

OSIPTEL
julio 2007

Una nota sobre los desequilibrios globales

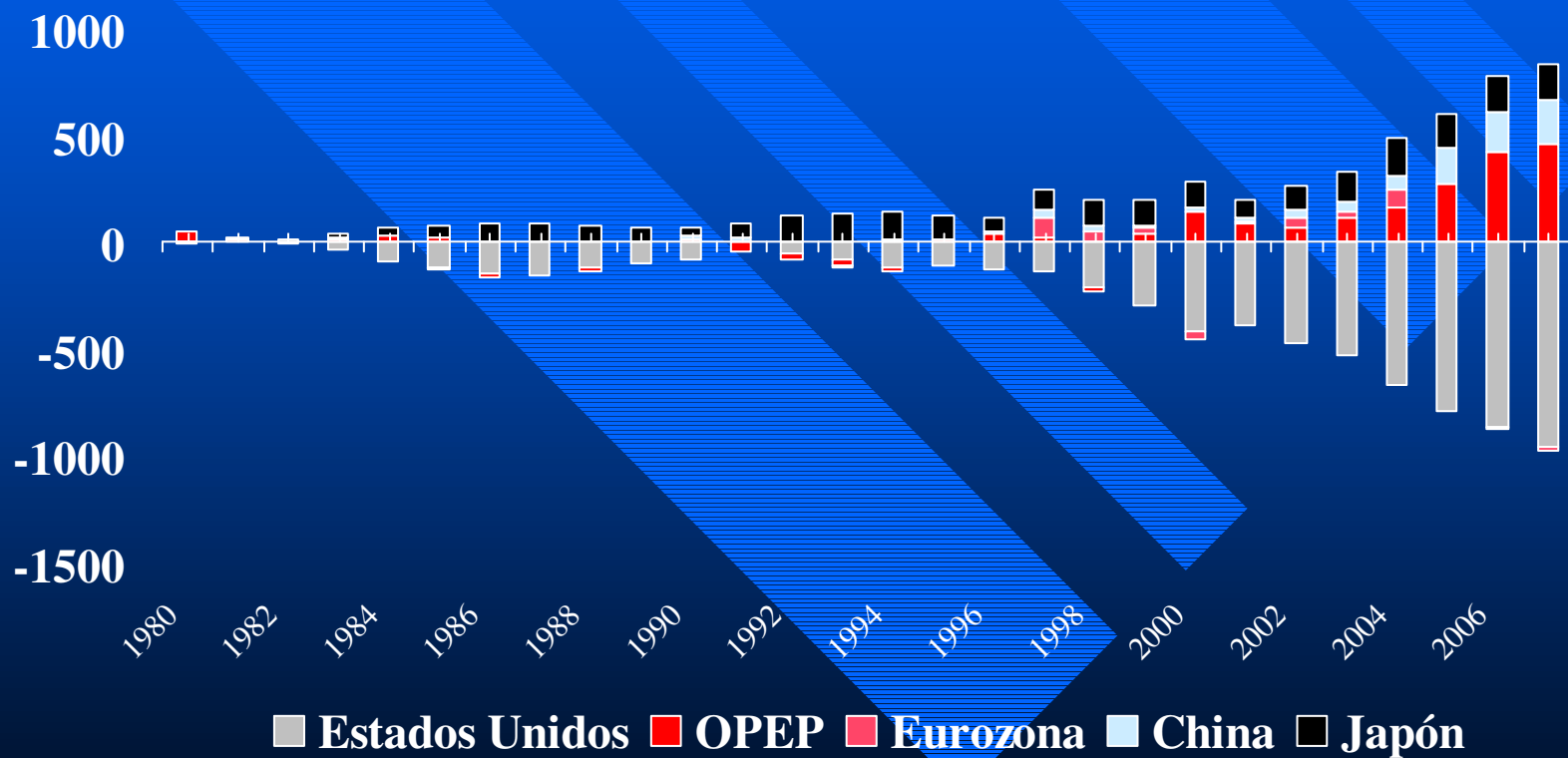
Mauricio de la Cuba
BCRP

- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
- **Implicancias de la corrección para las economías emergentes**

- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
- **Implicancias de la corrección para las economías emergentes**

¿En qué consisten los desequilibrios globales?

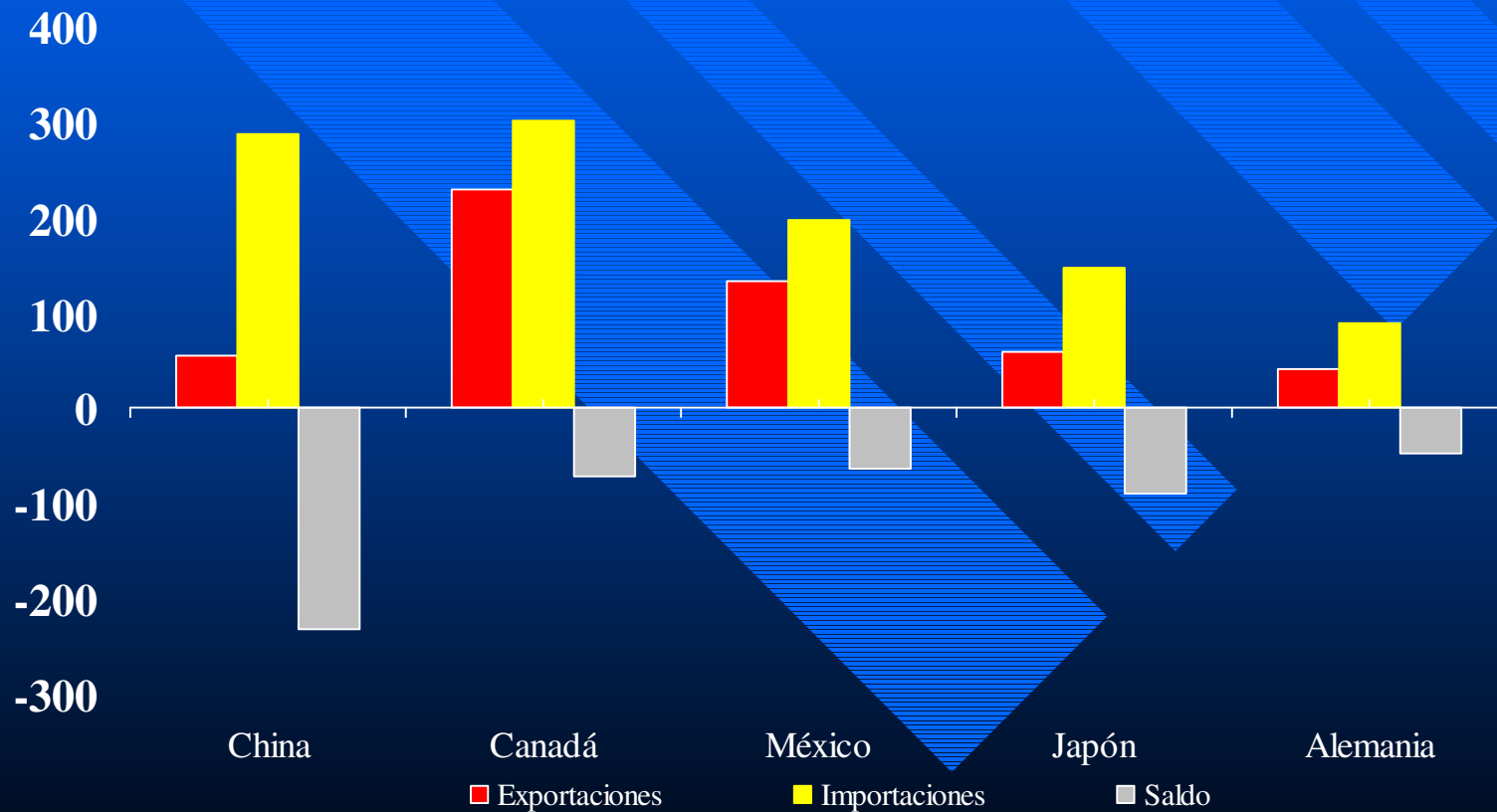
Déficit en cuenta corriente (mil de mill. de US\$)



Fuente: FMI (World Economic Outlook, mayo 2007)

¿Con quién se generan los mayores déficit?

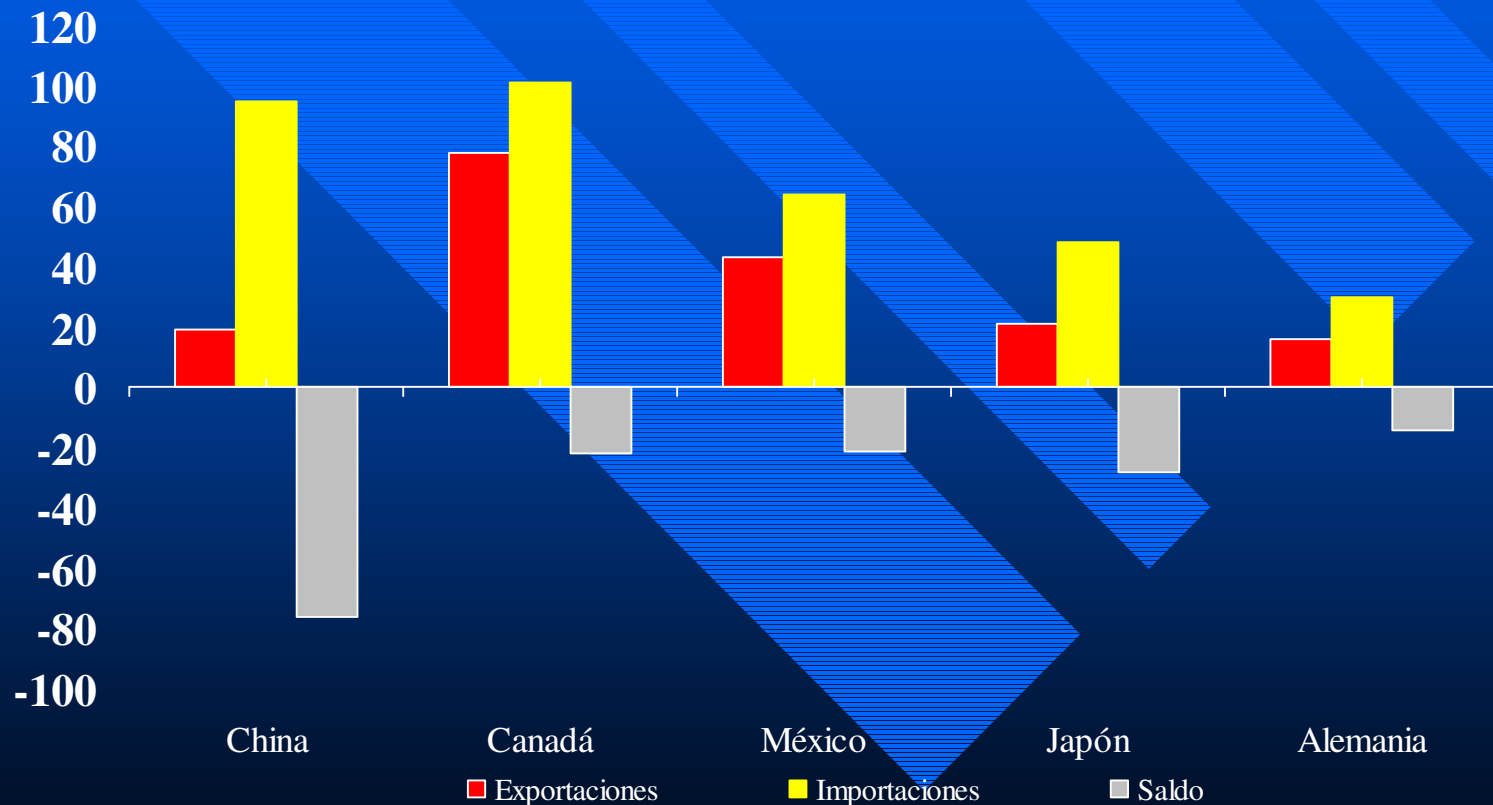
Balanza comercial 2006
Miles de Millones de US\$



