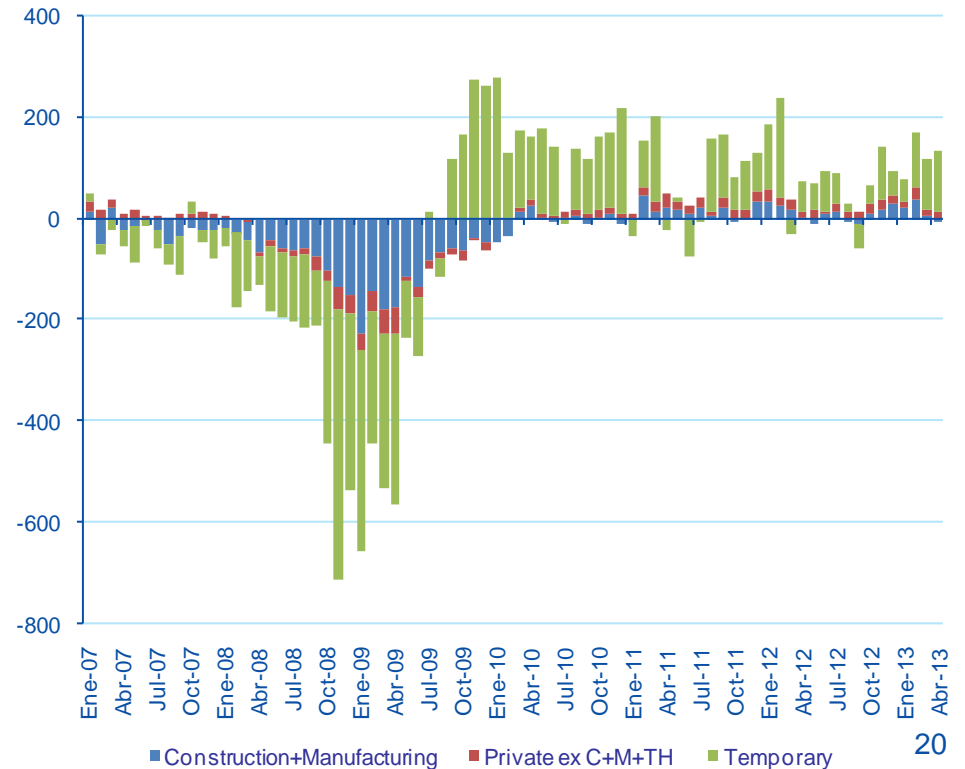
Fuente: Bloomberg y BBVA Research



Creación de empleo privado EE.UU.

(var. mensual en miles de personas)

Fuente: Haver, BBVA Research

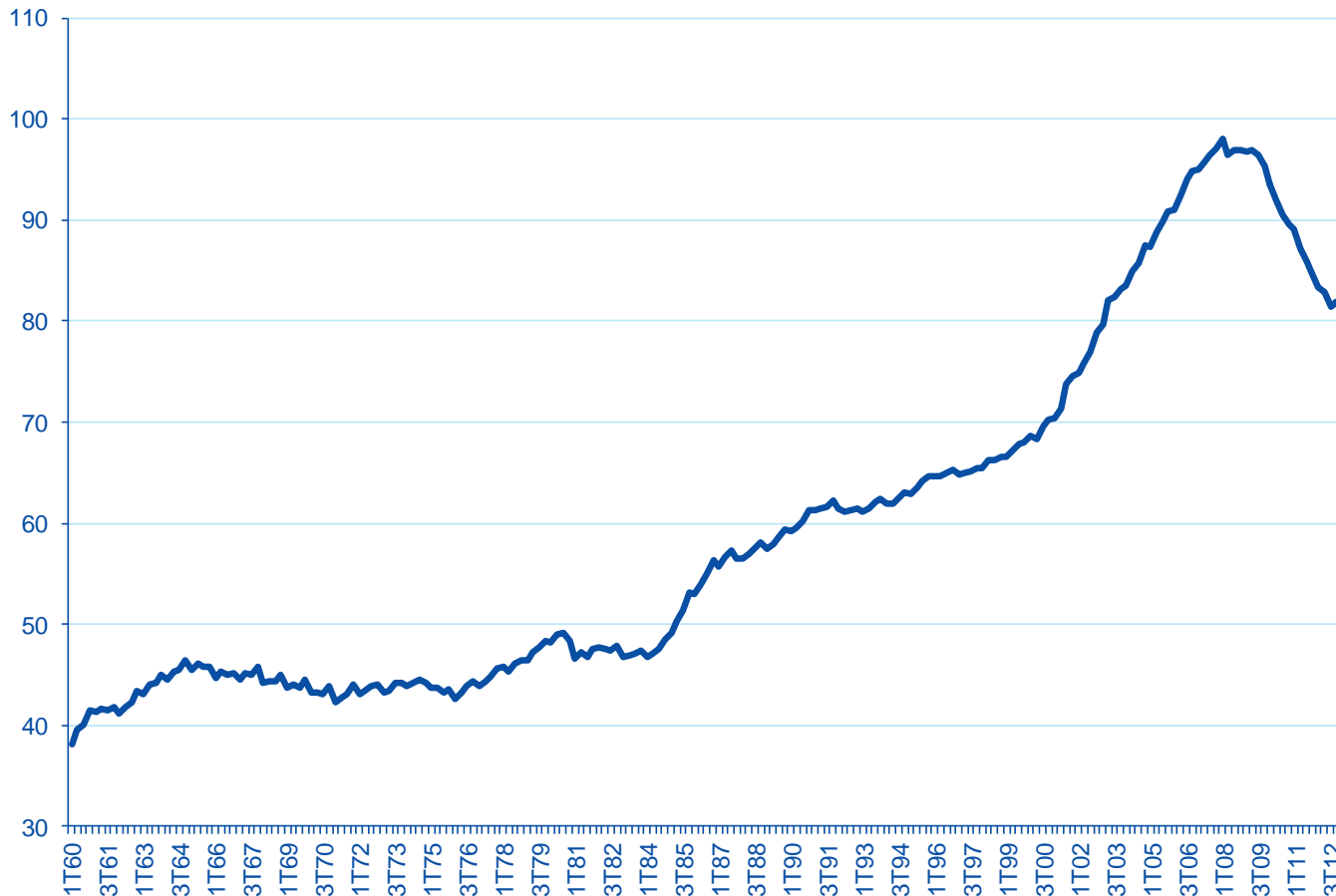


... y familias han venido consolidando su situación financiera

EEUU: Apalancamiento de las familias

(Deuda como % del PIB)

Fuente: BEA y BBVA Research

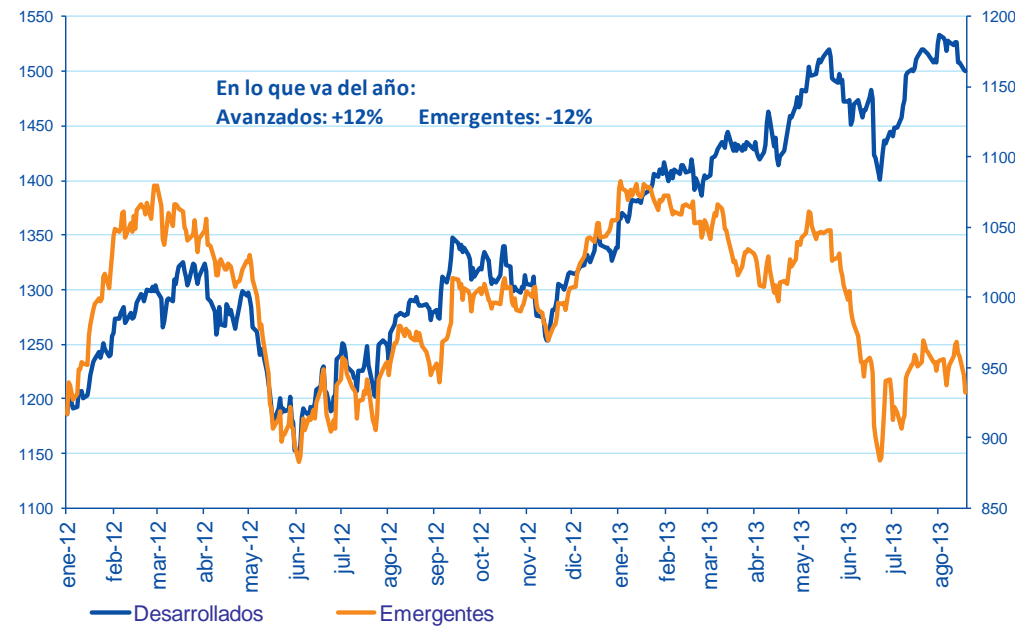


- El apalancamiento de las familias se ha reducido 17 pp del PIB, desde su pico en el 2008
- Los menores niveles de endeudamiento generan mejores condiciones para un recuperación sostenida del gasto

Los posibles movimientos de la FED generan una recomposición de portafolios....

