

Consortio de Investigación Económica y Social

Agosto 2008

**Una nota sobre los
desequilibrios globales**

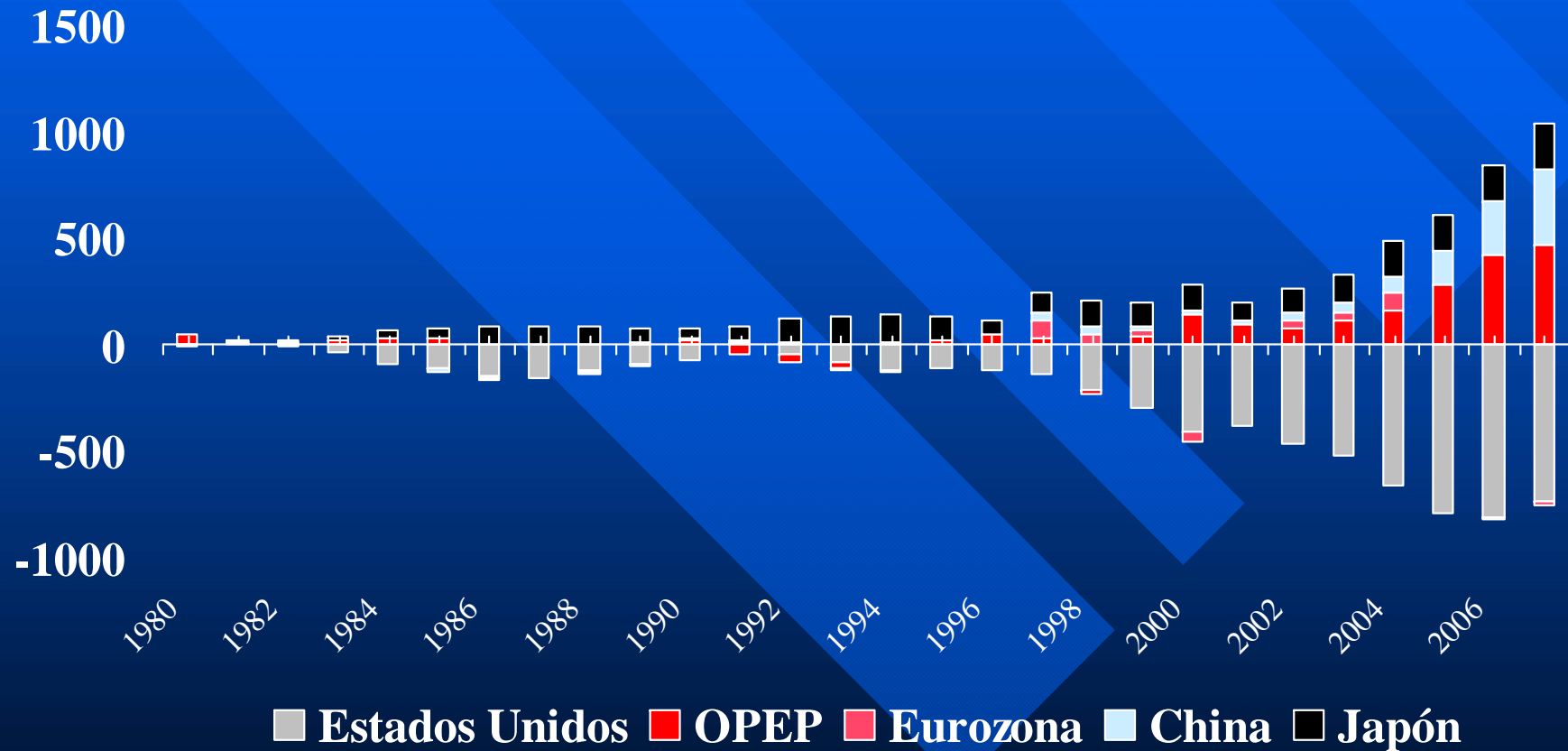
**Mauricio de la Cuba
BCRP**

- **¿En qué consisten los desequilibrios globales?**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
 - **Los desequilibrios globales en la actual coyuntura**

- **¿En qué consisten los desequilibrios globales?**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
 - **Los desequilibrios globales en la actual coyuntura**

¿En qué consisten los desequilibrios globales?

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

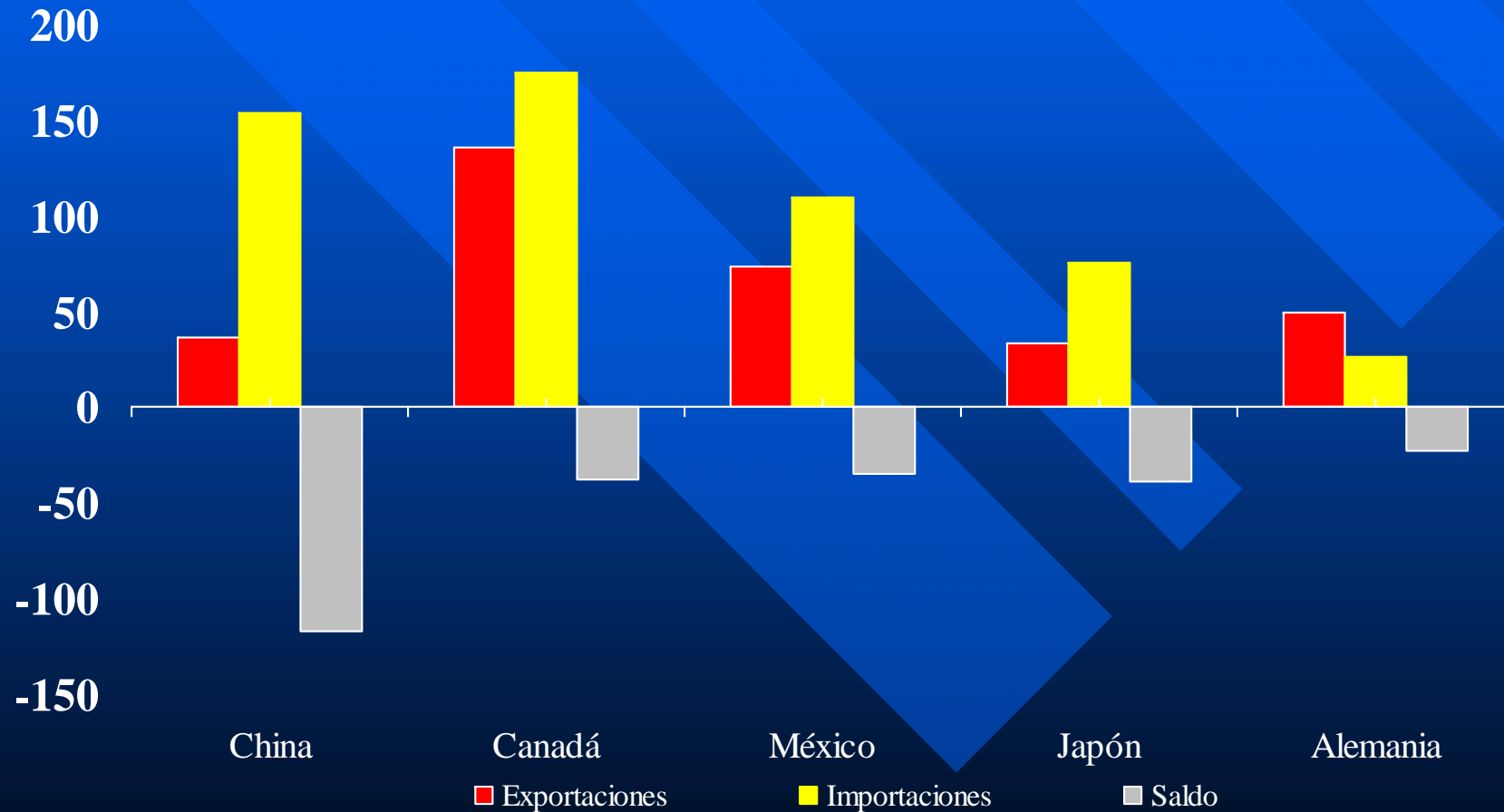


Fuente: FMI (*World Economic Outlook*)