Fuente: US Census Bureau

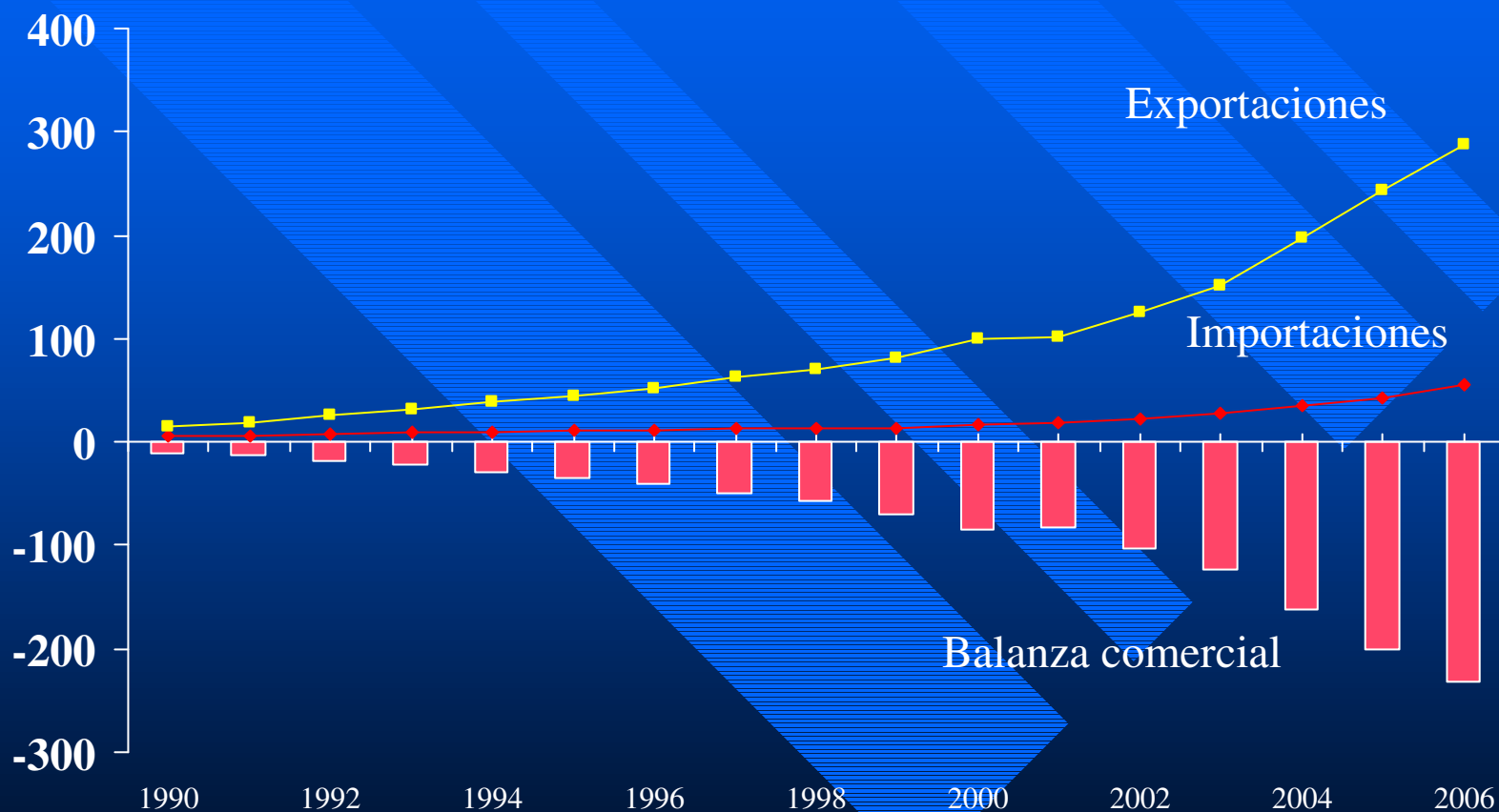
¿Con quién se generan los mayores?

Balanza comercial enero/abril 2007
Miles de Millones de US\$



Fuente: US Census Bureau

El déficit comercial con China



Fuente: US Census Bureau

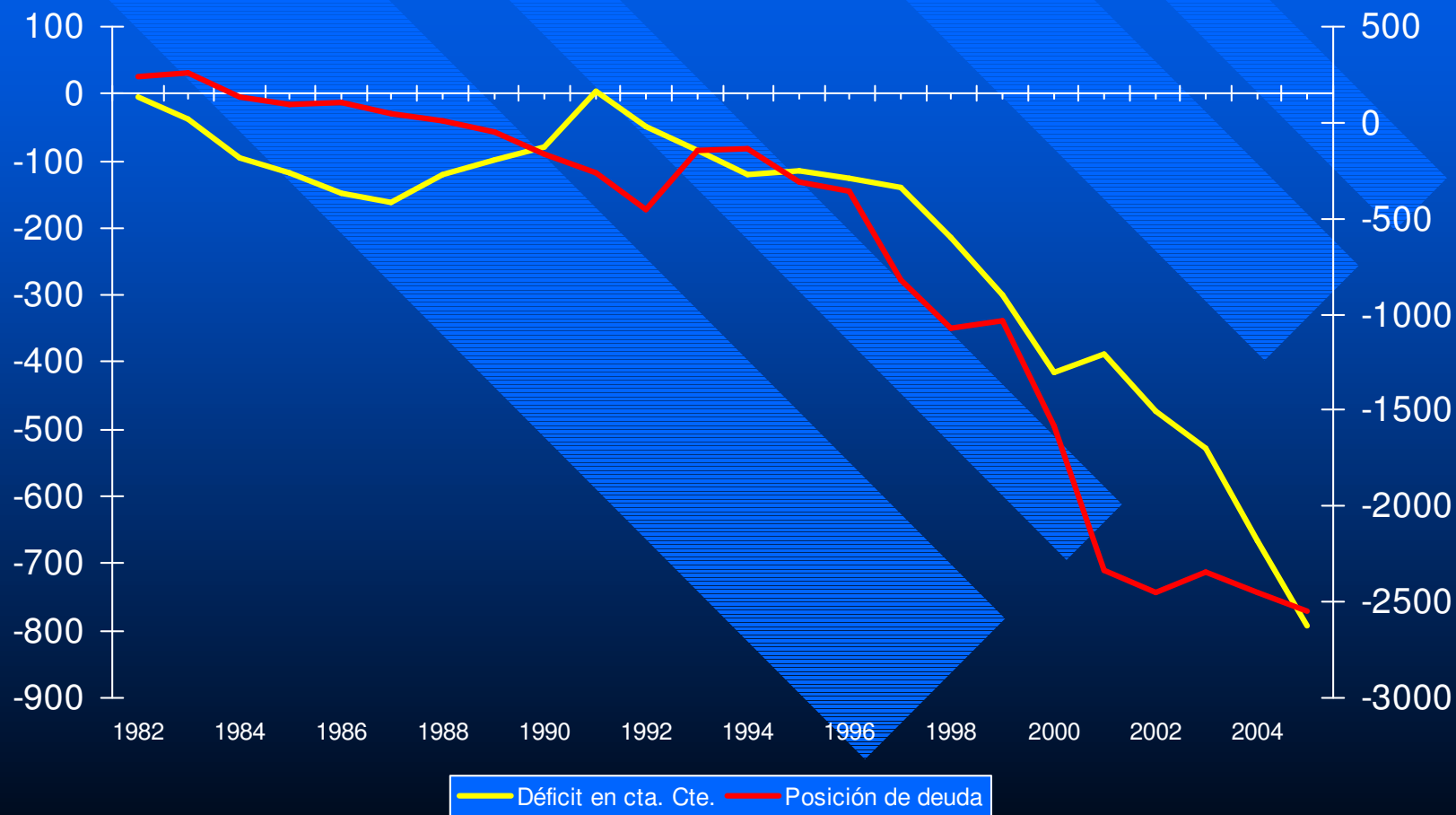
La contraparte del déficit: el incremento de la posición deudora de EUA

Cuenta corriente

(miles de millones de US\$)

Posición de activos

(miles de millones de US\$)



Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA)

¿Existe desequilibrios?: el debate académico

Posiciones pesimistas		Posiciones intermedias		Posiciones optimistas	
Roubini y Setser (2004)	<i>The US as a net debtor: the Sustainability of the US External Imbalances</i>	Obtsfeld (2004)	<i>External Adjustment</i>	Gourinchas y Rey	<i>From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and The Exorbitant Privilege</i>
Obtsfeld y Rogoff (2005)	<i>The Unstainable US current account revisited</i>	Lane y Milesi Ferreti (2005)	<i>A Global Perspective on External Positions</i>	Clarida (2006)	<i>G7 Current Account Imbalances: sustainability and Adjustment</i>
Blanchard, Giavazzi y Sa (2005)	<i>The Current account and the dollar</i>	Doodley y Garber (2004)	<i>An Essay on the Revived Bretton Woods System</i>	Hausman y Sturzenegger (2006)	<i>US and Global Imbalances: can Dark matter can prevent a big bang</i>
Martin Wolf (2004)	<i>America on the comfortable path to ruin</i>			Caballero, Farhi y Gourinchas (2006)	<i>An equilibrium model of global imbalances and low interest rate</i>

Haussman (2006): si se reestima el déficit, no existe desequilibrio

- Estados Unidos recibe mayores retornos por sus inversiones en el exterior, que lo que reciben los tenedores de activos en US\$.
- Si este efecto (**capitalización de las inversiones**), se sumara a la cuenta corriente, esta sería incluso positiva.
- En ese caso, la posición deudora, entendida como los flujos acumulados de la cuenta corriente, no sería tal.

U.S. AND GLOBAL IMBALANCES: CAN DARK MATTER PREVENT A BIG BANG?

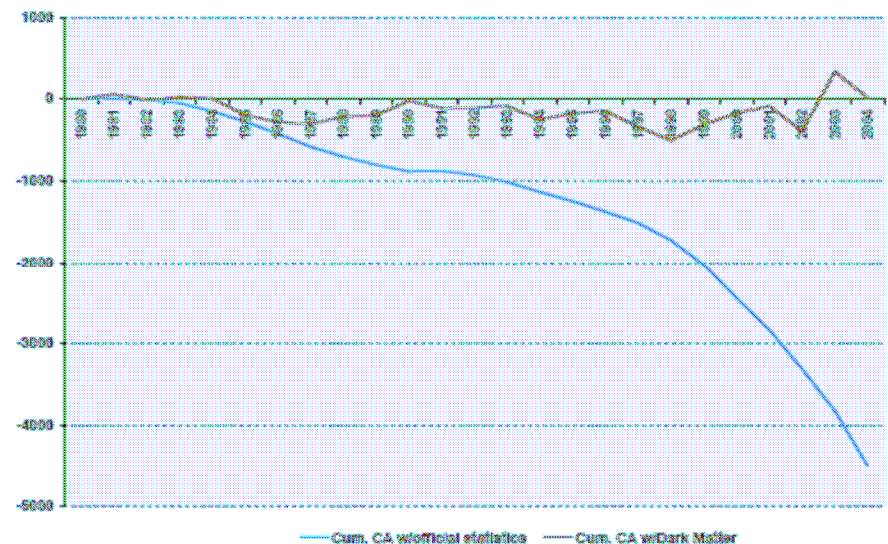
Ricardo Hausmann

Kennedy School of Government and Center for International Development, Harvard University

Federico Sturzenegger

Kennedy School of Government, Harvard University and Universidad Torcuato Di Tella

November 13, 2005



Caballero et al(2006): EUA atrae capitales porque genera activos de alta calidad

An Equilibrium Model of “Global Imbalances”
and Low Interest Rates

Ricardo J. Caballero

Emmanuel Farhi

Pierre-Olivier Gourinchas*

This Draft: June 25, 2006

- Tres grupos de países:
 - De alto crecimiento pero con activos financieros no atractivos (**China**)
 - De bajo crecimiento pero con activos financieros atractivos (**Eurozona, Japón**)
 - De mediano crecimiento con activos financieros atractivos (**EUA**)
- Mientras los países de alto crecimiento no generen activos, el déficit de EUA es sostenible.