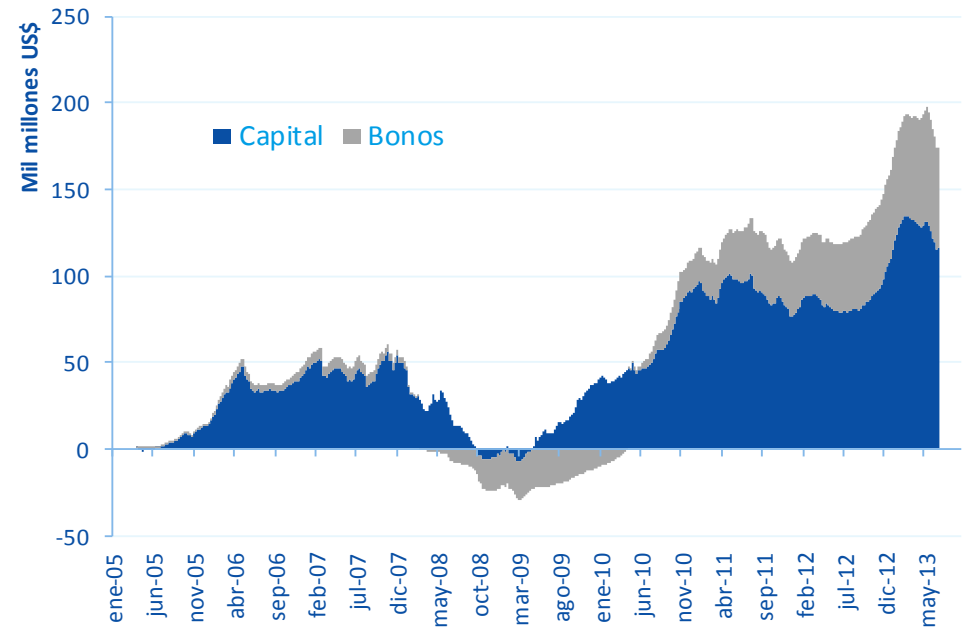
Índice bursátil MSCI: avanzados y emergentes

(índice)
Fuente: Bloomberg



Flujo acumulado en las carteras de países emergentes

(desde enero 2005, mil millones US\$)
Fuente: BBVA Research

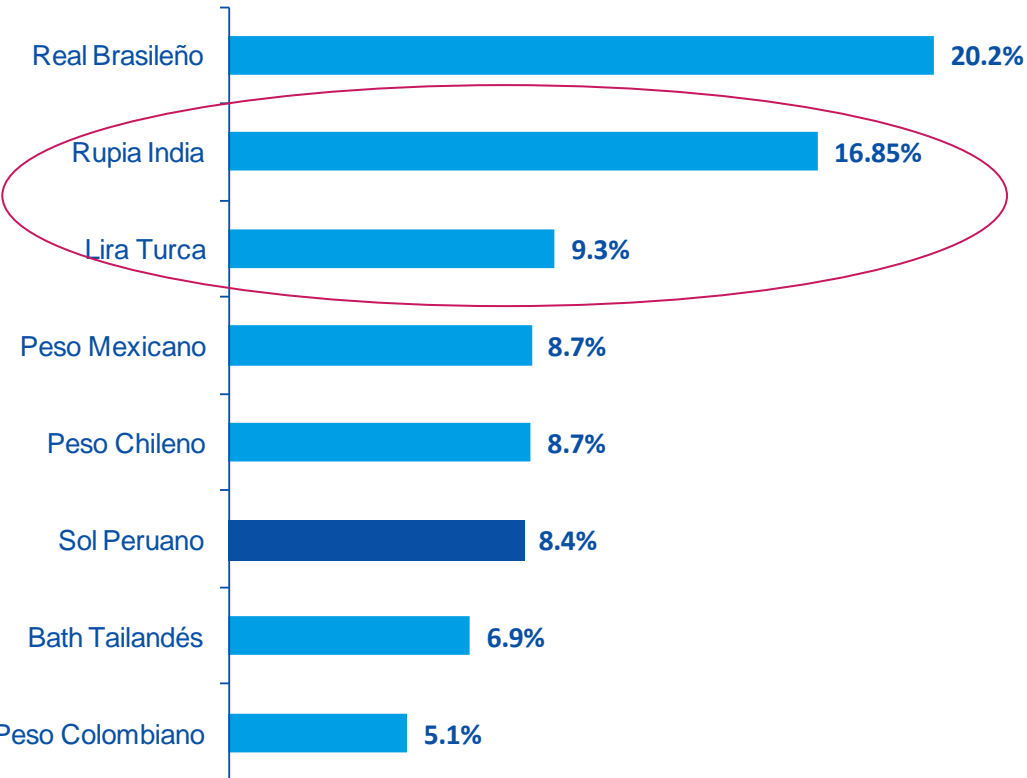


... así como volatilidad cambiaria y elevación de los costos financieros en emergentes

Depreciación de monedas de países emergentes

(var. % en tre el 10 de mayo y el 21 de agosto)

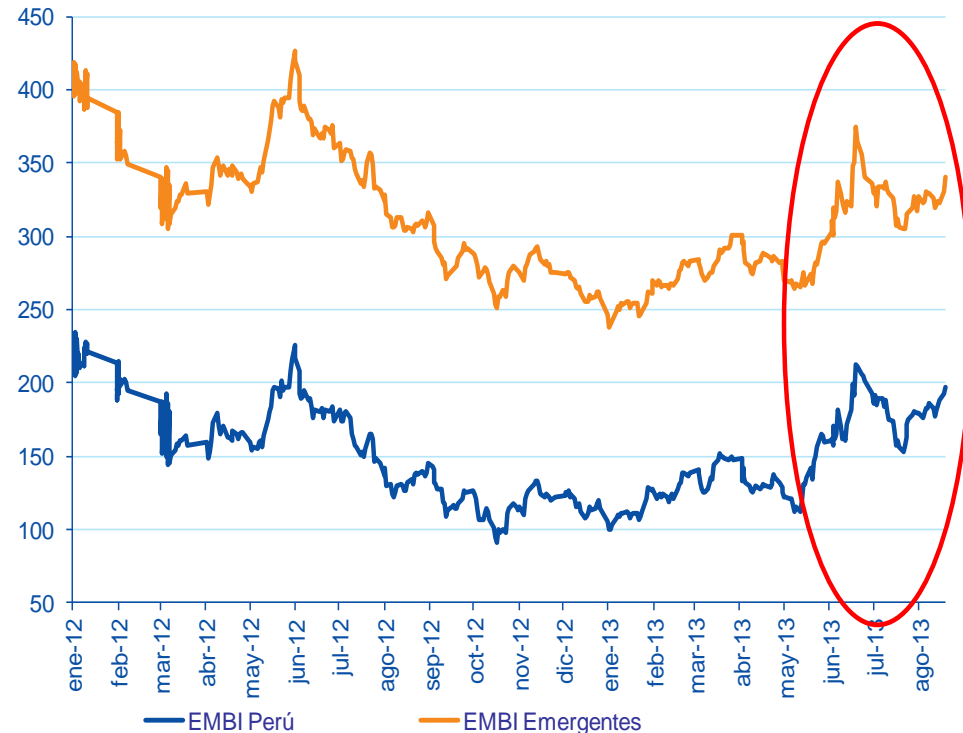
Fuente: Bloomberg y BBVA Research



EMBI: spread de tasa de interés de bonos 10a

(puntos básicos)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



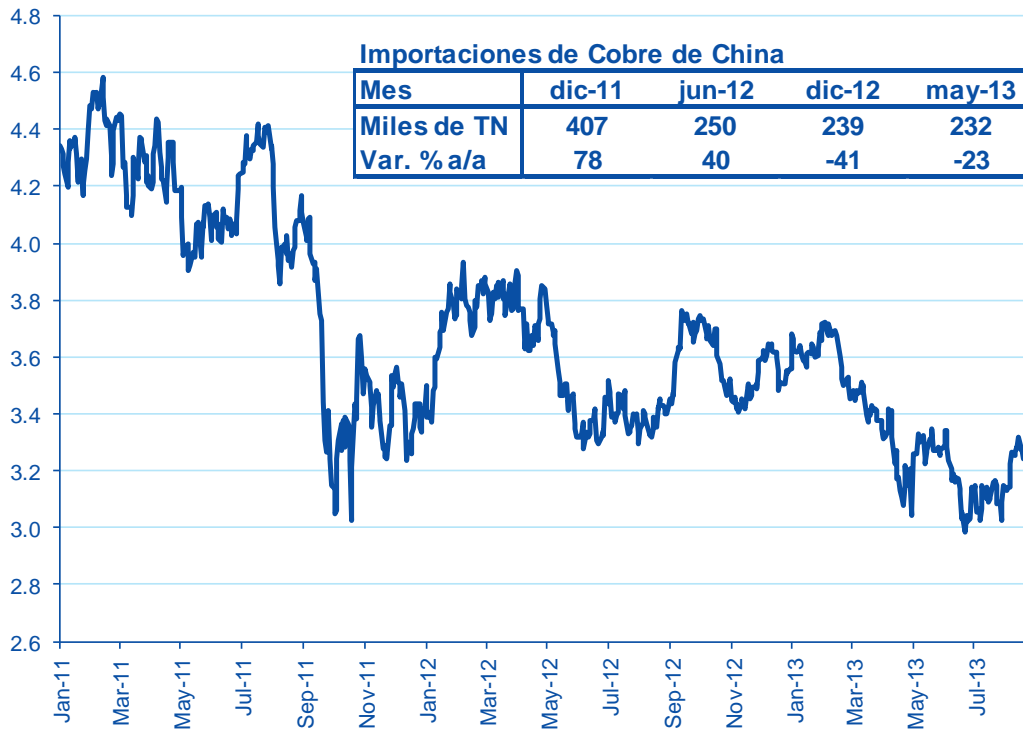
BBVA ha reflejado en una menor demanda de metales, lo que ha inducido una baja en sus precios