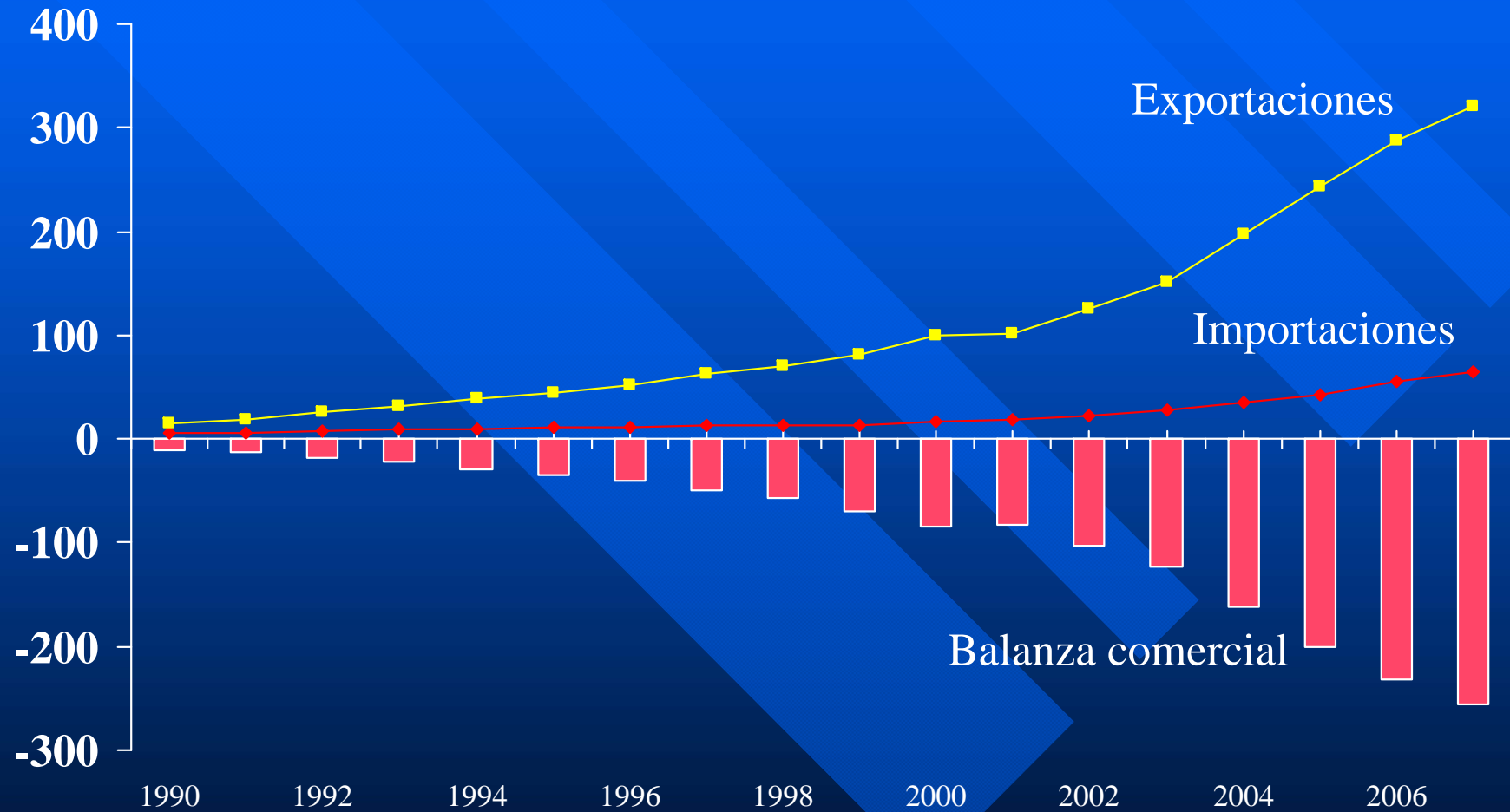
Balanza comercial por socios

Balanza comercial Enero-junio 2008

Miles de Millones de US\$



El déficit comercial con China



Fuente: US Census Bureau

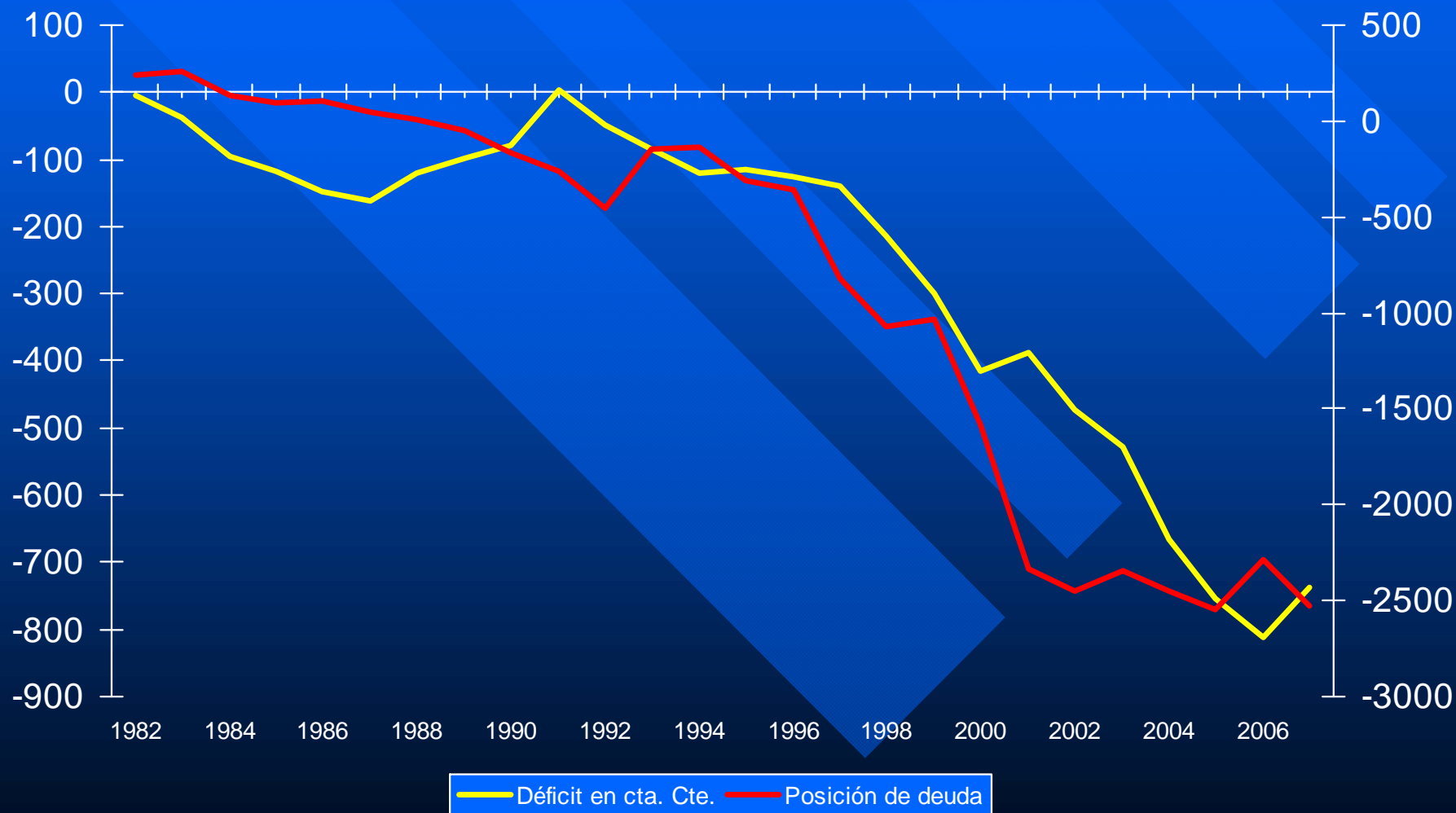
La contraparte del déficit: el incremento de la posición deudora de EUA

Cuenta corriente

(miles de millones de US\$)

Posición de activos

(miles de millones de US\$)