Estados Unidos: EUA no gasta mucho, el resto del mundo gasta poco

- *The authorities did not share the staff's long-standing concern regarding the US current account deficit, which they considered mainly a reflection of weak growth abroad and, therefore, no a US policy matter. Although staff has expressed some specific concerns in recent years regarding US trade actions, official emphasized the overall US commitment to multilateral trade liberalization"*

Summary, FMI Staff Report
Article IV, Julio 2003

Bernanke: The Saving Glut

- Baja inversión
 - Crisis emergentes de los noventas redujeron la inversión.
 - Exceso de inversión en los noventas
 - Exceso de ganancias corporativas
- Altos precios de petróleo incrementa ahorro de países y ahorro global (por menor propensión marginal a consumir)

The Economist

SEPTEMBER 24TH-30TH 2008

www.economist.com

Germany's election nightmare

PAGES 14 AND 59

A North Korean deal that wasn't

PAGES 17 AND 49

Internet bubble 2.0

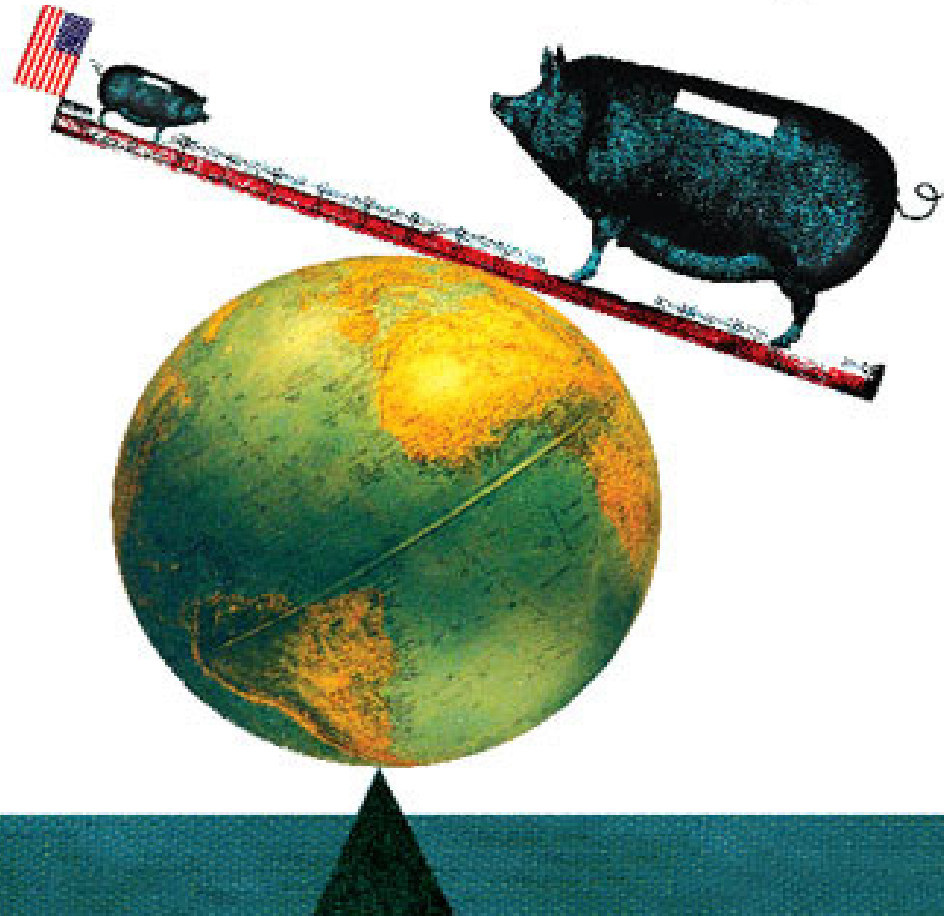
PAGE 73

Gaza under the Palestinians

PAGES 29-31

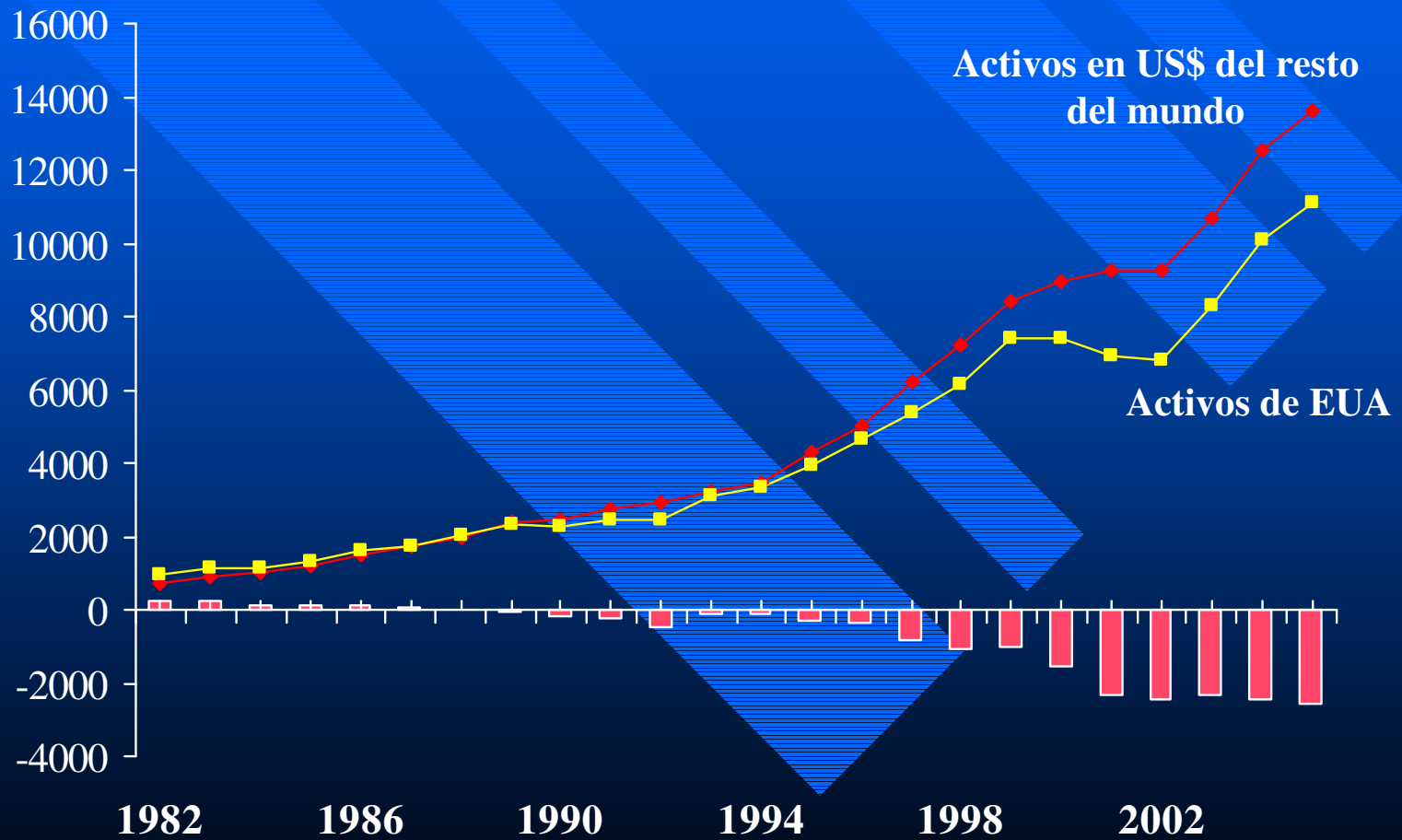
Restoring the balance

Special issue on the world economy

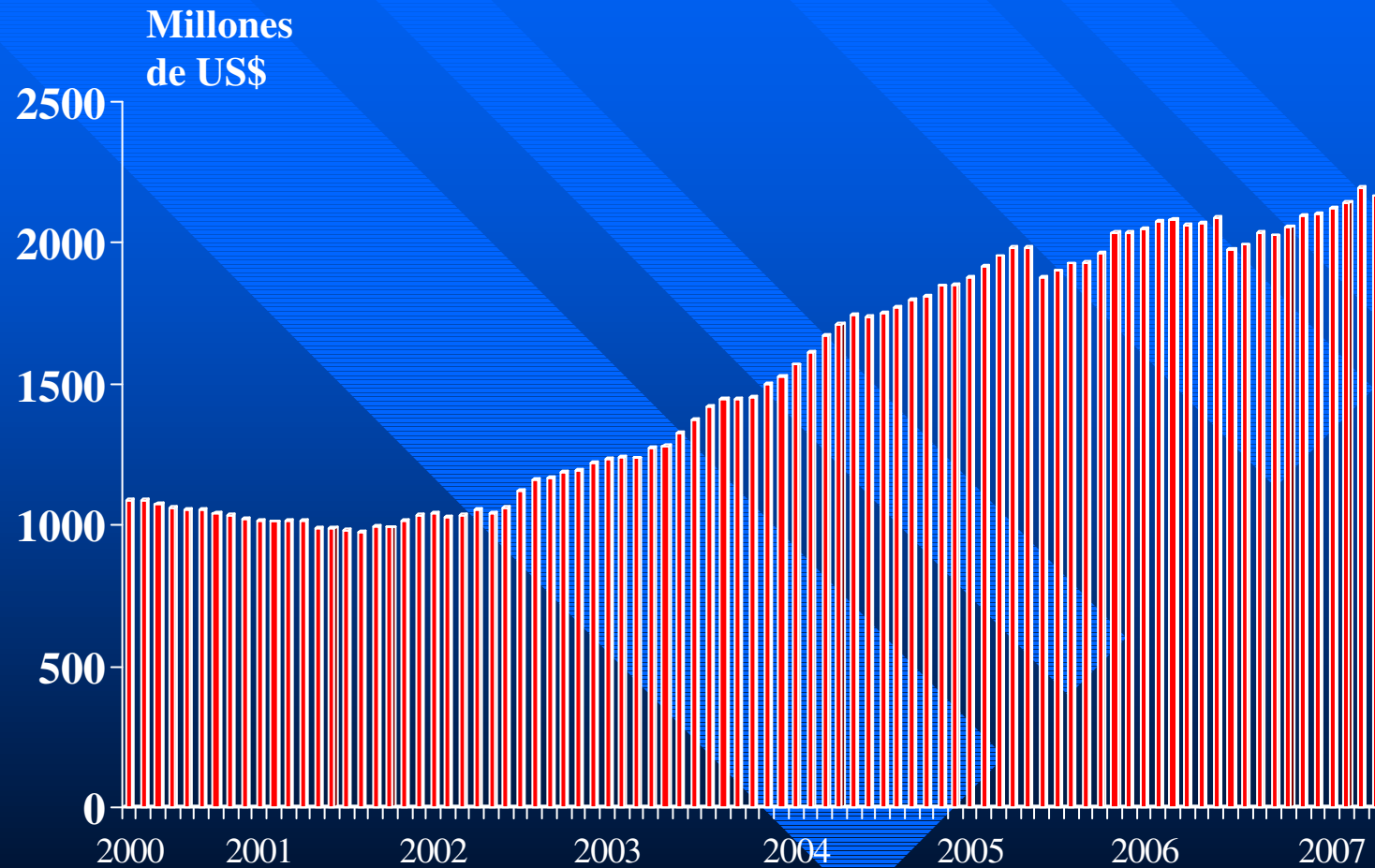


Incremento de la posición deudora de Estados Unidos

Miles de mill. de US\$

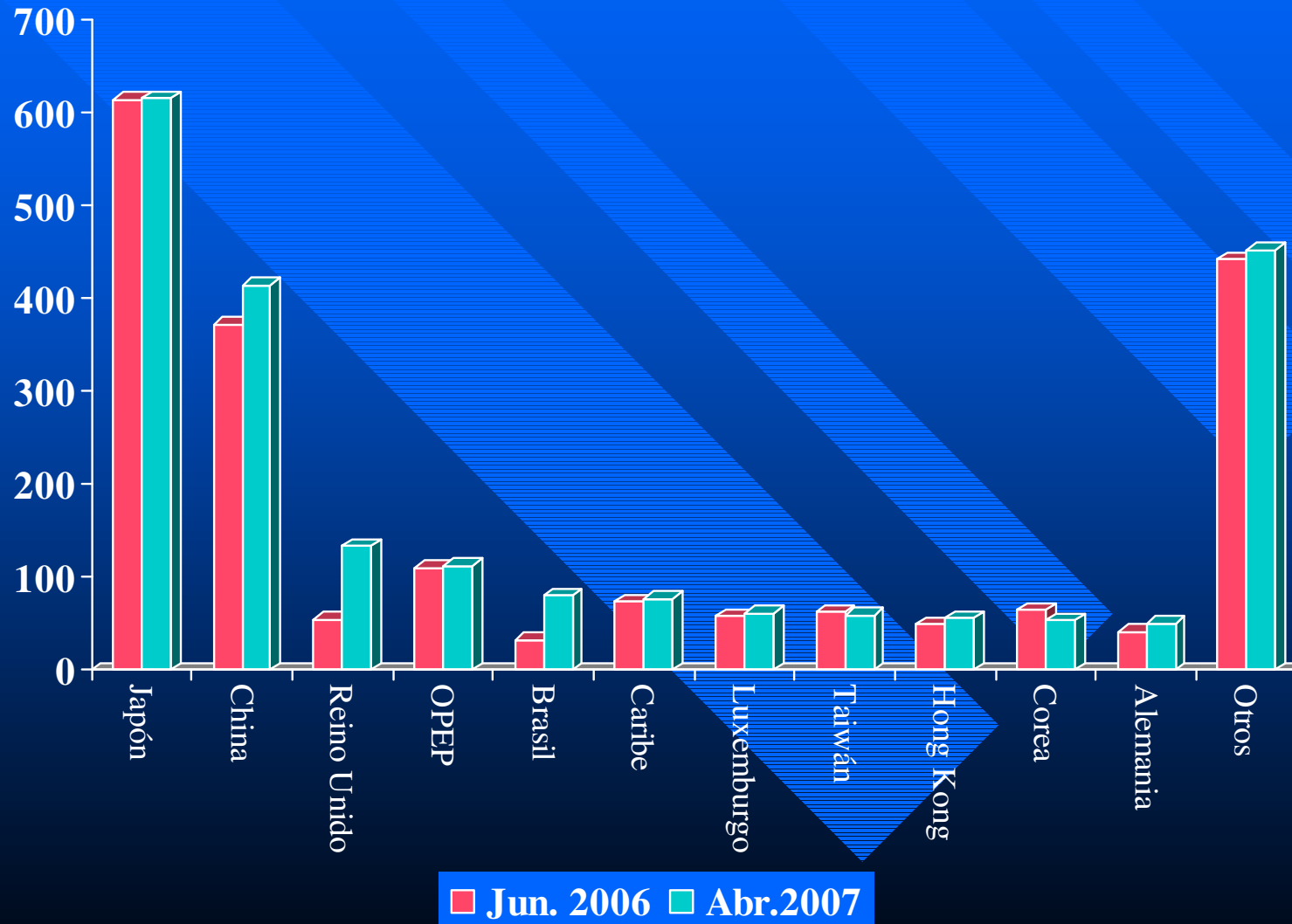


¿Es sostenible la deuda de EUA?: Saldo de bonos del Tesoro en manos de no residentes



Fuente: US Treasury