Importaciones de cobre de China y precio nominal del cobre (miles de ton y centavos por libra)

Fuente: Haver, COCHILCO y BBVA Research

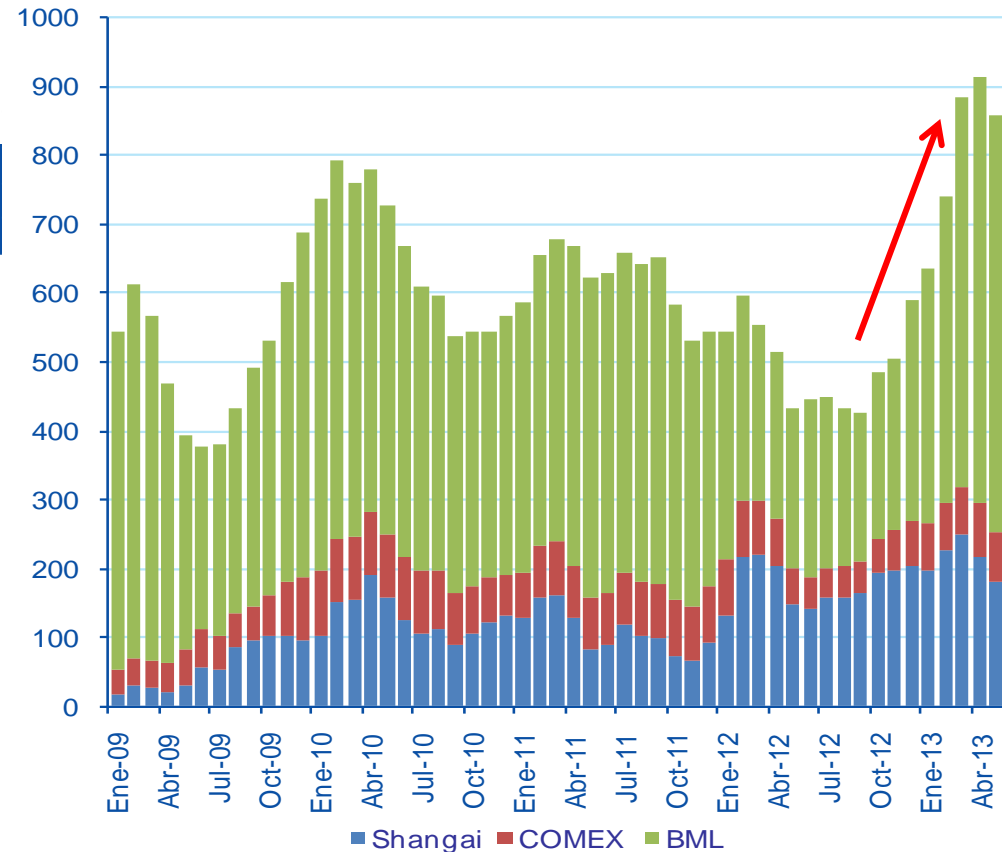
Importaciones de Cobre de China

Mes	dic-11	jun-12	dic-12	may-13
Miles de TN	407	250	239	232
Var. % a/a	78	40	-41	-23



Inventarios de cobre mensual en bolsa (TM)

Fuente: COCHILCO

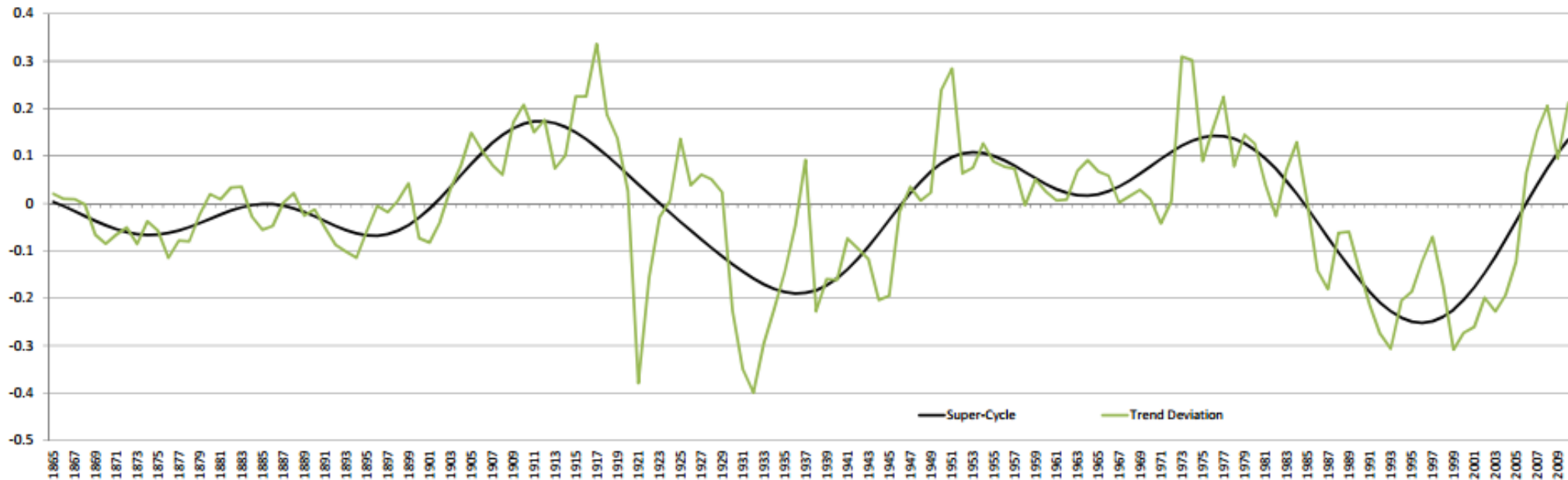


¿Ha llegado a su fin el actual súper-ciclo de precios de las materias primas?...probablemente

no Lo que estamos viendo es un ajuste de corto plazo y no una caída secular. Existen factores que dan soporte a los precios en el largo plazo

Precio real de los commodities descompuesto en súper-ciclos y desviaciones de la tendencia

Fuente: ETF Securities, "Super-cycles of Commodity Prices Since the Mid-Nineteenth Century" by Bilge Erten and José Antonio Ocampo, United Nations Department of Economic and Social Affairs, Working Paper No 110



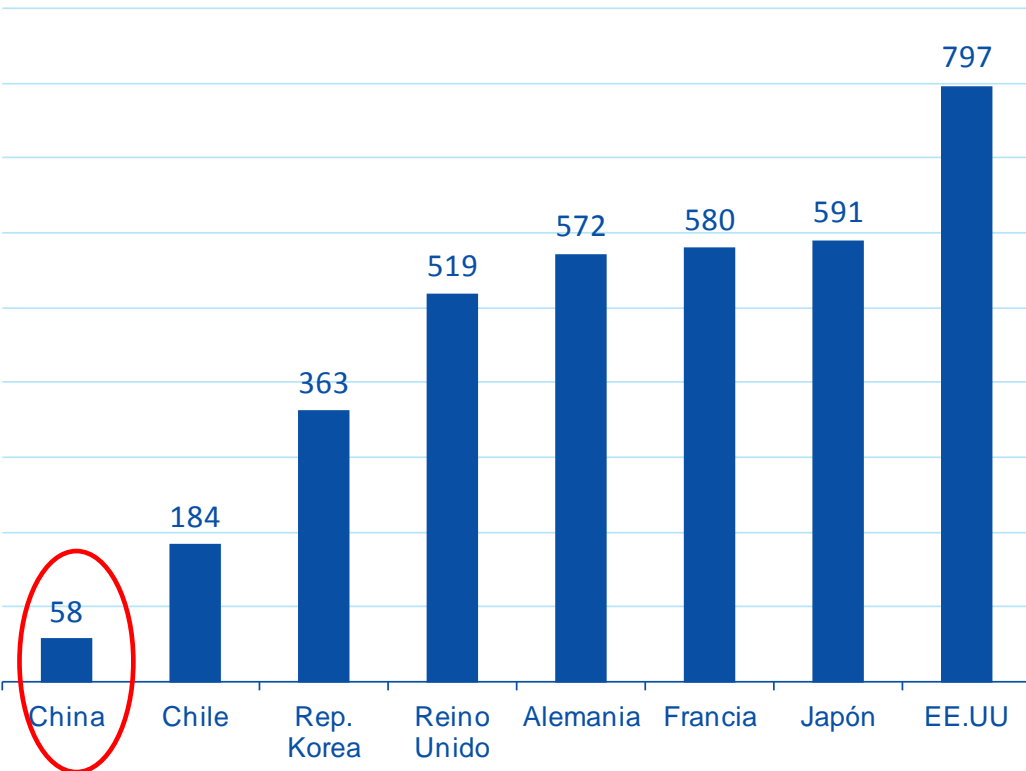
The authors use a combination of 24 non-oil commodity prices up to 1961 and 32 commodities from 1962 to 2010 using annual data (updating a series originally developed by Grilli and Yang, 1988). The trend deviation is the difference between the actual commodity series and the long-run trend. These fluctuations include shorter-term as well as super-cycles. The log-scaling means for example 0.2 indicates a 20% deviation from long-term trend