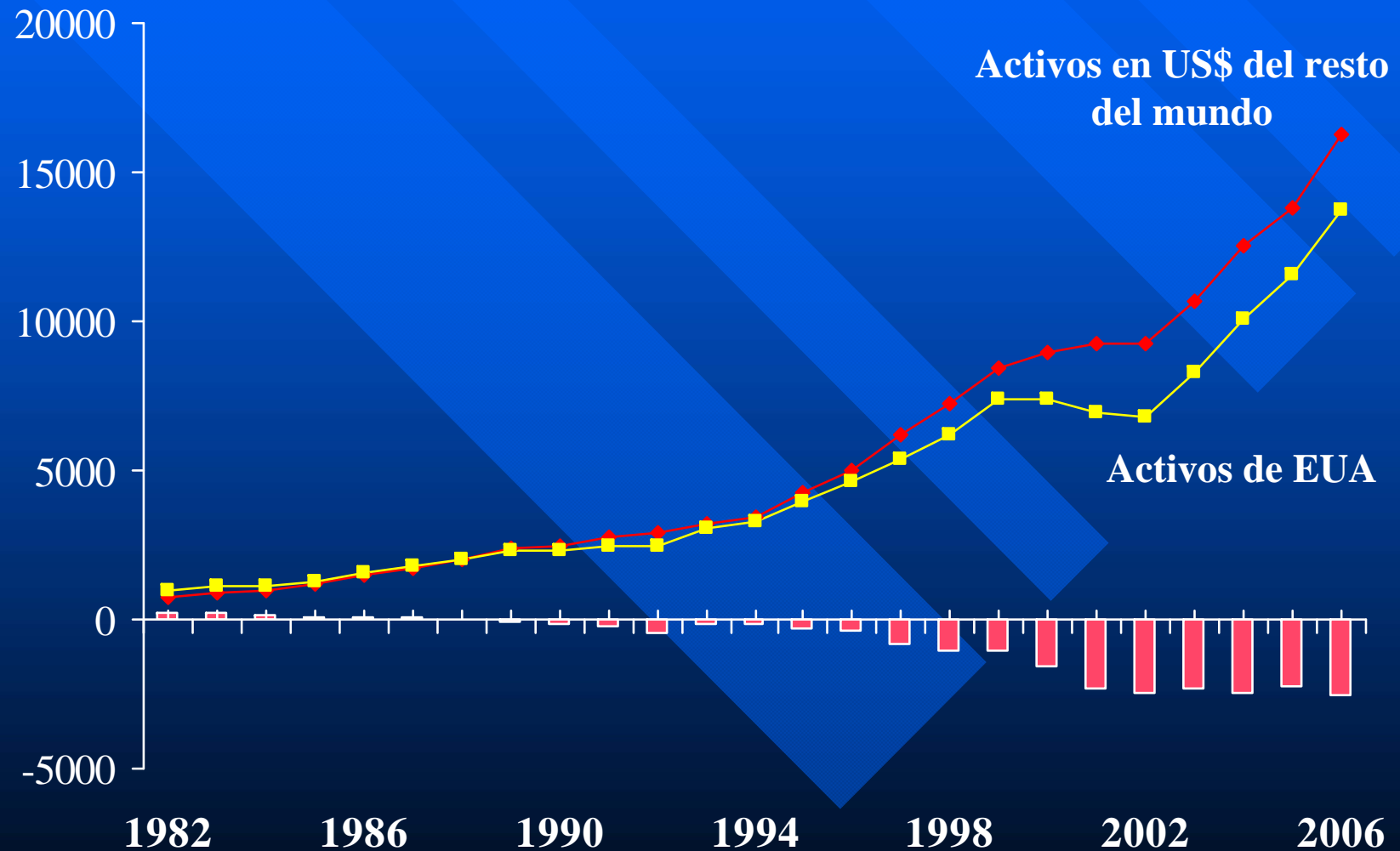
Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA)

¿Existe desequilibrios?: el debate académico

Posiciones pesimistas		Posiciones intermedias		Posiciones optimistas	
Roubini y Setser(2004) y Roubini 2008	<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>

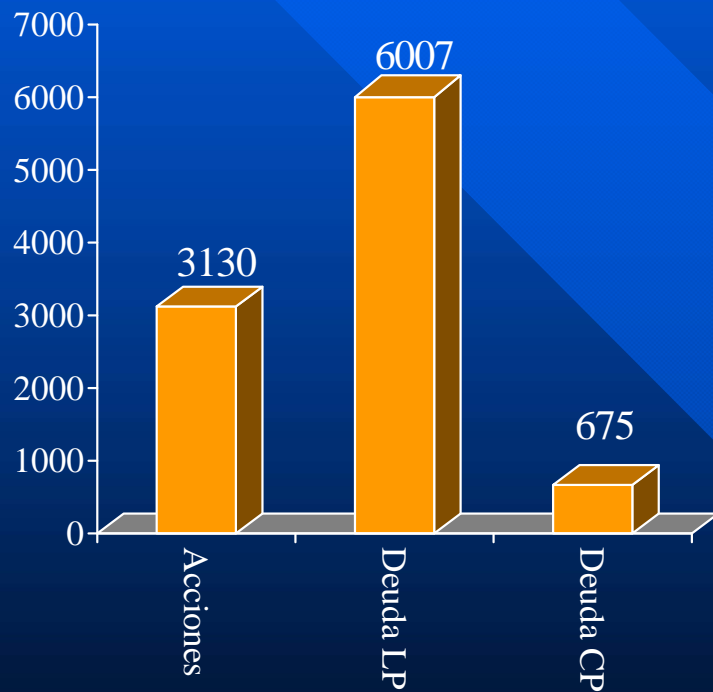
Incremento de la posición deudora de Estados Unidos

Miles de mill. de US\$

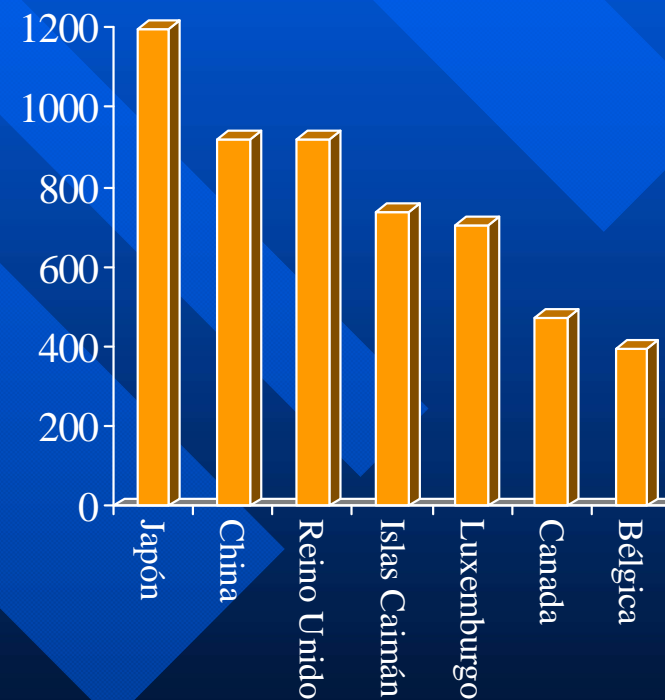


Incremento de la posición deudora de Estados Unidos

Tenencia de activos financieros por títulos
(miles de millones de US\$)



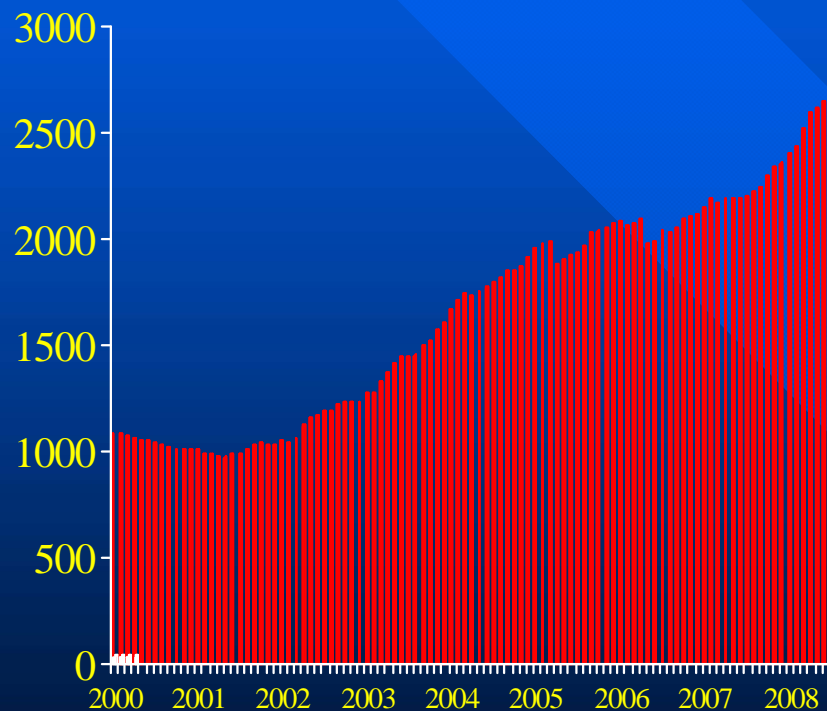
Tenencia de títulos financieros por países
(miles de millones de US\$)