Tenencias de bonos por países abril 2007



Fuente: US Treasury

Table 2. Foreign holdings of U.S. securities, by country and type of security, for the major investing countries into the U.S., as of June 30, 2006

(Billions of dollars)

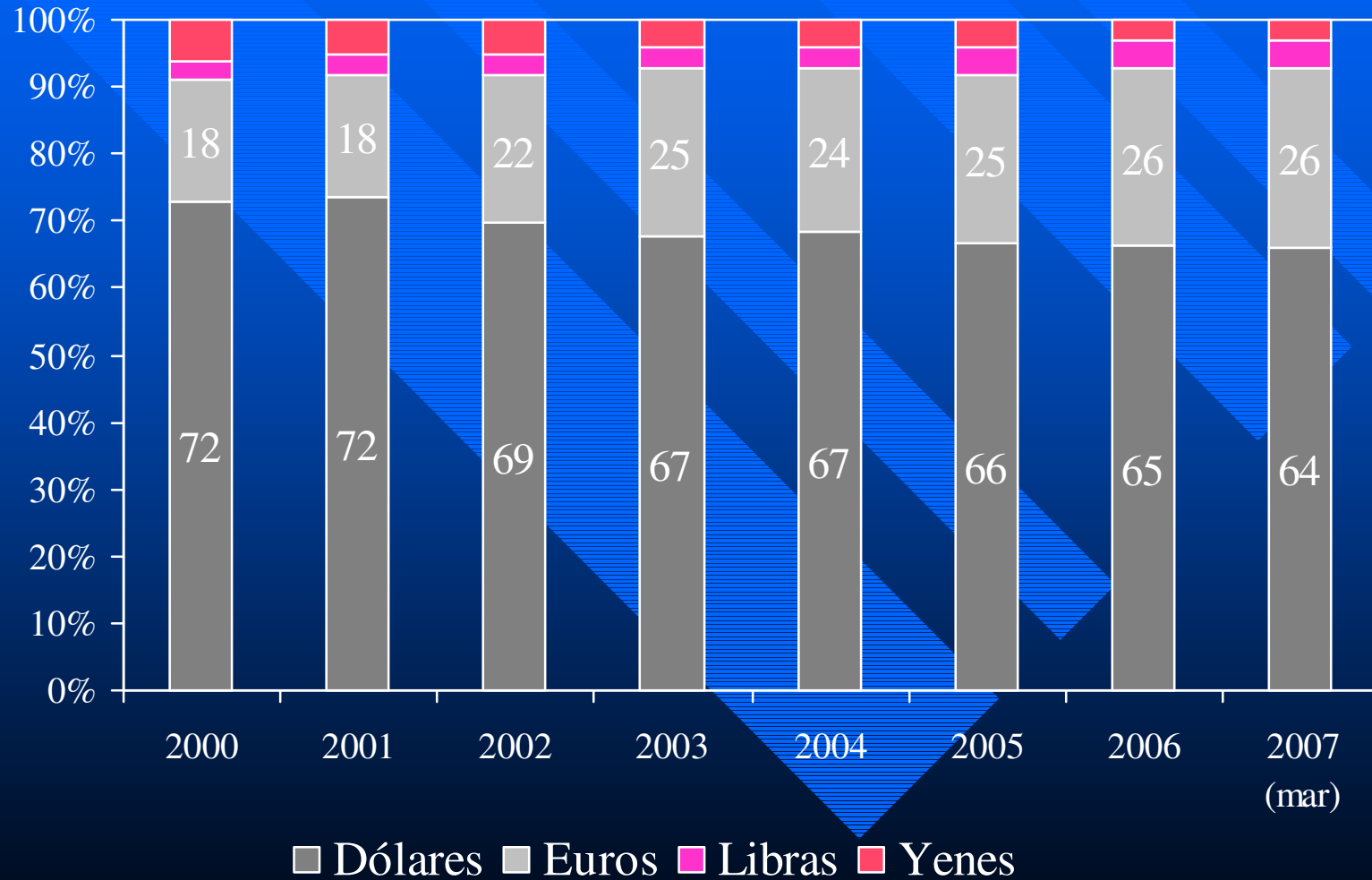
	<u>Country or category</u>	<u>Total</u>	<u>Equities</u>	<u>Long-term debt</u>		<u>Short-term debt</u>
				<u>ABS</u>	<u>Other</u>	
1	Japan	1,106	195	121	706	85
2	China, mainland ¹	699	4	122	556	17
3	United Kingdom	640	300	106	218	16
4	Luxembourg	549	193	69	255	32
5	Cayman Islands	485	178	135	142	31
6	Canada	382	274	22	73	13
7	Belgium	331	21	42	263	4
8	Netherlands	280	158	55	58	9
9	Switzerland	262	145	32	76	9
10	Middle East oil-exporters ²	243	111	11	80	41
11	Ireland	232	69	36	62	65
12	Germany	211	73	37	86	16
13	Bermuda	206	60	43	83	20
14	France	164	95	14	42	14
15	Singapore	163	101	7	51	4
16	Taiwan	135	7	25	100	3
17	South Korea	124	1	4	106	13
18	Russia	111	*	*	42	68
19	Hong Kong	110	22	12	65	11
20	Australia	109	64	5	32	8
21	Mexico	98	15	2	60	21
22	Sweden	81	48	4	28	1
23	British Virgin Islands	78	46	1	24	6
24	Norway	75	43	12	16	4
25	Italy	53	29	4	18	2
	Country Unknown	214	*	1	212	1
	Rest of world	637	178	58	299	102
	Total	7,778	2,430	980	3,753	615
	Of which: Official	2,301	215	147	1,635	304

* Greater than zero but less than \$500 million.

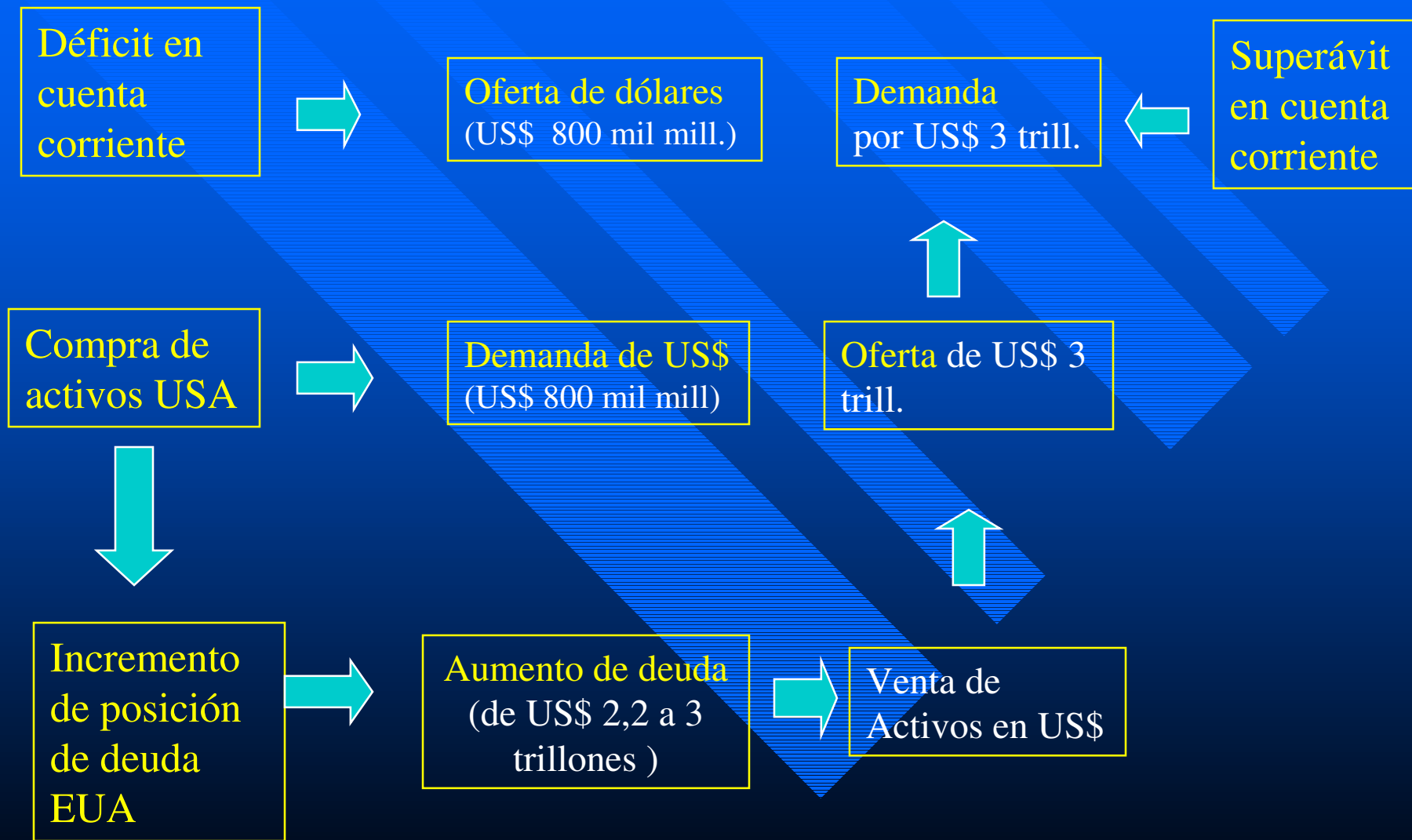
1. Excludes Hong Kong and Macau, which are reported separately.