China y la India darán soporte por el lado de la demanda a los precios de los metales

Cantidad de vehículos al 2010

(carros, buses y vehículos d carga por cada mil habitantes)

Fuente: Banco Mundial

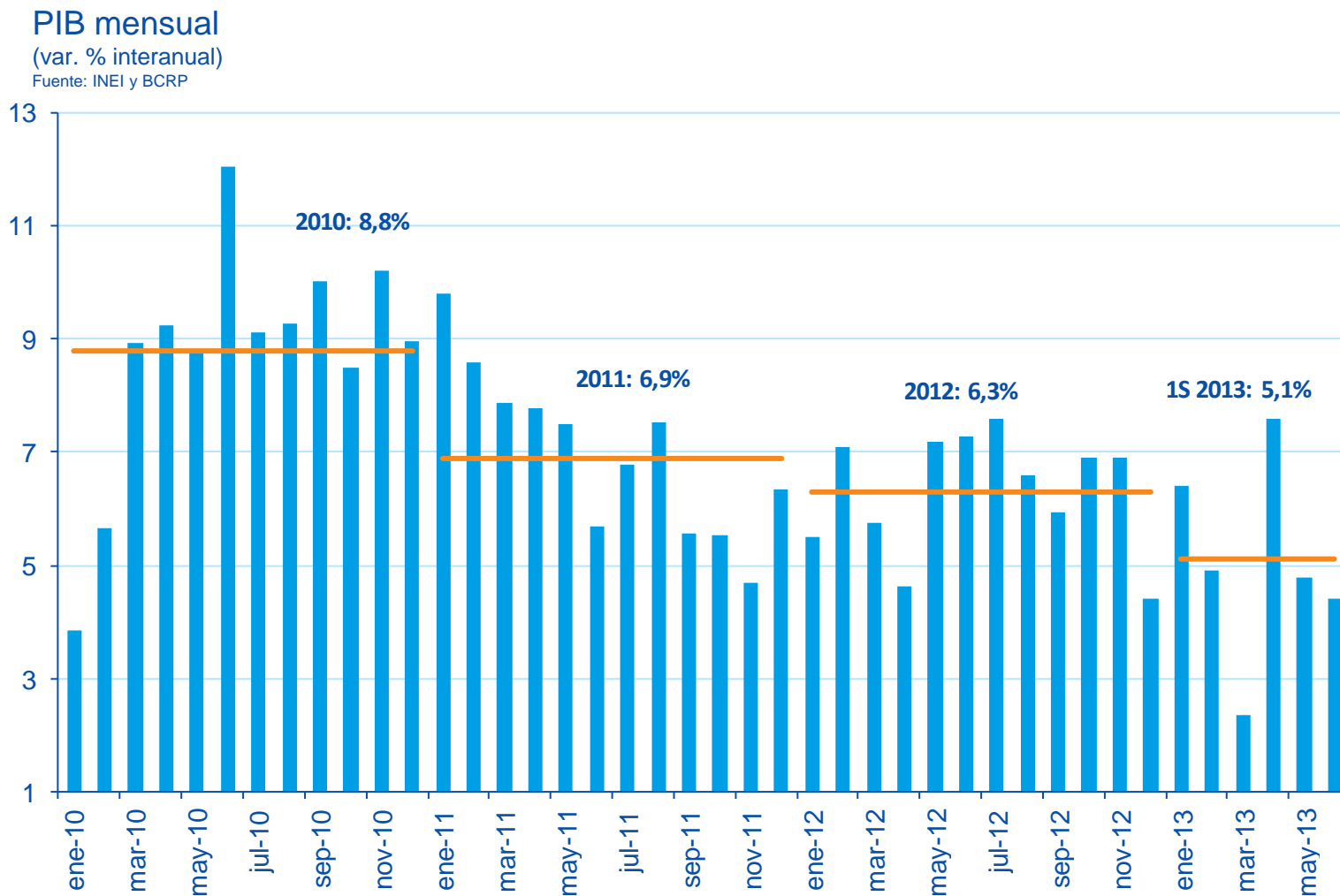


- A pesar de la desaceleración, el PIB per cápita de China se triplicará hacia el 2030. Este incremento del ingreso implicará un aumento de la demanda por infraestructura y productos manufactureros, lo cual requiere metales como insumos
- En este contexto, también se mantendrá el proceso de urbanización, que implica llevar la tasa actual de 50% a una de 70% en el 2030
- La India incrementará su demanda de metales en los próximos años: niveles de infraestructura, urbanización e industrialización por debajo de China
- Por el lado de la oferta, costos de producción se han incrementado notablemente en los últimos años

Índice

- 1 Crisis financieras y sus consecuencias globales
- 2 Coyuntura internacional: recorte de estímulo monetario en EE.UU, desaceleración en China y volatilidad en economías emergentes
- 3 Impactos sobre Perú

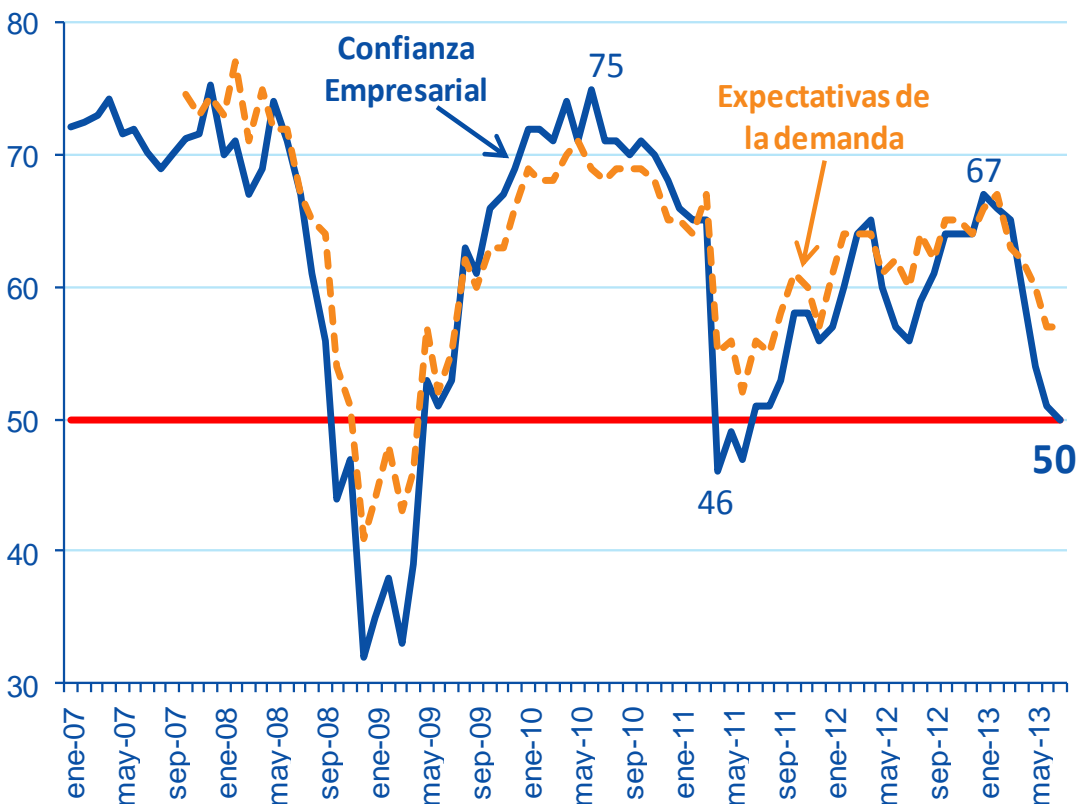
La economía peruana se encuentra en una fase de moderación cíclica ...



Caída de la confianza empresarial es la señal más preocupante hacia adelante...

Confianza empresarial (Índice)

Fuente: BBVA Research



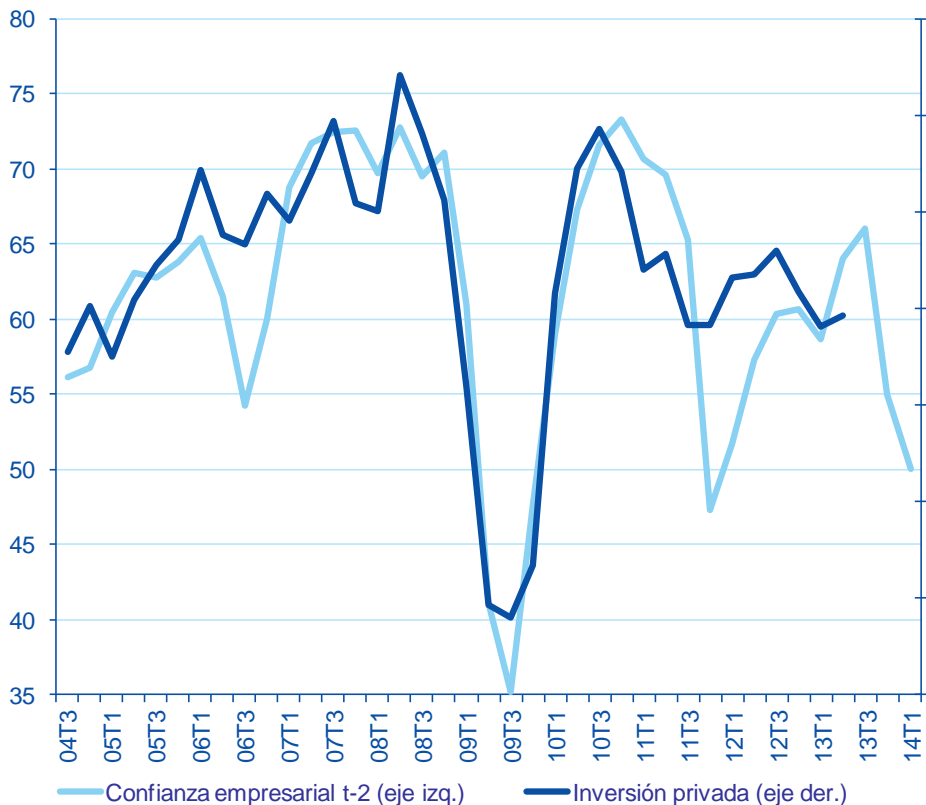
- La confianza empresarial se ha visto afectada por:
 - i) Los precios más bajos de los *commodities*
 - ii) Condiciones financieras externas menos favorables
 - iii) Ruido político
- No obstante, los empresarios siguen optimistas respecto al crecimiento de la demanda de su propio negocio