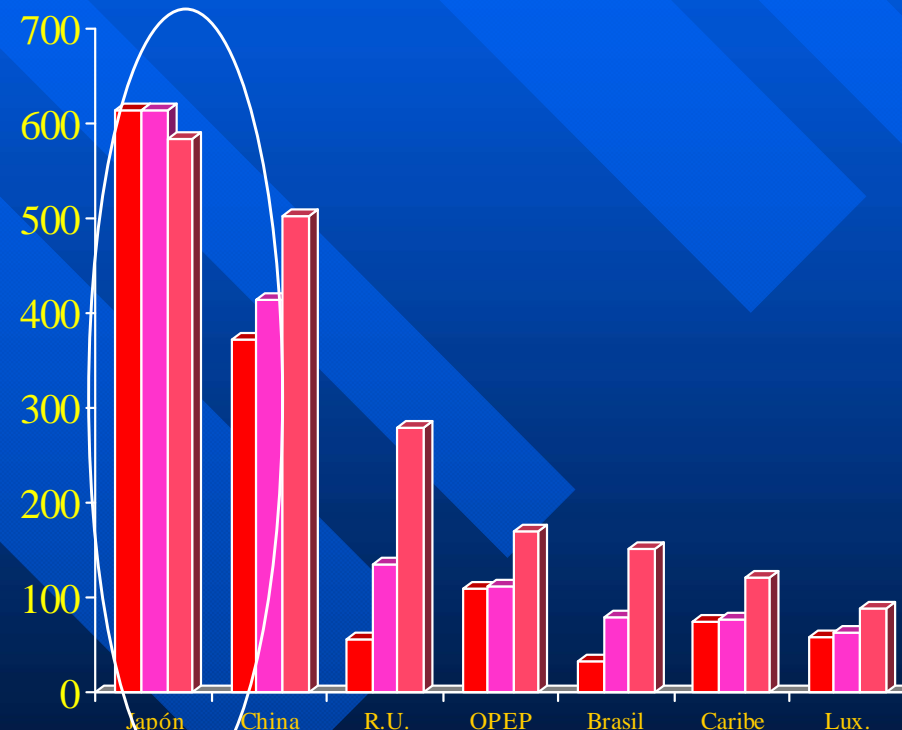
Fuente: US Treasury. Datos a febrero de 2008

Saldo de bonos del Tesoro en manos de no residentes

Bonos del tesoro americano en manos de extranjeros (miles de millones de US\$)



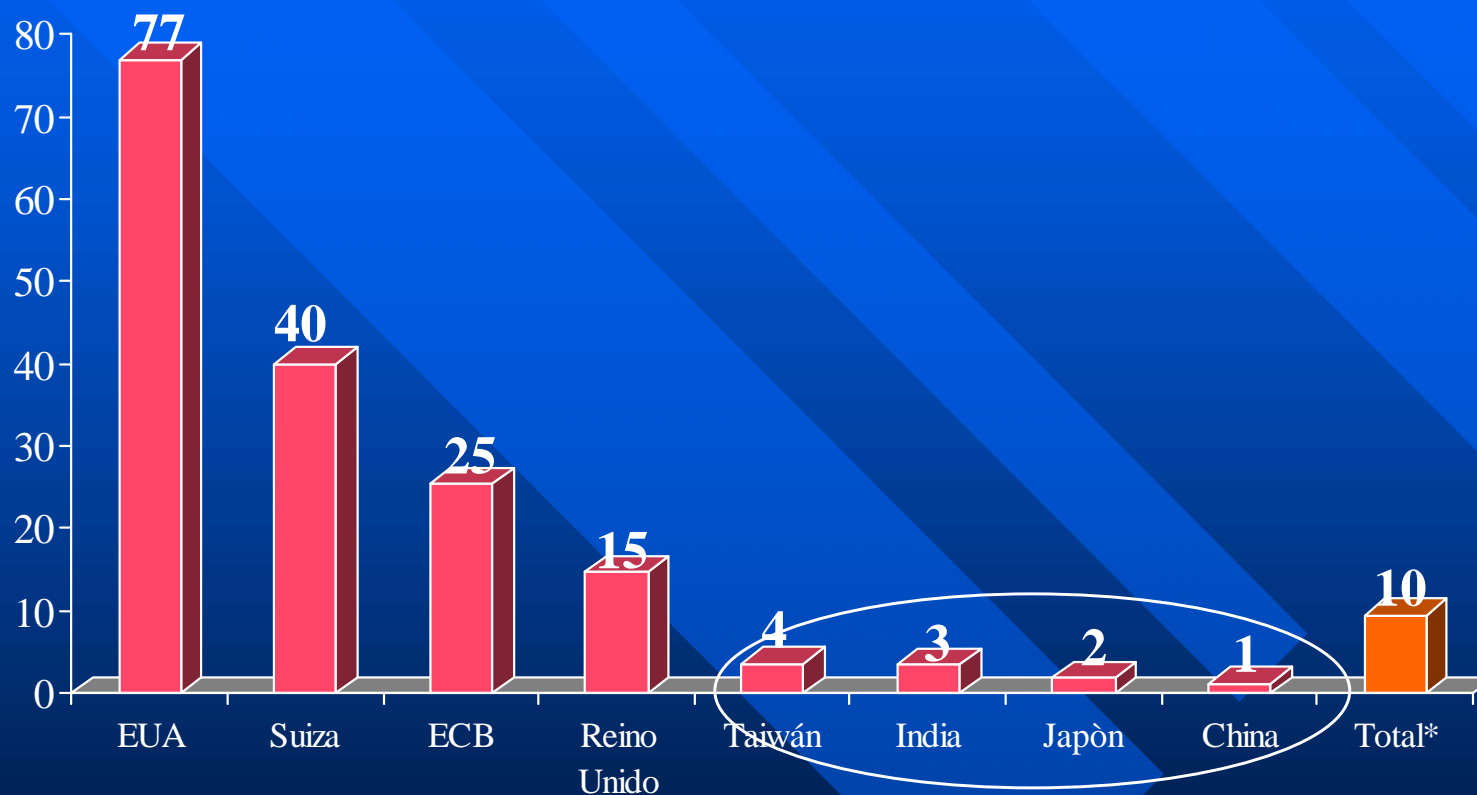
Bonos del tesoro americano en manos de extranjeros (miles de millones de US\$)



Fuente: US Treasury. Datos a junio de 2008

Reservas en oro vs...

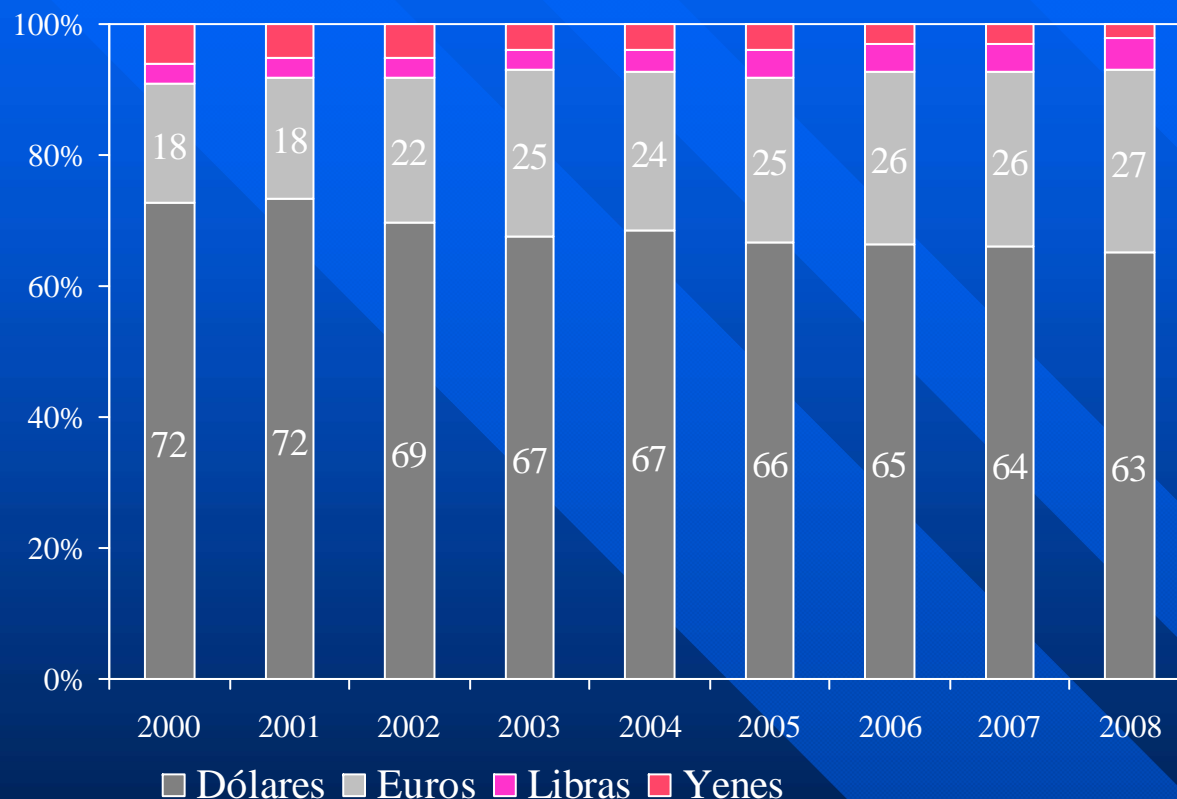
Tenencias de oro por parte de los bancos centrales