2. Bahrain, Iran, Iraq, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia, United Arab Emirates.

Composición de las reservas por monedas



Fuente: FMI (COFER, Junio 2007)



- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
- **Implicancias de la corrección para las economías emergentes**

**The
Economist**

SEPTEMBER 24TH-30TH 2008

www.economist.com

Germany's election nightmare

PAGES 14 AND 59

A North Korean deal that wasn't

PAGES 17 AND 49

Internet bubble 2.0

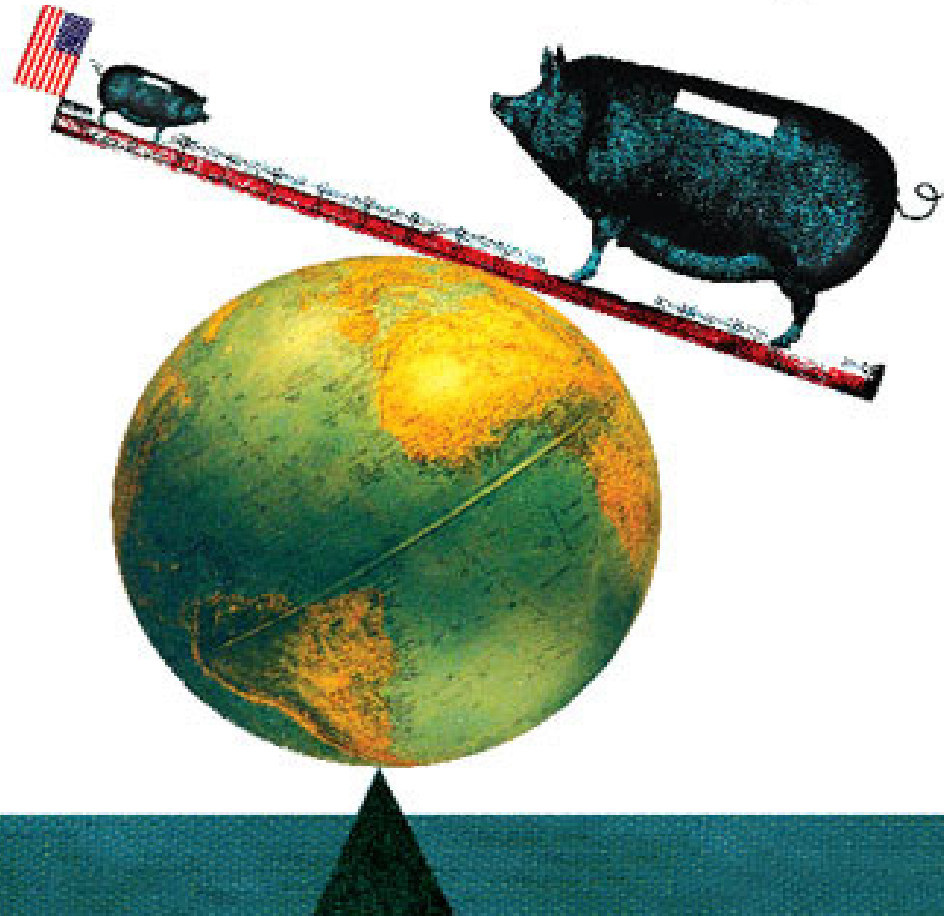
PAGE 73

Gaza under the Palestinians

PAGES 29-31

Restoring the balance

Special issue on the world economy

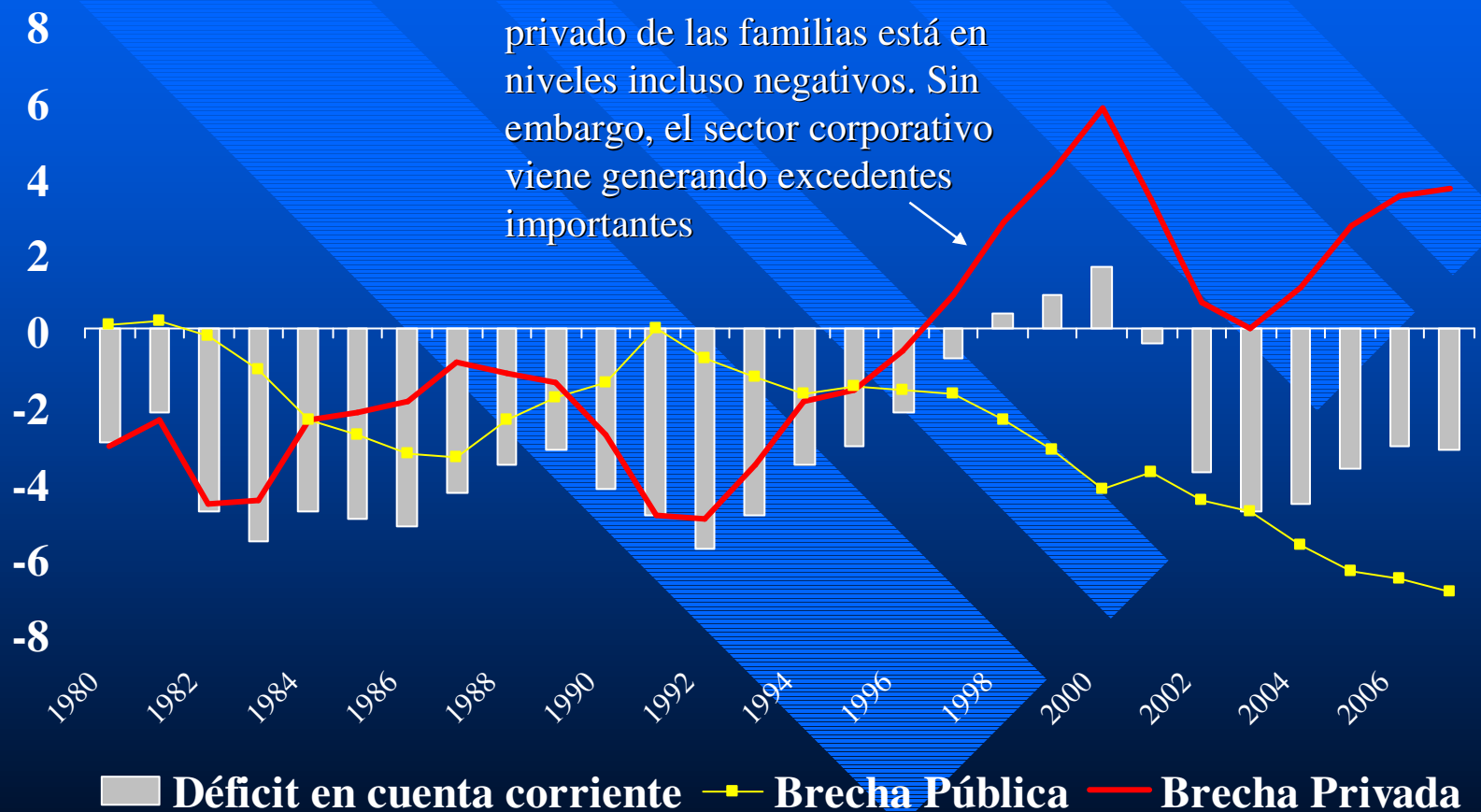


¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

- Menor gasto en Estados Unidos
 - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
 - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan)
 - Depreciación del dólar en los mercados internacionales (incluyendo al euro y al yen)
- Mayor crecimiento de Japón y Eurozona y mayor gasto público en las economías de Asia
- Mayor gasto en países petroleros

¿Quién origina el déficit?: Sector público vs. Sector privado

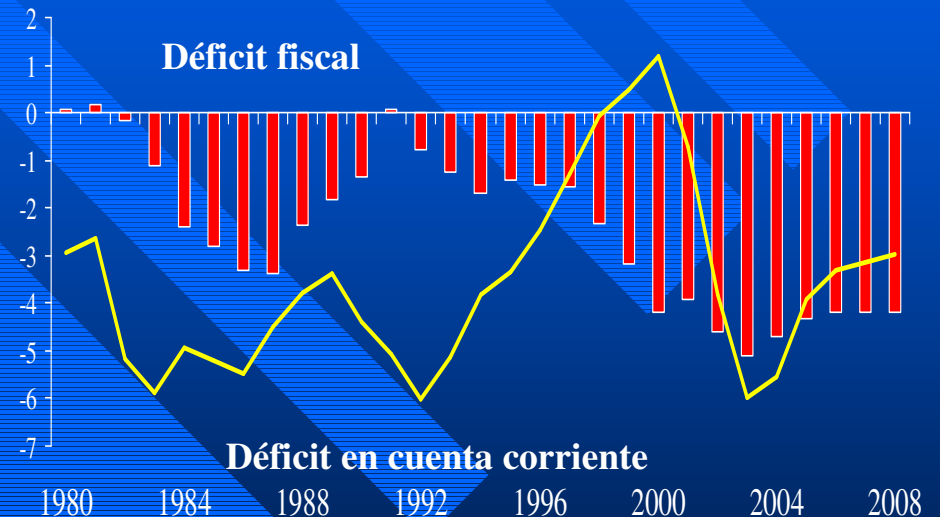
Sector Privado: El ahorro privado de las familias está en niveles incluso negativos. Sin embargo, el sector corporativo viene generando excedentes importantes