Moderación de la inversión afectará la generación de empleo

- El descenso de la confianza empresarial anticipa una moderación en la inversión privada
- Esto, a su vez, inducirá un menor dinamismo del mercado laboral y mayor cautela en el consumo

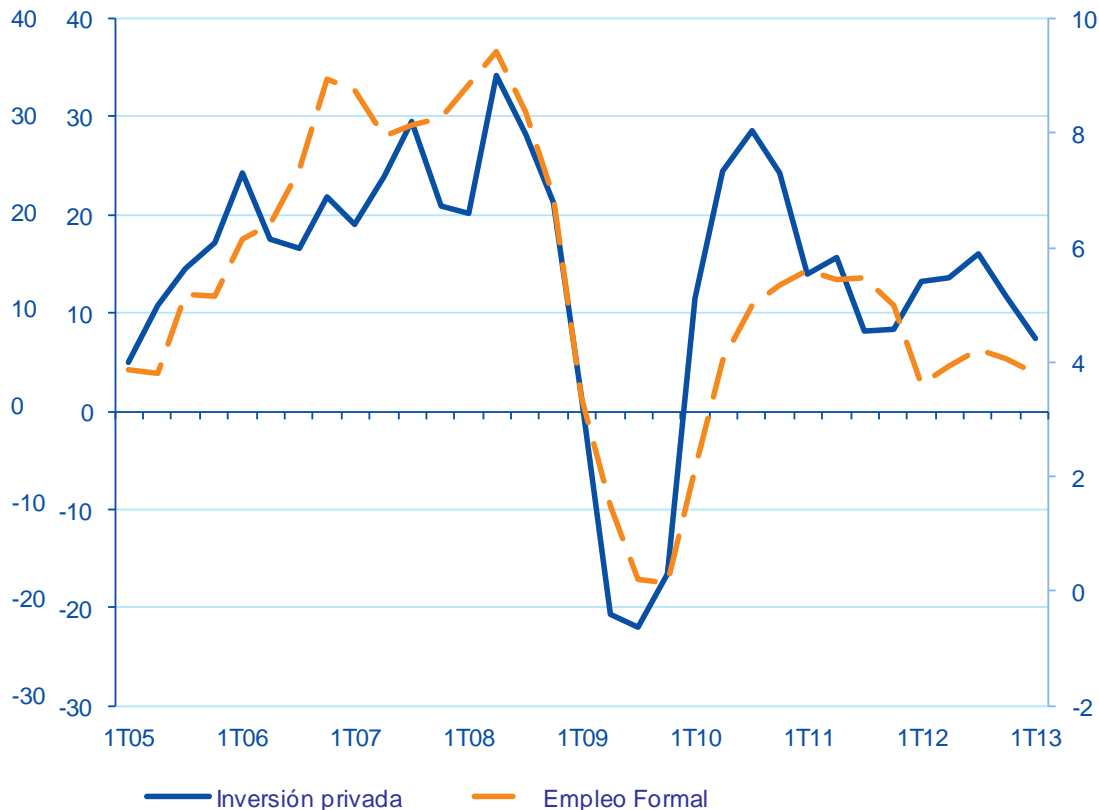
Confianza empresarial e inversión privada (Var % a/a)

Fuente: BCRP y BBVA Research



Inversión privada y empleo formal (Var % a/a)

Fuente: BCRP y MTPE

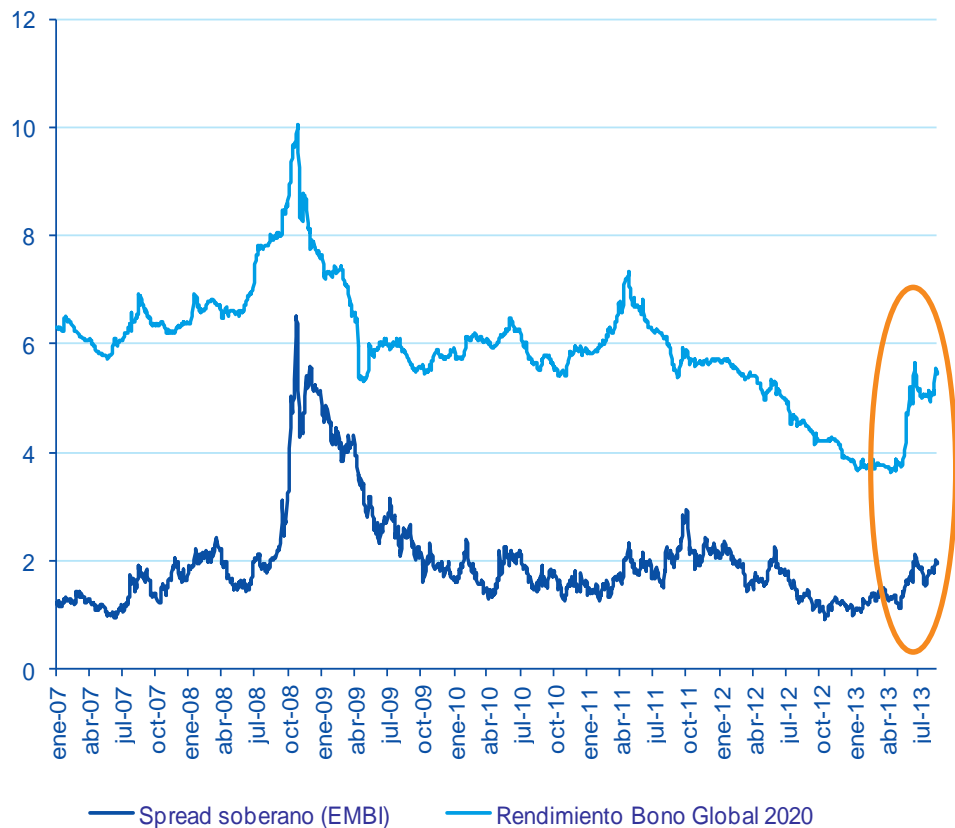


Confianza empresarial afectada por volatilidad en mercados financieros y por....

Perú: Rendimiento soberano y spread

(%)

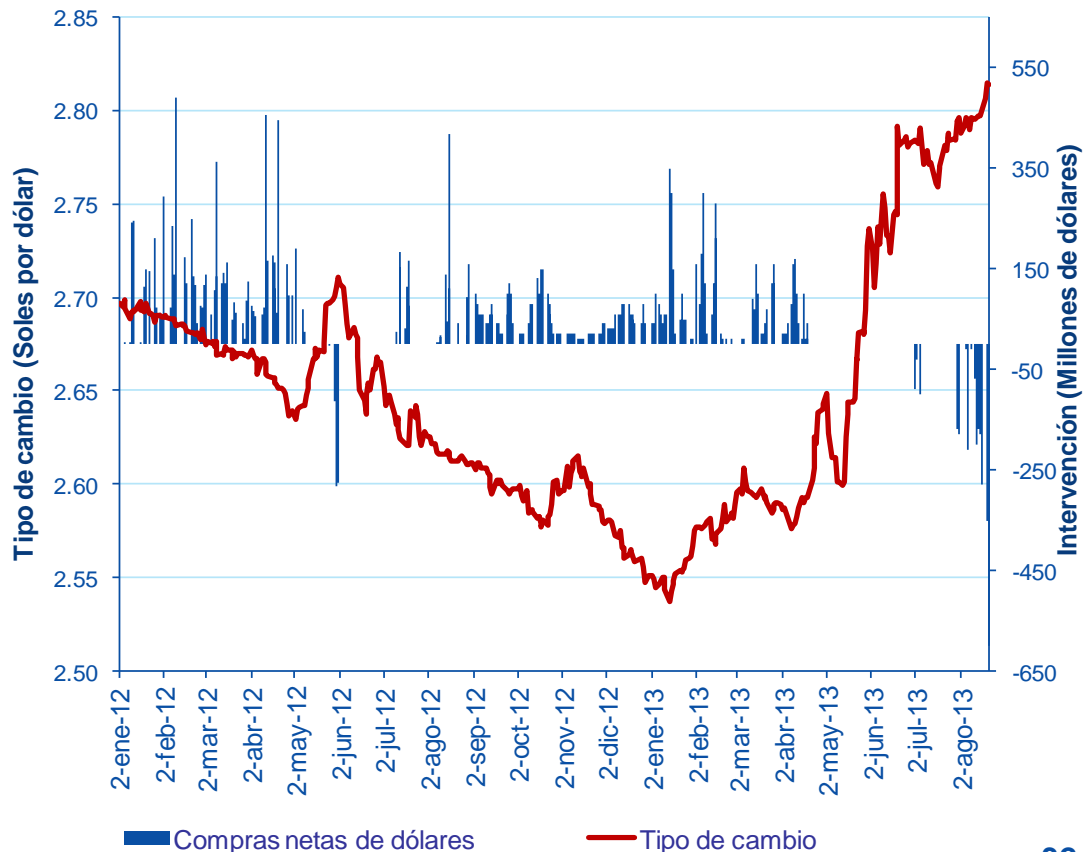
Fuente: Bloomberg y BBVA Research



Tipo de cambio diario e intervención del Banco Central

(PEN/USD y millones de USD)