*Sobre una muestra de 111 países. Fuente: World Gold Council

Reservas en dólares

Reservas por monedas



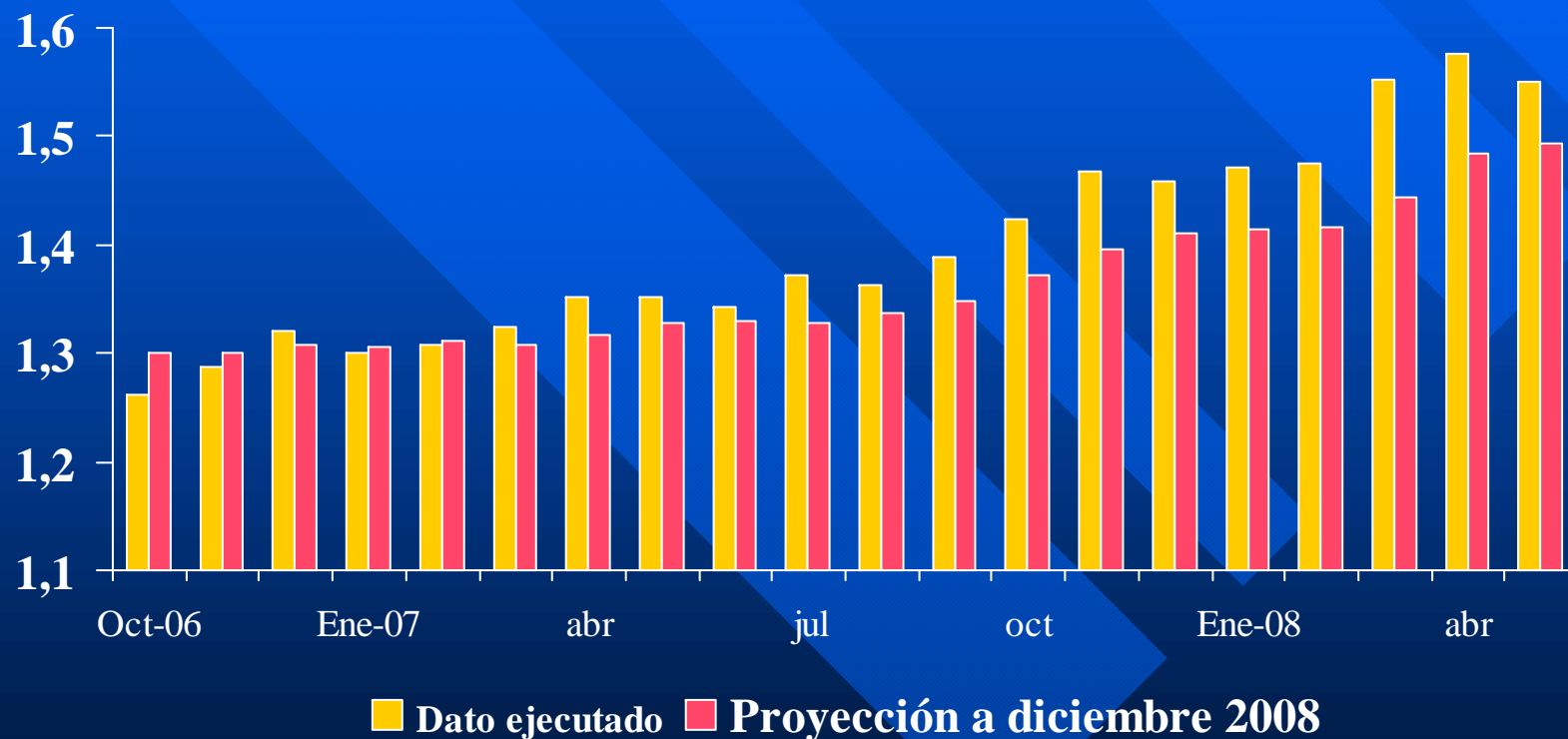
Fuente: FMI (COFER, junio 2008)

The available data show only a small fall in dollar's share of holdings. This looks odd, given that dollar fell by 19% against the euro over the period. The stability of the greenback's share, despite its falling value, suggest that some countries are still rapidly amassing dollars.