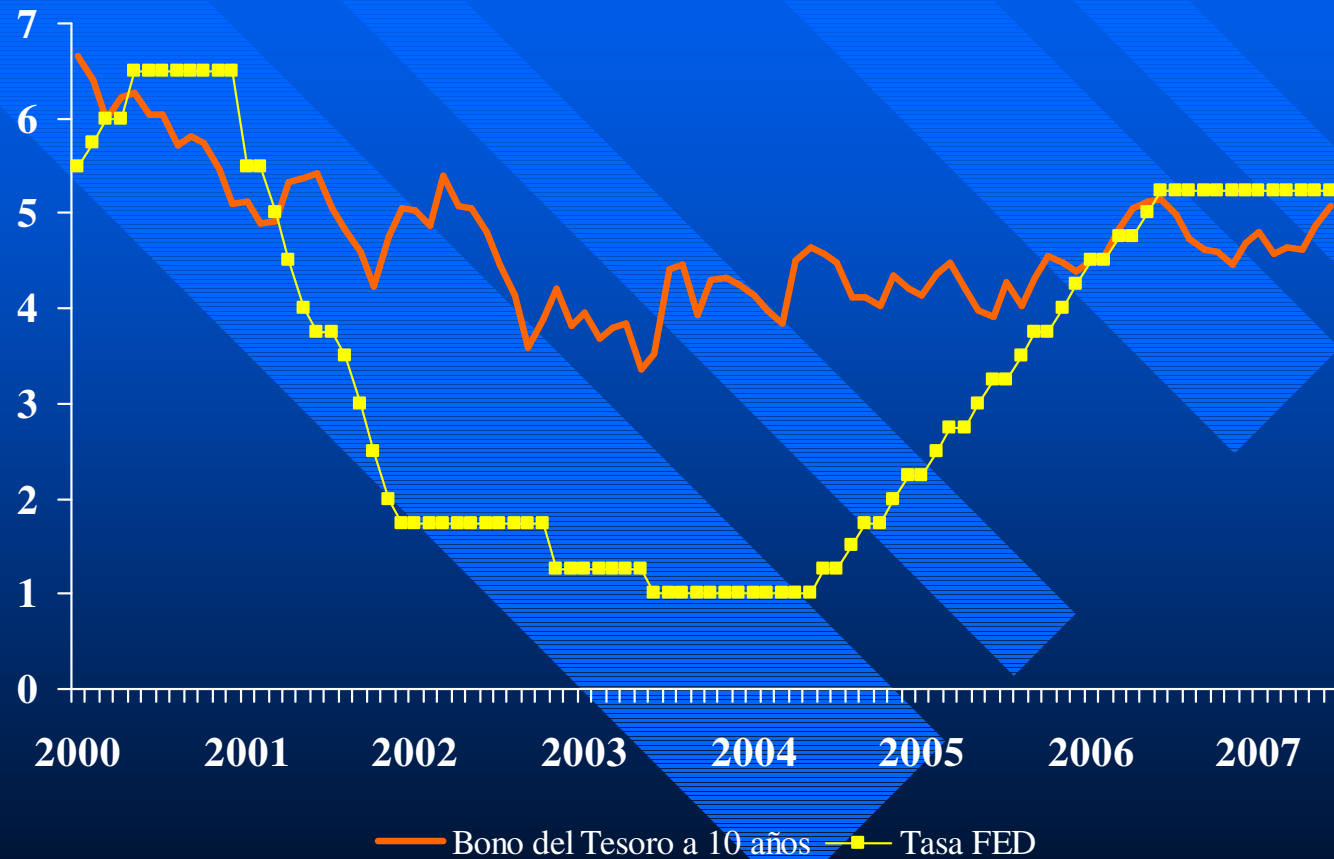
Ajuste en EUA: el sector público cerraría, sólo parcialmente, el desequilibrio externo

- **Sector Público:** Por cada incremento de 1 por ciento en el ahorro público, el ahorro privado se deterioraría en 0,5 por ciento, aproximadamente (equivalencia ricardiana no perfecta).

EUA: Déficit fiscal y déficit en cuenta corriente



El mecanismo de transmisión de la política monetaria



Superávit
Comercial
China



Acumulación
de reservas



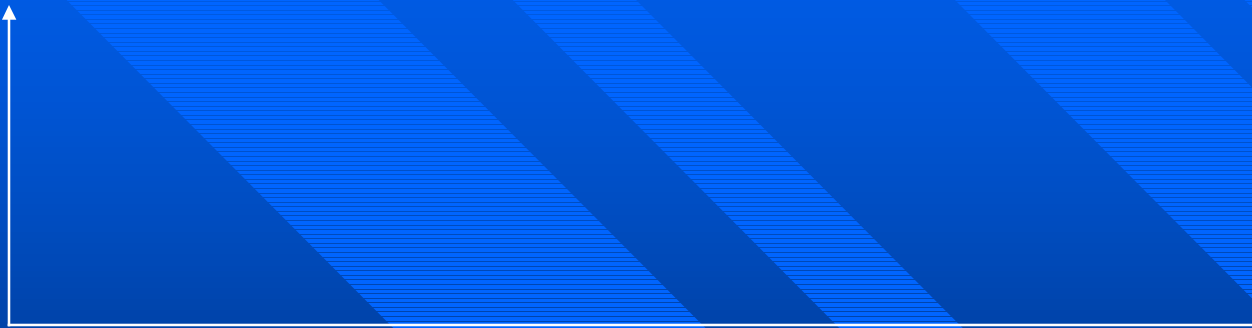
Compra
de bonos
del Tesoro



Reducción
de tasas de
largo plazo
de EUA



Aumento de
consumo e
inversión en
EUA



¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

- Menor gasto en Estados Unidos
 - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
 - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan)
 - Depreciación del dólar en los mercados internacionales
- Mayor crecimiento de Japón y Eurozona
- Mayor gasto en países petroleros

Las aproximaciones académicas

Table 14: Estimates of the renminbi's equilibrium exchange

Author	Method	Type of exchange rate	Period	Undervaluation (-)
Jeong and Mazier (2003)	FEER with a current account target of -1.5%	REER dollar	2000	-33% -60%
Wren-Lewis (2004)	FEER, with a current account target of 0	dollar	2002	-28%
This paper	FEER with a current account of -1,5%	REER dollar	2003	-23% -44%
Goldstein, (2004)	Simplified FEER , with a current account of 1%	REER	203	-15-30%
Bénassy-Quéré et alii (2004)	BEER, panel of G20 countries	dollar	2003	-47%, -44%
This paper	Regression in level, sample of 93 emerging and developing countries	dollar	2003	-41%
This paper	BEER, panel of 21 emerging countries	dollar	2002	-18%
Wang (2004)	BEER, 1 country	REER	2003	Near 0

Fuente:
Coudert
V. et
alii,
CEPII

Por el contrario, una apreciación del yuan no corregiría los desequilibrios

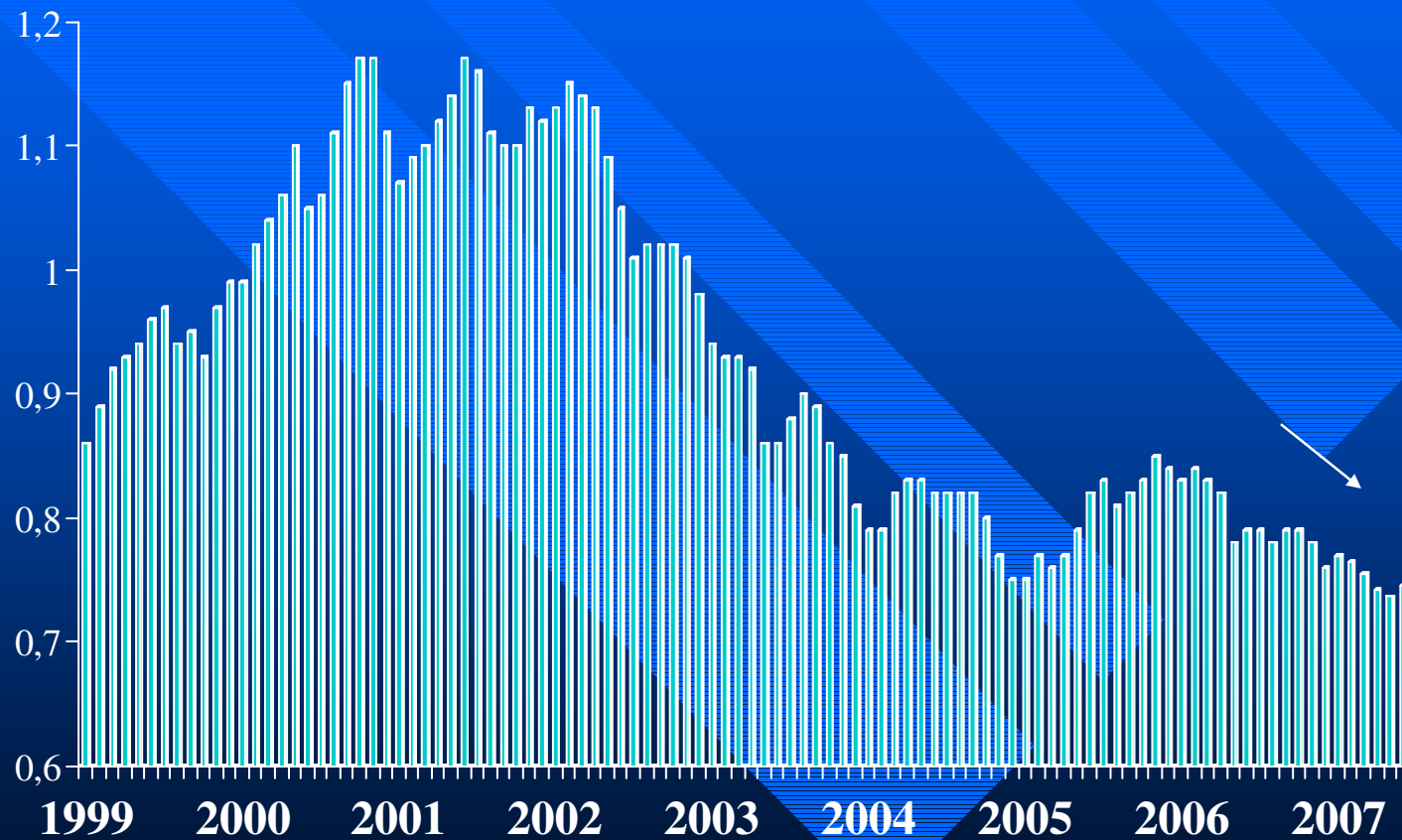
- Mucho de lo que exporta China no lo produce Estados Unidos.
 - Parte de las exportaciones de China tienen bajo valor agregado, por lo que la apreciación tendría abarataría el costo de los insumos y compensaría parcialmente la pérdida de competitividad.
 - China tiene un superávit comercial con EUA, pero tiene déficit con el resto del mundo.
- *Any country that might benefit from China's loss of export market share would put its money into a strong currency, like the euro, rather than the unstable and weakening dollar -- or it might choose to invest the money at home, rather than holding more reserves. In short, the United States would find it increasingly difficult to finance its deficits, and the world as a whole might face greater, not less, instability.*

How to Fix the Global Economy
The New York Times via Dow Jones

¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

- Menor gasto en Estados Unidos
 - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
 - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan)
 - **Depreciación del dólar en los mercados internacionales**
- Mayor crecimiento de Japón y Eurozona
- Mayor gasto en países petroleros

Evolución reciente del tipo de cambio (euros por dólar)