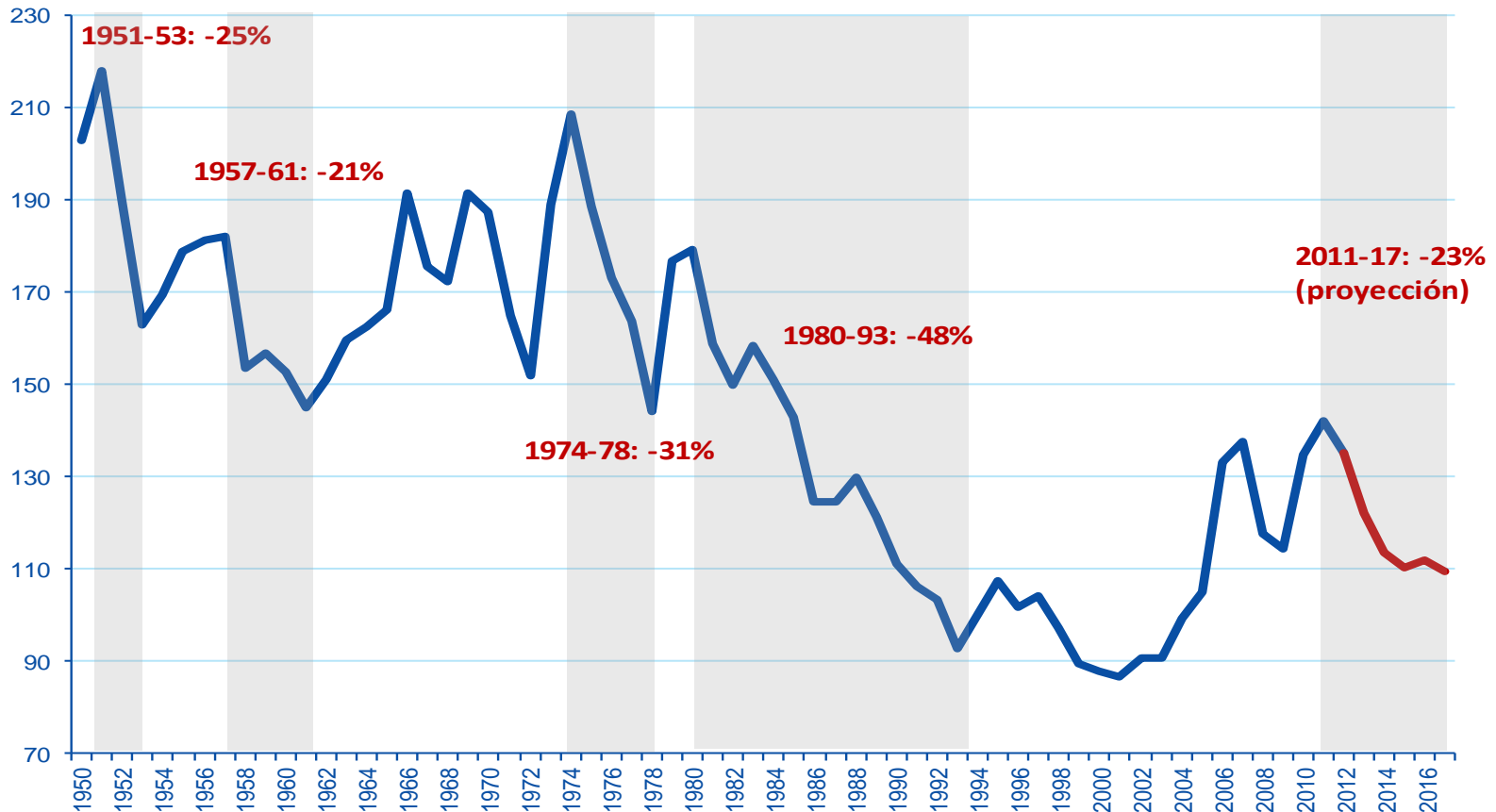
Fuente: Bloomberg



...ajuste de términos de intercambio, pero será menos pronunciado que en otras ocasiones

Términos de intercambio (índice, 1994=100)

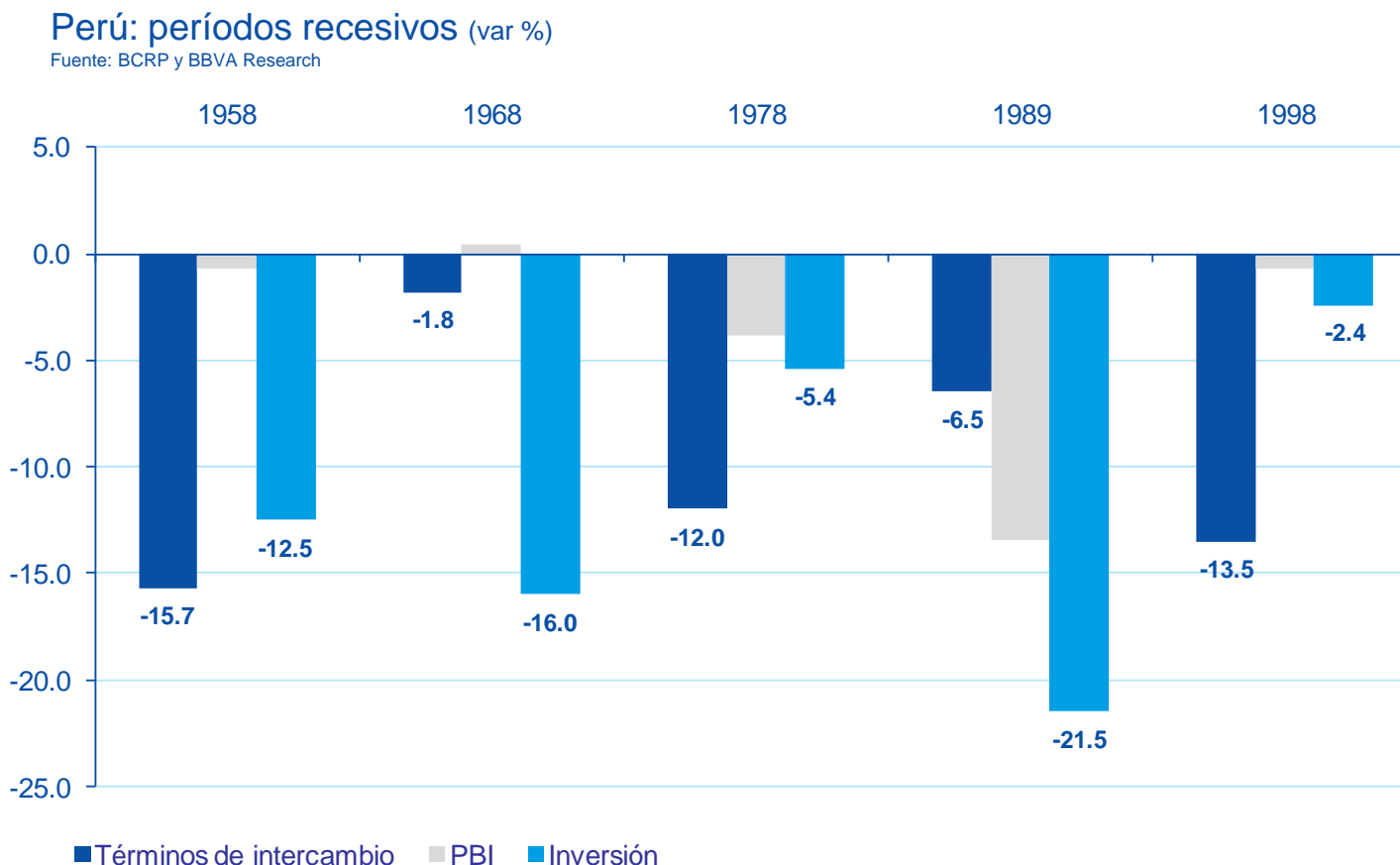
Fuente: BBVA Research



La caída de los términos de intercambio ha estado vinculada a en el pasado a períodos