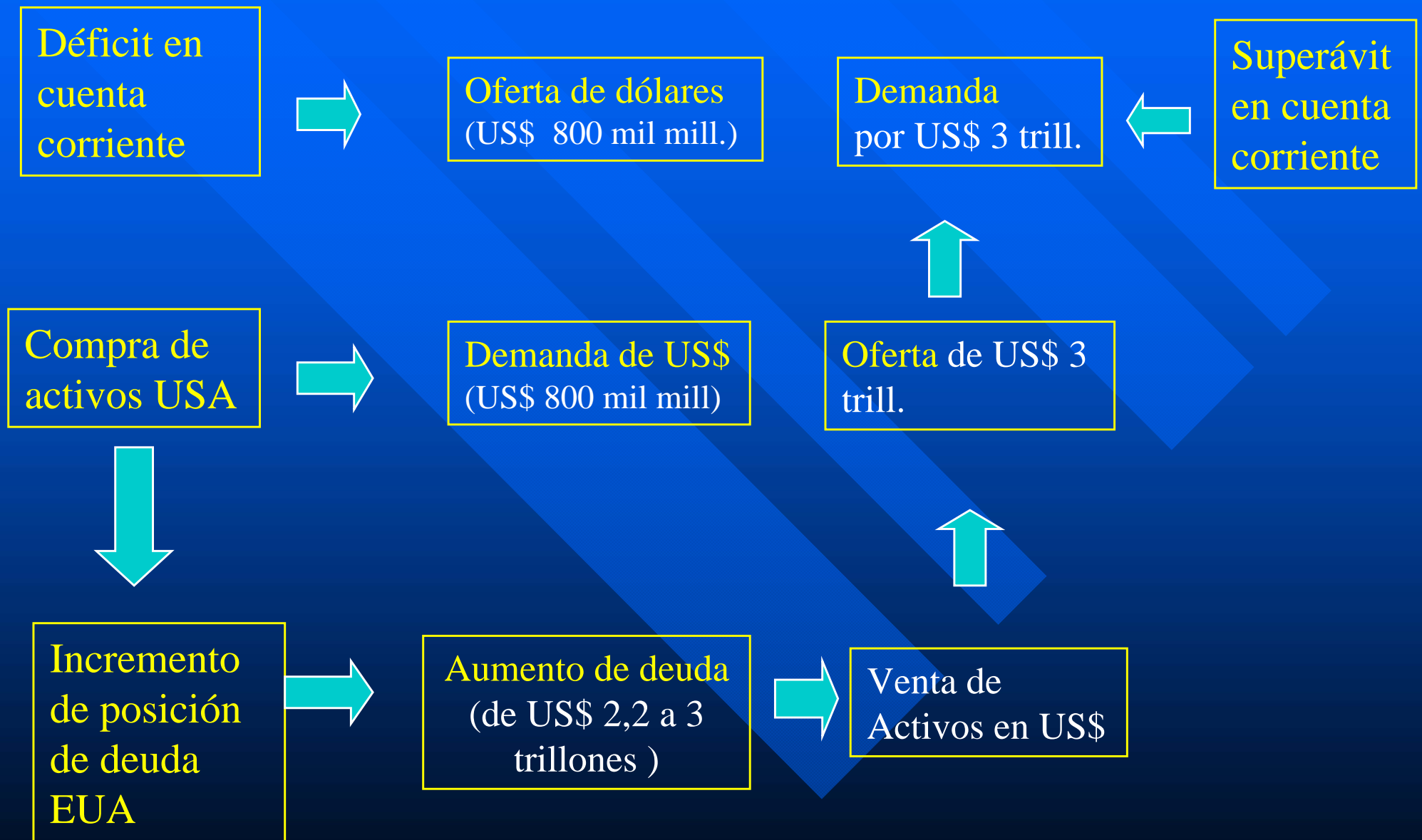
The Economist,
3 de abril 2008

Depreciación observada vs. depreciación esperada

Cotización del dólar respecto al euro



Fuente: Consensus Forecast



- **¿Existe desequilibrio global?: La discusión actual**
- **¿Cómo se pueden corregir los desequilibrios globales?**
 - **Los desequilibrios globales en la actual coyuntura**

The Economist

SEPTEMBER 24TH-30TH 2006

www.economist.com

Germany's election nightmare

PAGES 34 AND 50

A North Korean deal that wasn't

PAGES 17 AND 49

Internet bubble 2.0

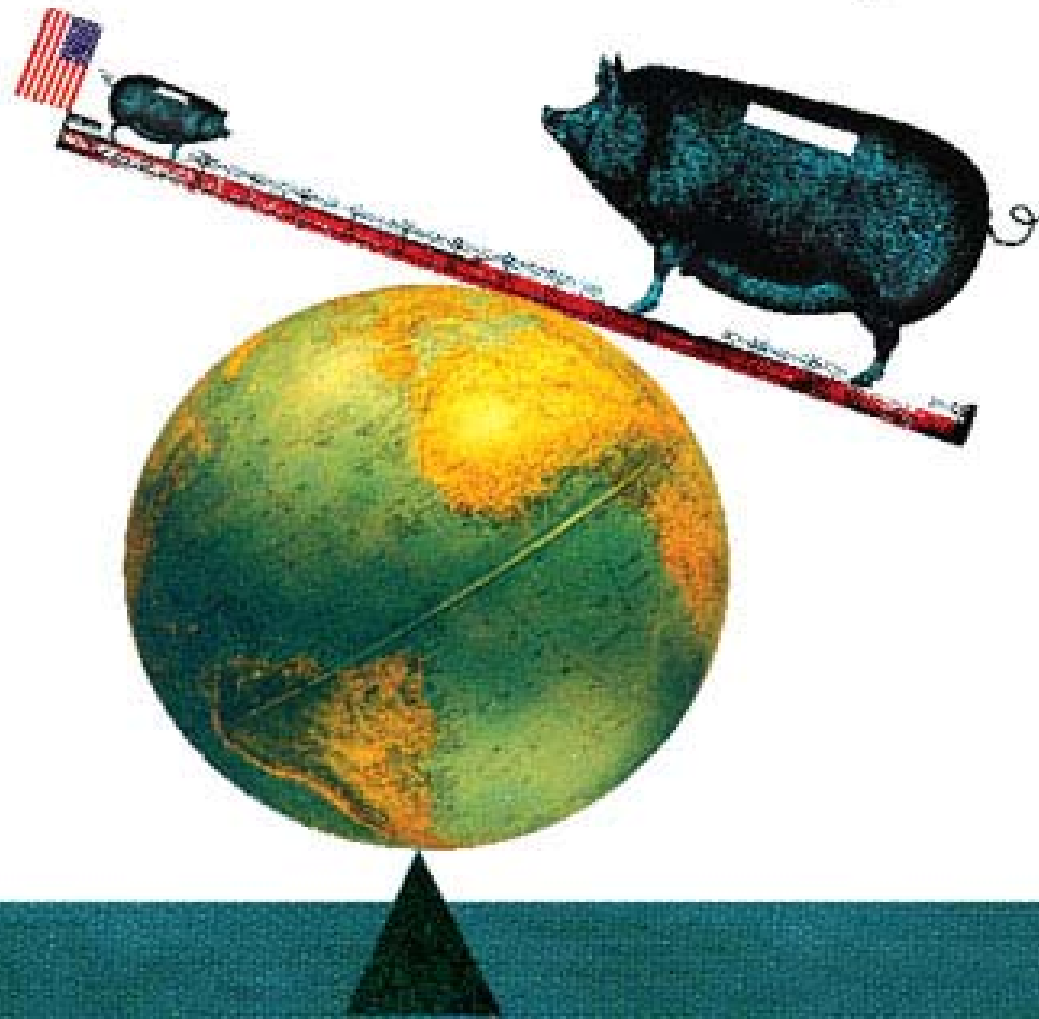
PAGE 73

Gaza under the Palestinians

PAGES 29-31

Restoring the balance

Special issue on the world economy

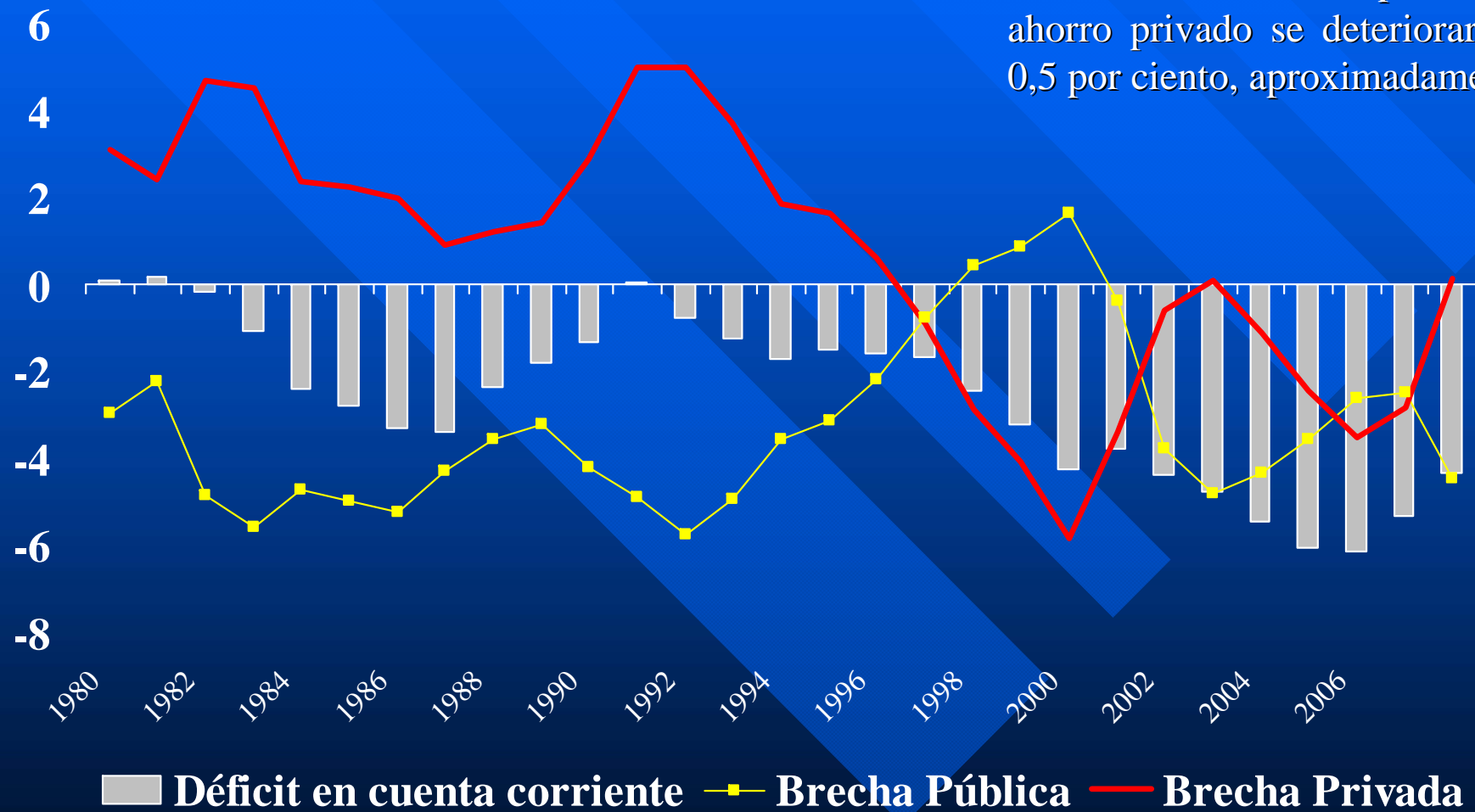


¿Cómo corregir los desequilibrios globales?