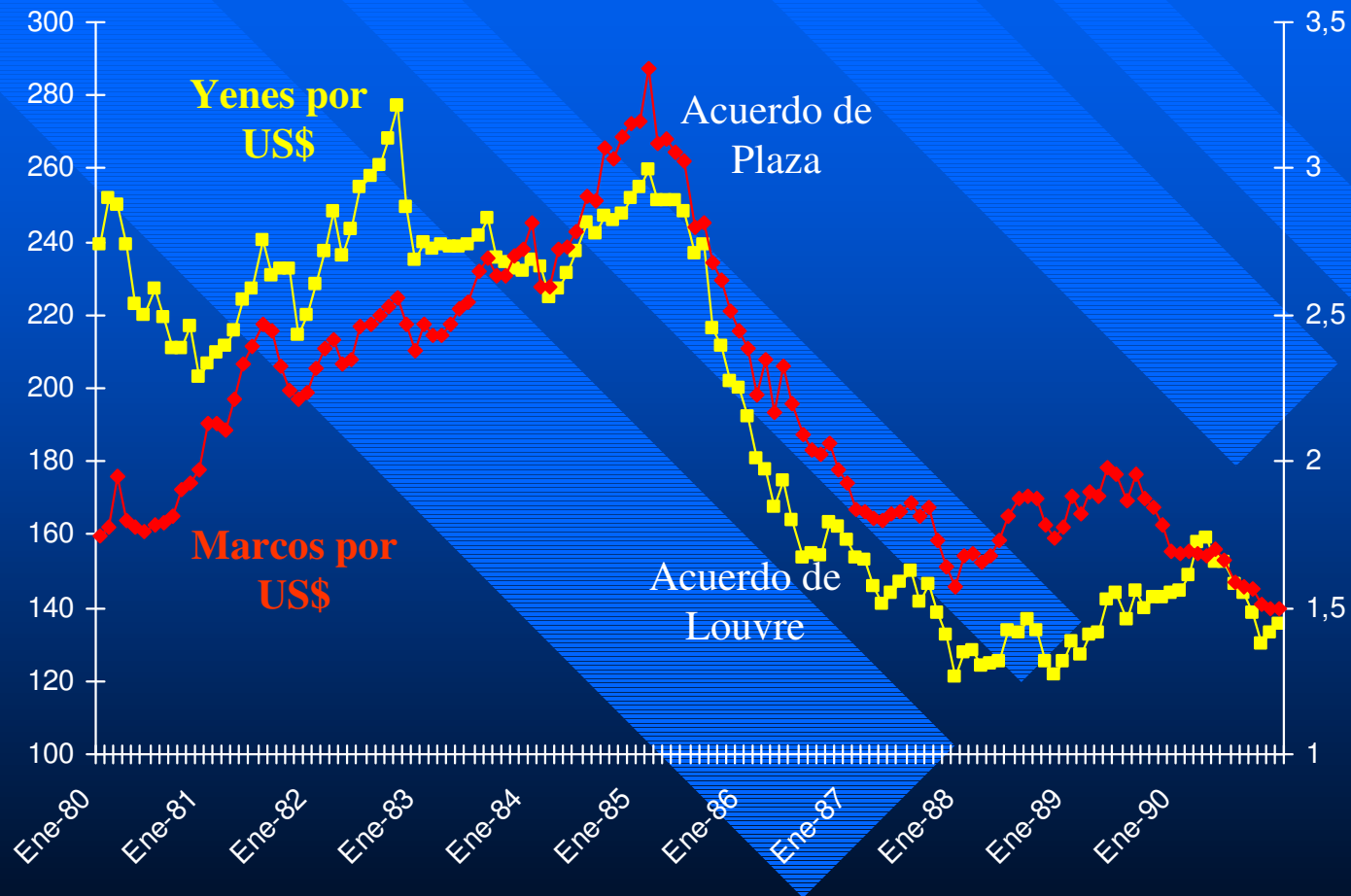
■ Mejoraría la **posición de deuda** de EUA:

- EUA tiene aproximadamente US\$ 8,0 trillones en activos denominados en otras monedas

■ Mejoraría la **balanza comercial**:

- Rogoff y Obtsfeld: depreciación real de 15 % reduce balanza en 1% del PBI)

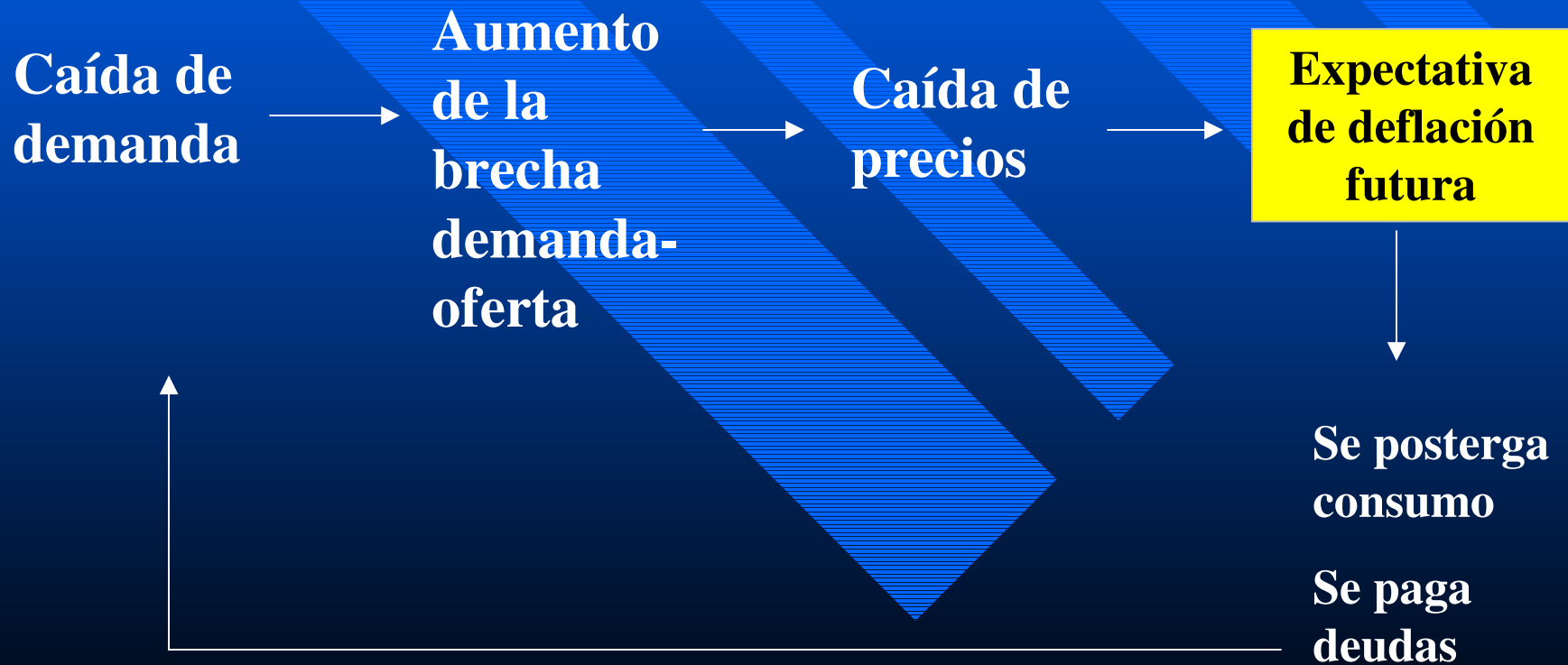
La caída del dólar durante el Acuerdo Plaza



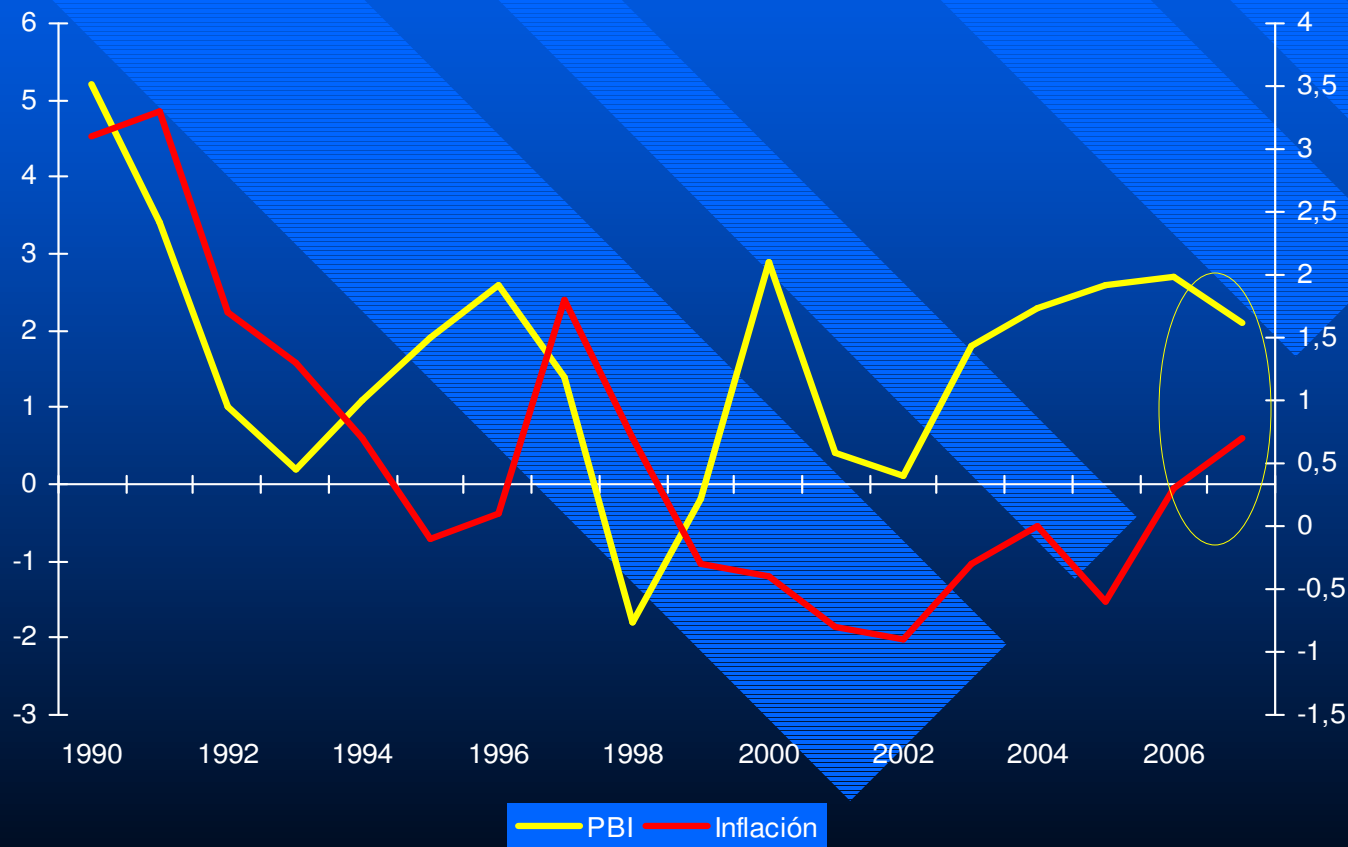
¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

- Menor gasto en Estados Unidos
 - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
 - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan y yen)
 - Depreciación del dólar en los mercados internacionales (incluyendo al euro y al yen)
- **Mayor crecimiento de Japón y Eurozona**
- Mayor gasto en países petroleros

Para incrementar su gasto, Japón debe consolidar la salida del proceso deflacionario

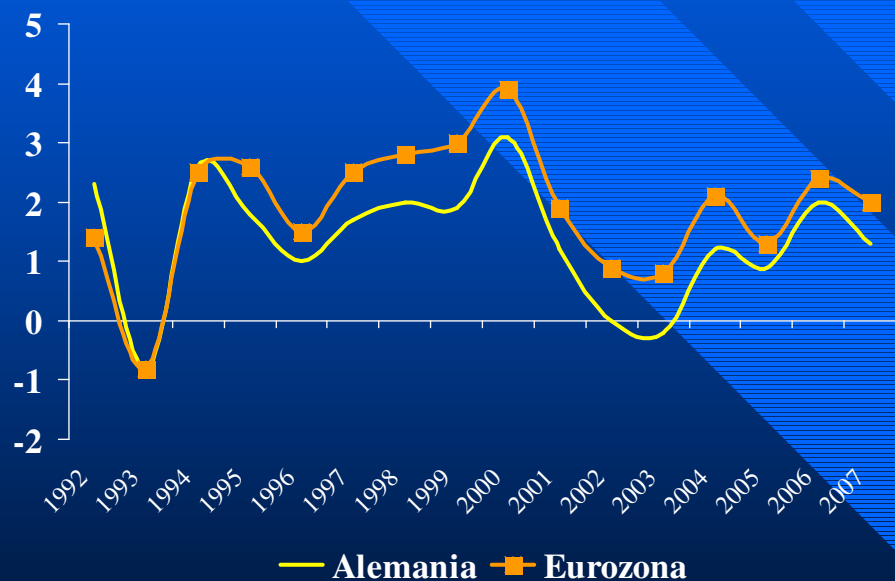


La evidencia reciente da indicios de que Japón podría seguir creciendo, lo que contribuiría a corregir los desequilibrios globales