recesivos

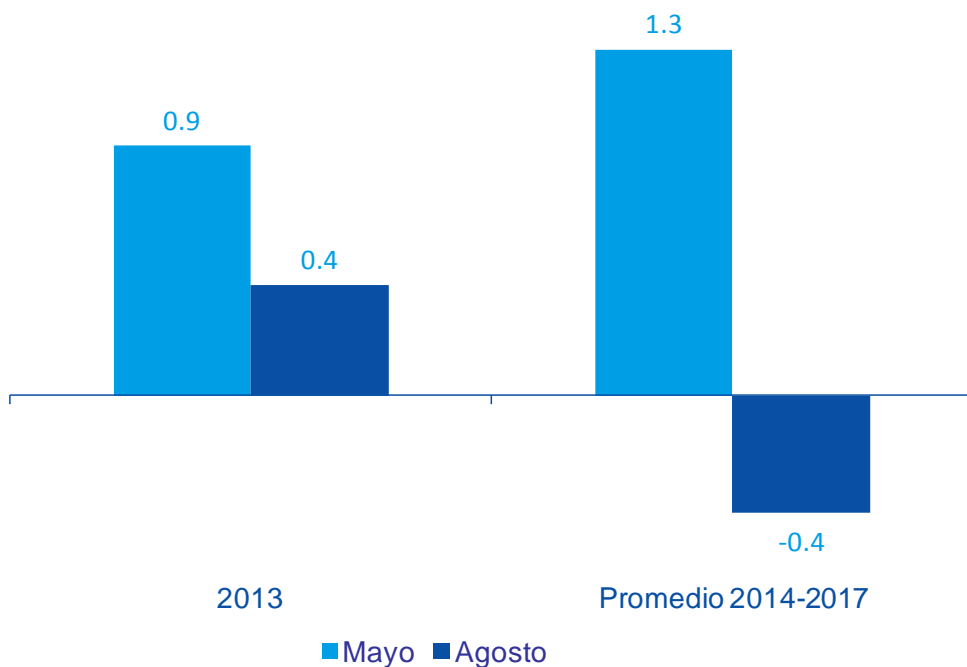
El gráfico muestra una contracción de la inversión privada



En el corto plazo, algo de activismo fiscal podría ayudar....¿mayor inversión pública?

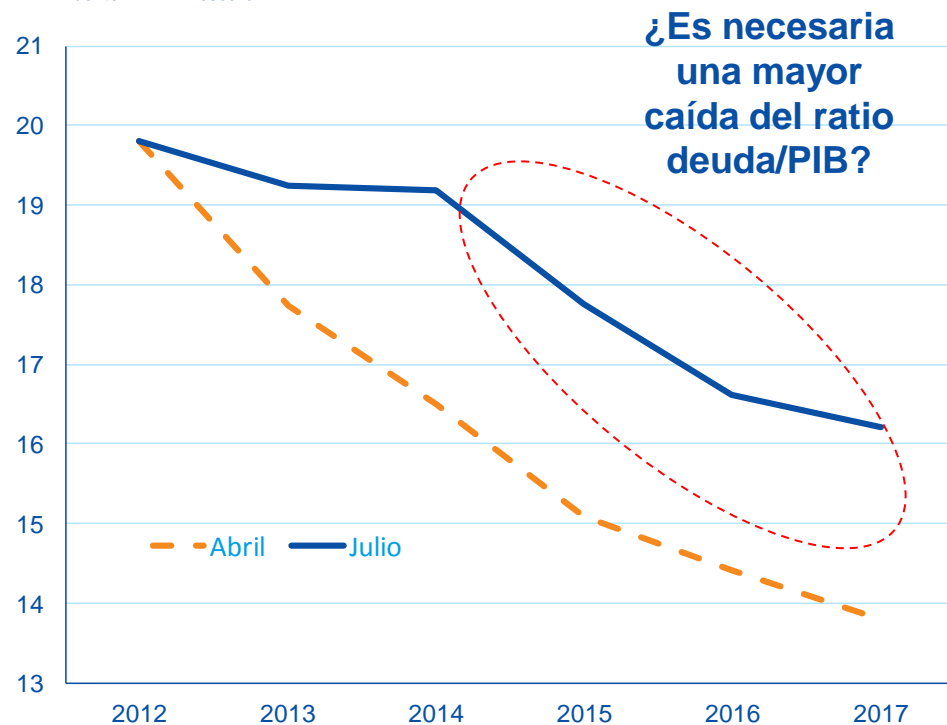
Resultado Fiscal (% del PIB)

Fuente: BBVA Research



Deuda Pública (% del PIB)

Fuente: BBVA Research



En el corto plazo, algo de activismo fiscal podría ayudar....¿mayor inversión pública?

Partiendo de la restricción presupuestaria del gobierno:

$$DF_t = B_{t+1} - B_t = G_t - T_t + r B_t \text{ (asumiendo que no hay inflación: } i = r)$$

Expresándola como % del PBI:

$$b_{t+1} - b_t = d / (1 + g) + (r - g)/(1 + g) \times b_t$$

donde: d = déficit primario ; g = tasa de crecimiento

En estado estacionario ($b_{t+1} - b_t = 0$), para obtener b constante en b^* :

$$d = - (r - g) \times b^*$$

....¿Mayor inversión pública?

Principales proyectos de inversión pública

Fuente: Proinversión

Proyecto	Línea 2 – Tren Eléctrico	Carretera Longitudinal de la Sierra
Monto	6,500 USD millones	460 USD millones
% del PIB	3.1%	0.2%

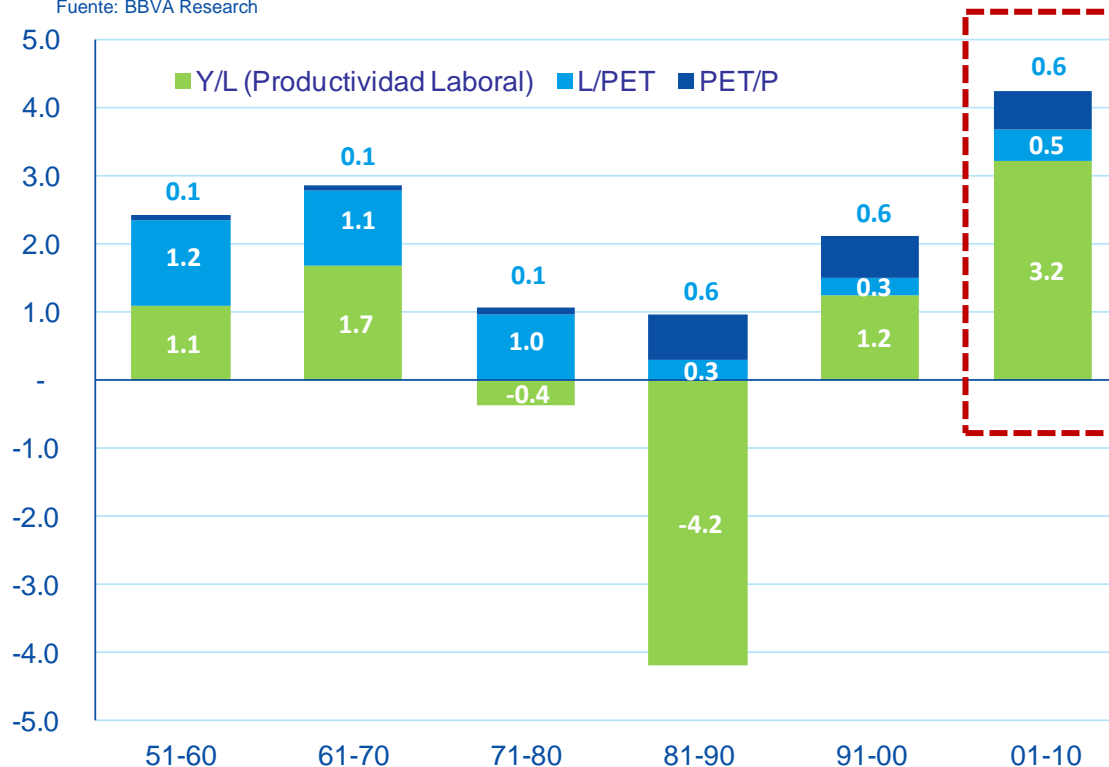


Pero para mantener altas tasas de crecimiento en el mediano plazo requiere fortalecer la productividad

En la última década el crecimiento estuvo vinculado, principalmente, al incremento de la productividad laboral y, en menor medida, a factores de carácter demográfico

Contribución al crecimiento del PIB per cápita (puntos porcentuales)

Fuente: BBVA Research



Pero para mantener altas tasas de crecimiento en el mediano plazo requiere fortalecer la