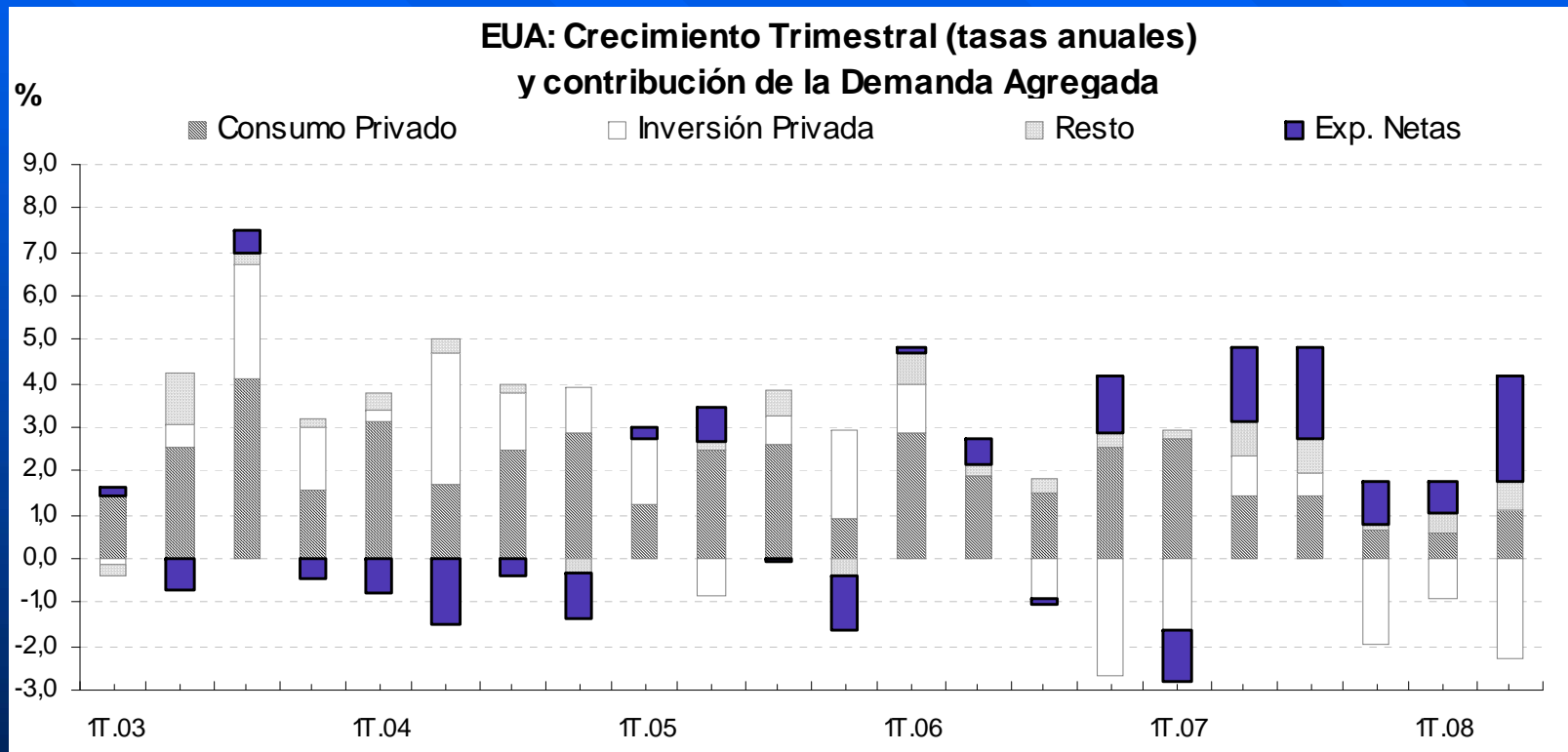
- Menor gasto en Estados Unidos
 - Sector público y consumidores
- Depreciación del dólar
 - Frente a un grupo de monedas (en particular el yuan)
 - Depreciación del dólar en los mercados internacionales (incluyendo al euro y al yen)
- Crecimiento de la demanda doméstica: Japón, Eurozona (Alemania) y China
- Mayor gasto en países petroleros

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

■ Por cada incremento de 1 por ciento en el ahorro público, el ahorro privado se deterioraría en 0,5 por ciento, aproximadamente.



Corrección de los desequilibrios globales: PBI por tipo de gasto



Fuente: Bureau of Economic Analysis

¿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
- Crecimiento de la demanda doméstica: Japón, Eurozona (Alemania) y China
- Mayor gasto en países petroleros

Las aproximaciones académicas

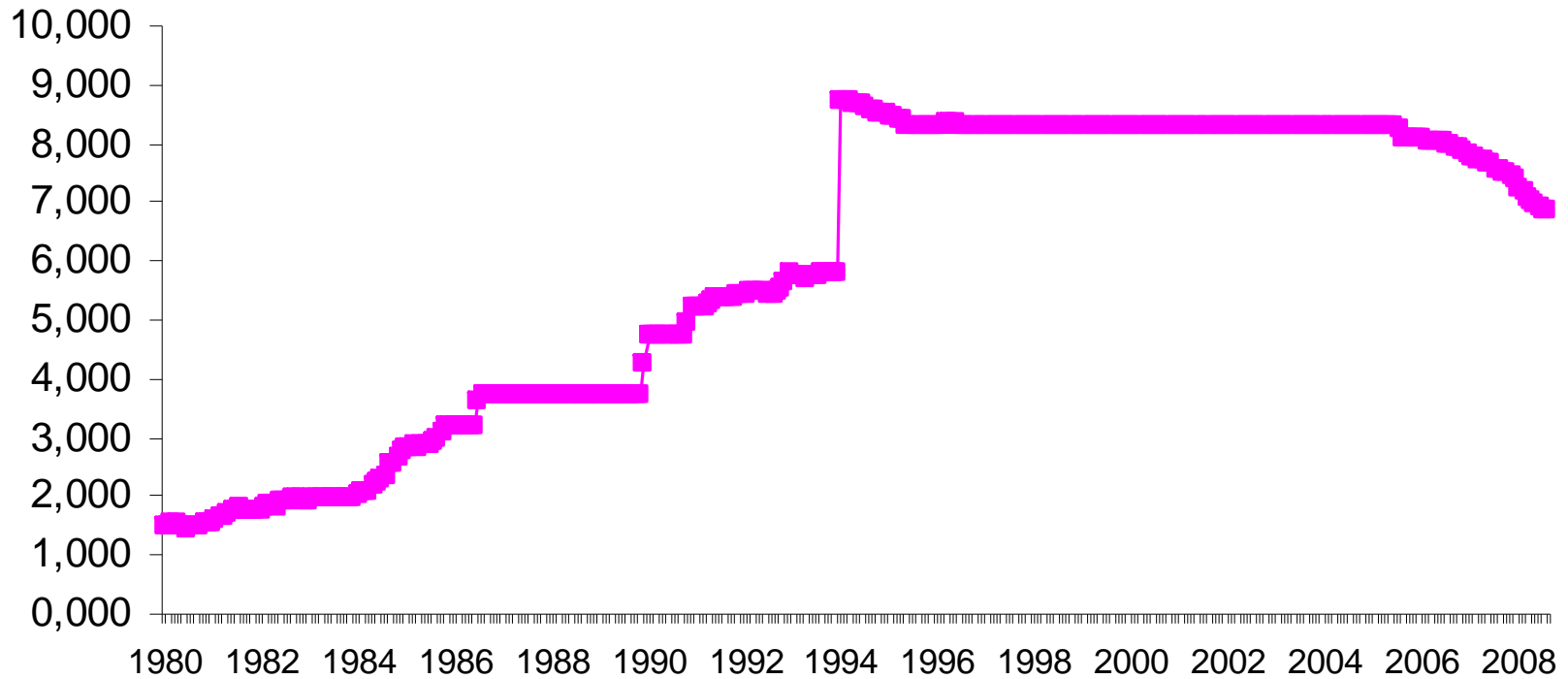
Table 14: Estimates of the renminbi's equilibrium exchange