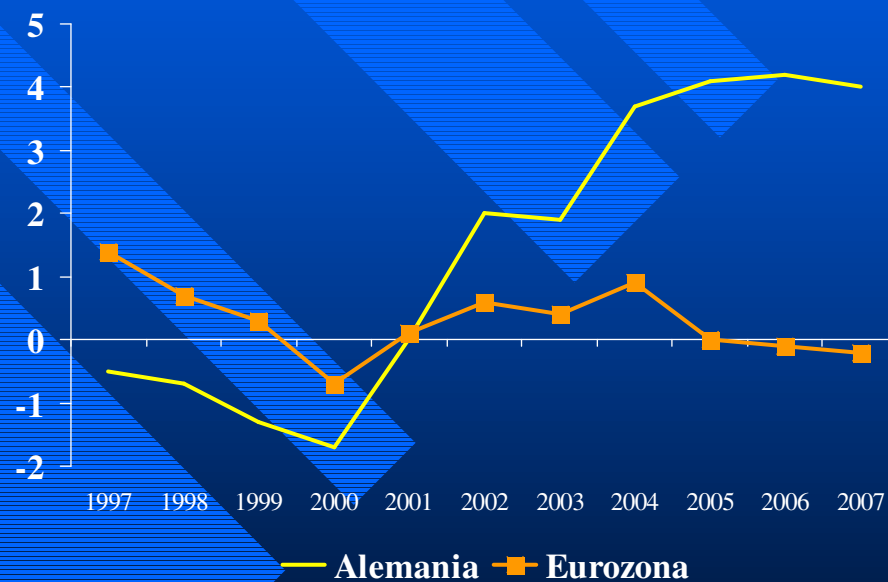


Alemania: bajo crecimiento con elevado superávit en cuenta corriente

Crecimiento del PBI 1992-2007



Déficit en cuenta corriente 1997-2007



Can Europe's recovery last?

Jul 12th 2007

From *The Economist* print edition

Only if its governments take advantage of sunnier times to make deeper reforms



- The transformation has been most remarkable in Germany, the biggest European economy, once tarred as “the sick man of Europe”. From 1995 to 2005 German GDP grew at an average of only 1.4% a year.
- But in the first quarter of 2007 it expanded more than twice as fast, despite a large rise in value-added tax.



Sin embargo, el crecimiento de Japón y Alemania no sería suficiente

Supuestos

- Asume que el crecimiento de Japón aumento 3,3% respecto al promedio del período 2003-2004
- Alemania incrementa su producto en 1%.
- Francia e Italia incrementa su producto en 1 %



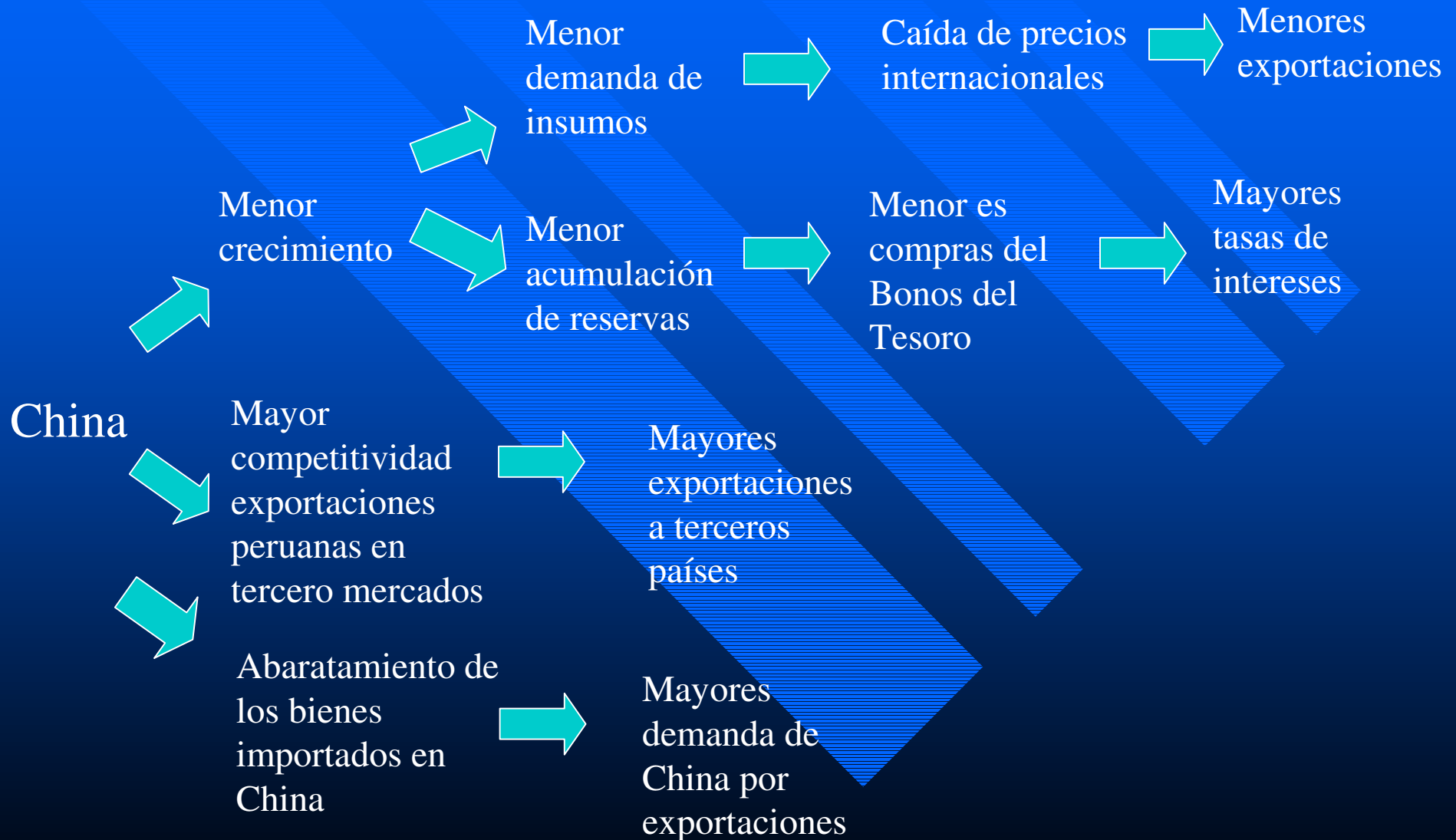
Resultados

- El superávit conjunto de estos países se reduce en sólo US\$ 40 mil millones:
 - Japón: US\$ 27 mil mill.
 - Europa: US\$ 13 mil mill.
- Ello se debe comparar con un desequilibrio de US 350 mil millones (equivalente e a una reducción del déficit de EUA a 3,6 por ciento del PBI).

Edwards, Sebastian. *On Current Account surpluses and the correction of Global imbalances*, borrador, Noviembre 2006

- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
- **Implicancias de la corrección para las economías emergentes**

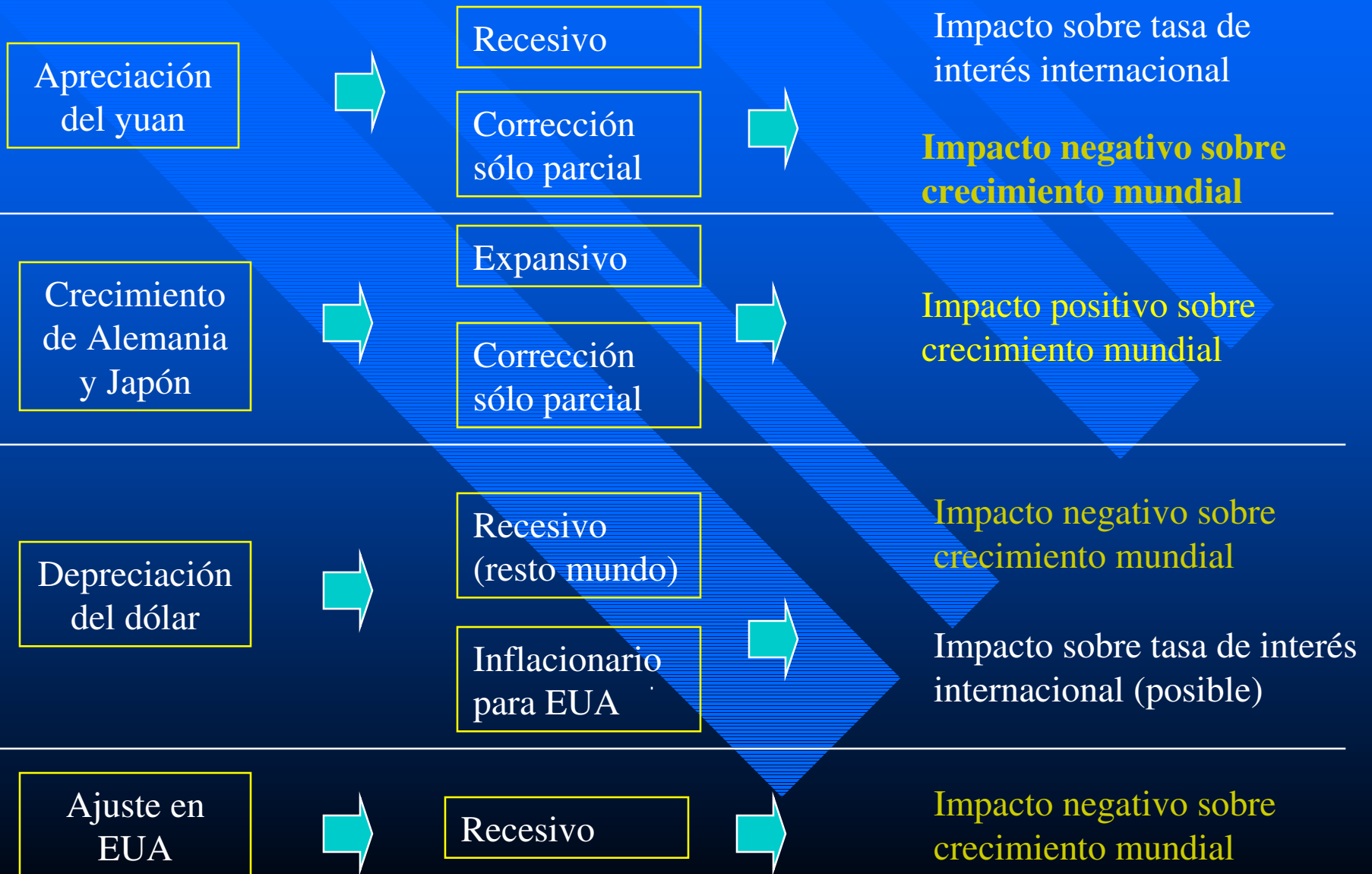
La apreciación del yuan: los canales de transmisión



Depreciación del dólar: los canales de transmisión



Los riesgos de un ajuste



Algunas fortalezas frente a un ajuste

■ Relativa diversificación dentro de las exportaciones



■ Mejora en los fundamentos de economías emergentes

- Liquidez internacional
- Mejora en indicadores fiscales

Conclusiones

- El desequilibrio global se refleja en un déficit comercial creciente por parte de EUA, frente a superávit de otros países (China, Japón, países de la OPEP, Alemania).
- Si bien no existe consenso sobre la existencia ni magnitud del desequilibrio, existe un monto importante de activos en dólares en manos de extranjeros. Conforme se mantenga el déficit, este saldo aumentará generando un potencial ajuste.
- La forma de corregir estos desequilibrios pasan por una menor expansión del gasto en EUA, un aumento del gasto en Alemania, Japón y algunas economías asiáticas, una depreciación del dólar (parcial o general).
- La mayoría de estos ajustes podría implicar una desaceleración de la actividad económica mundial y un aumento de las tasas de interés internacionales, afectando a las economías emergentes.

OSIPTEL
Julio 2007

Una nota sobre los desequilibrios globales

Mauricio de la Cuba
BCRP