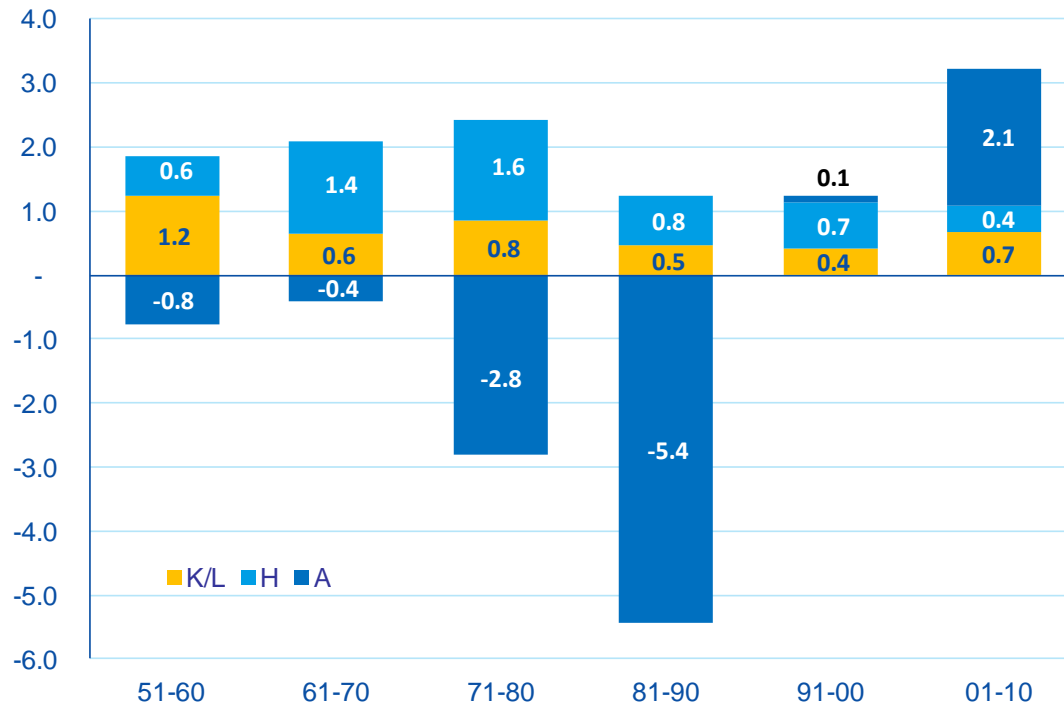
productividad

- Las reformas permitieron un uso más eficiente de los recursos (entre ellos, el trabajo): (i) apertura de la economía, (ii) mayor institucionalidad de las políticas económicas, (iii) mayor profundización financiera

Contribución al crecimiento de la productividad laboral

(puntos porcentuales)

Fuente: BBVA Research



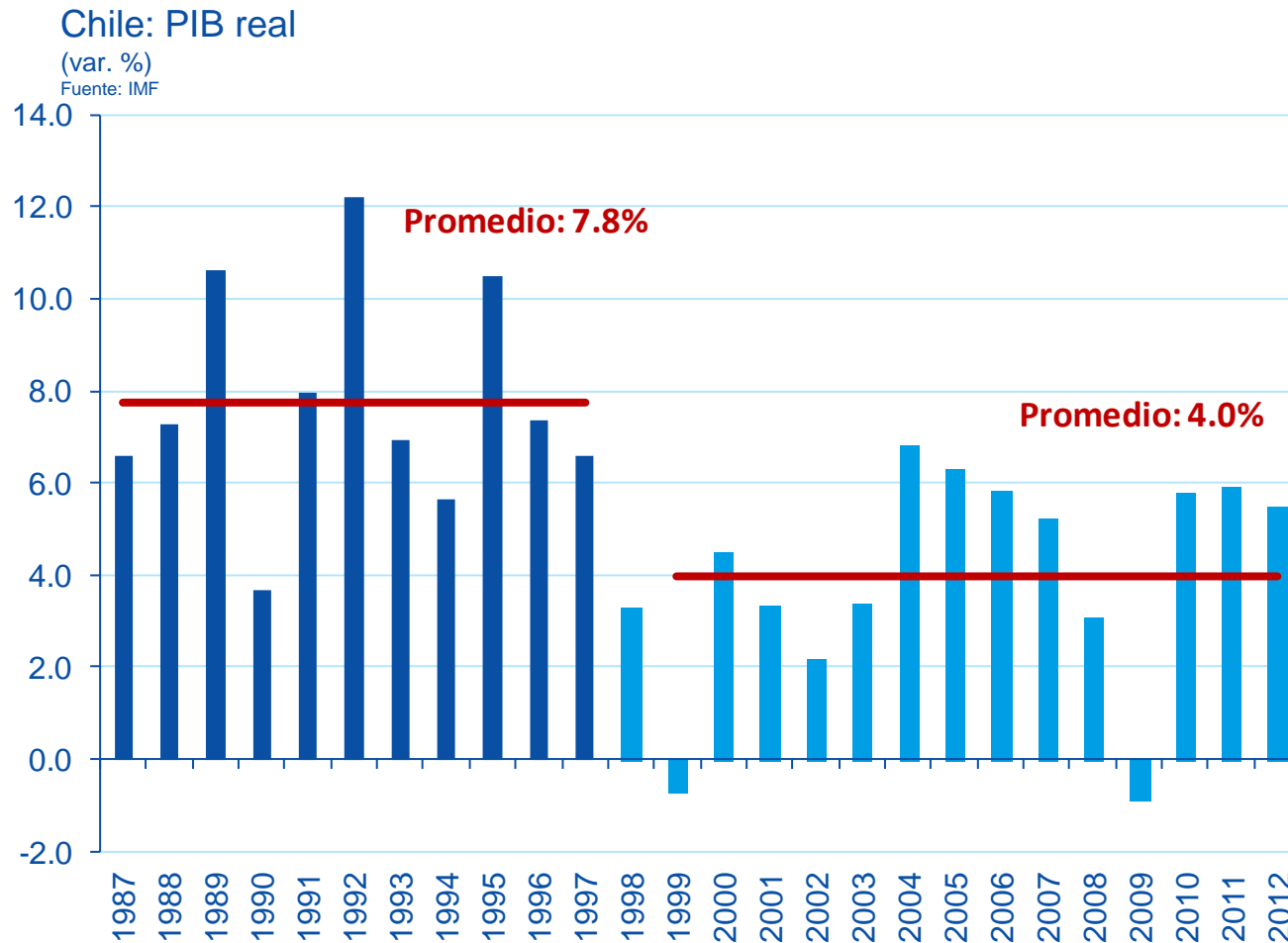
¿qué podemos hacer para sostener el aporte de la productividad laboral al crecimiento?

Mejorar la eficiencia de los mercados (por ejemplo, el laboral)

Cerrar brecha de infraestructura

Elevar el nivel de capital humano

El reto es evitar que la economía se desacelere como en otras experiencias



Riesgos: eventos interconectados con potencial impacto global



Perú cuenta con sólidas cuentas fiscales y recursos para enfrentar una crisis

Indicadores de fortaleza fiscal y monetaria

Fuente: BCRP

	2008	2013
Deuda pública bruta (% del PIB)	25.9	18.3
Fondo de Estabilización Fiscal (% del PIB)	1.4	4.3
RIN (% del PIB)	24.5	33.9
RIN (veces PECP** de la economía)	5.0	7.0
PECP** de la banca (% colocaciones)	5.1	5.4

** PECP: Pasivos externos de corto plazo

S&P acaba de elevar la calificación crediticia a BBB+, lo que confirma la baja vulnerabilidad del sector público y su capacidad de respuesta frente a los riesgos

Deuda Pública (% del PIB)

Fuente: Bloomberg

BBB+	
51	
Kazajstán	12
Perú	18
Tailandia	43
Latvia	44
Aruba	46
Malta	77
Irlanda	118

BBB	
47	
Rusia	12
Bulgaria	18
México	35
Lituania	39
Colombia	40
Panamá	41
Sudáfrica	43
Brazil	55
Bahreïn	56
Italia	126

GRACIAS!!

Hugo Perea

Economista Jefe para Perú - BBVA Research

Anexo: algunas líneas de investigación

¿POR QUÉ LOS PAÍSES ENTRAN EN DEFAULT Y CUÁLES SON LAS CONSECUENCIAS?

- La historia sugiere que en varios casos un default “puede ser conveniente” para un país dado que establece las condiciones para la recuperación. Mejor aún si el default es seguido de una sustancial recorte, depreciación de la moneda y las condiciones globales son favorables
- Sin embargo, en el corto plazo, el default es muy costoso y exacerba la caída del producto. Usualmente se ve acompañada de una crisis cambiaria y bancaria, y una salida de capitales
- Tarde o temprano un gobierno que entra en default tiene que acordar un nuevo arreglo para servir parte de la deuda. De otro modo, no regresa a los mercados

Anexo: algunas líneas de investigación

¿POR QUÉ LOS PAÍSES ENTRAN EN DEFAULT Y CUÁLES SON LAS CONSECUENCIAS?

- Hasta ahora, el único recorte coordinado de deuda ha sido el Plan Brady en Latam en los 90's (entre 33% y 50%). Sin embargo, fue un proceso muy largo y posiblemente esto contribuyó a la “década perdida” en la región.
- Una vez que un país entra en default, los costos y beneficios de servir la deuda soberana cambian dramáticamente para otros países en situación similar. Esta es una de las razones por la que muchas veces vemos que los defaults vienen en grupos.
- Esta discusión tiene varias implicancias para actual crisis europea.

Anexo: algunas líneas de investigación

¿POR QUÉ LOS PAÍSES ENTRAN EN DEFAULT Y CUÁLES SON LAS CONSECUENCIAS?.....implicancias para Europa:

- **Será difícil limitar los episodios de default a un solo país**
- **Tomará muchos años resolver la crisis por incentivos para posponer los costos de corto plazo (por ambos lados: economías periféricas y centrales)**
- **Sin recortes sustanciales de deuda, apoyo financiero o depreciaciones, los países periféricos enfrentan años de estancamiento y altos costos para endeudarse**
- **Así, varios países podrían pensar seriamente en abandonar la unión monetaria, un proceso doloroso pero que podría ser de su interés a mediano plazo**