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

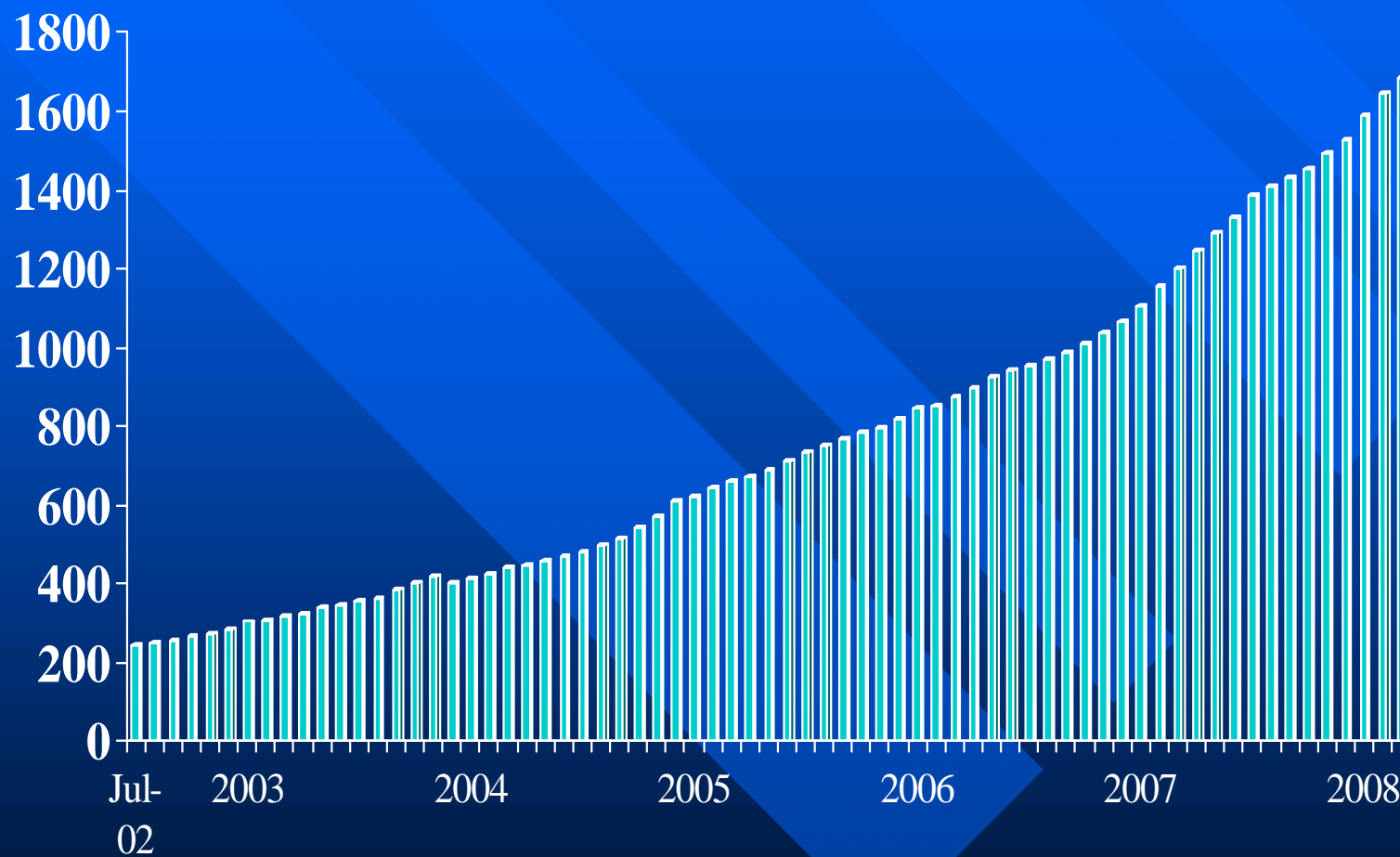
Fuente:
Coudert
V. et
alii,
CEPII

Apreciación reciente del yuan..

Tipo de cambio yuanes por US\$



...con acumulación creciente de reservas internacionales



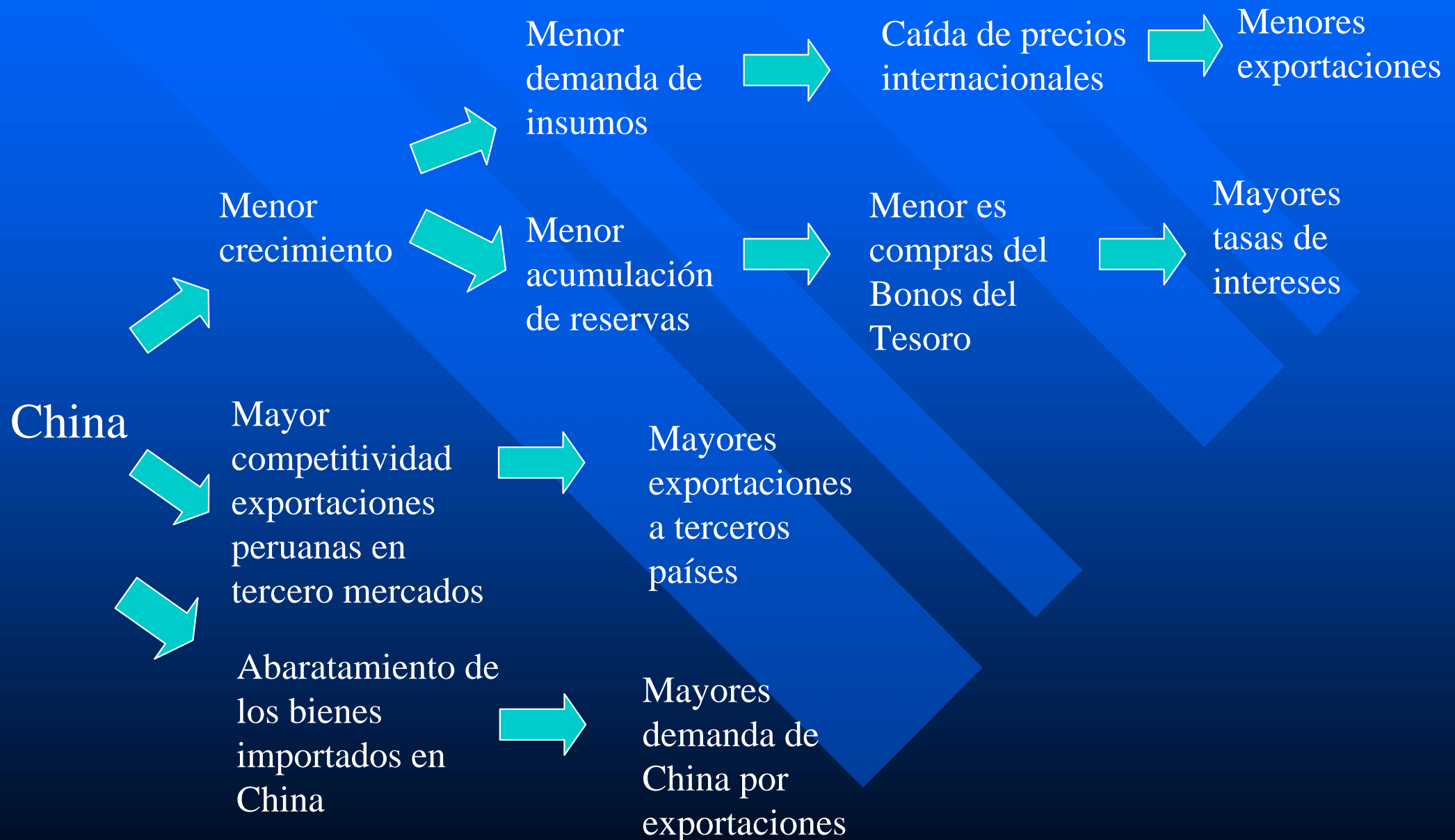
Fuente: Bloomberg

¿Corrige la apreciación del yuan 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

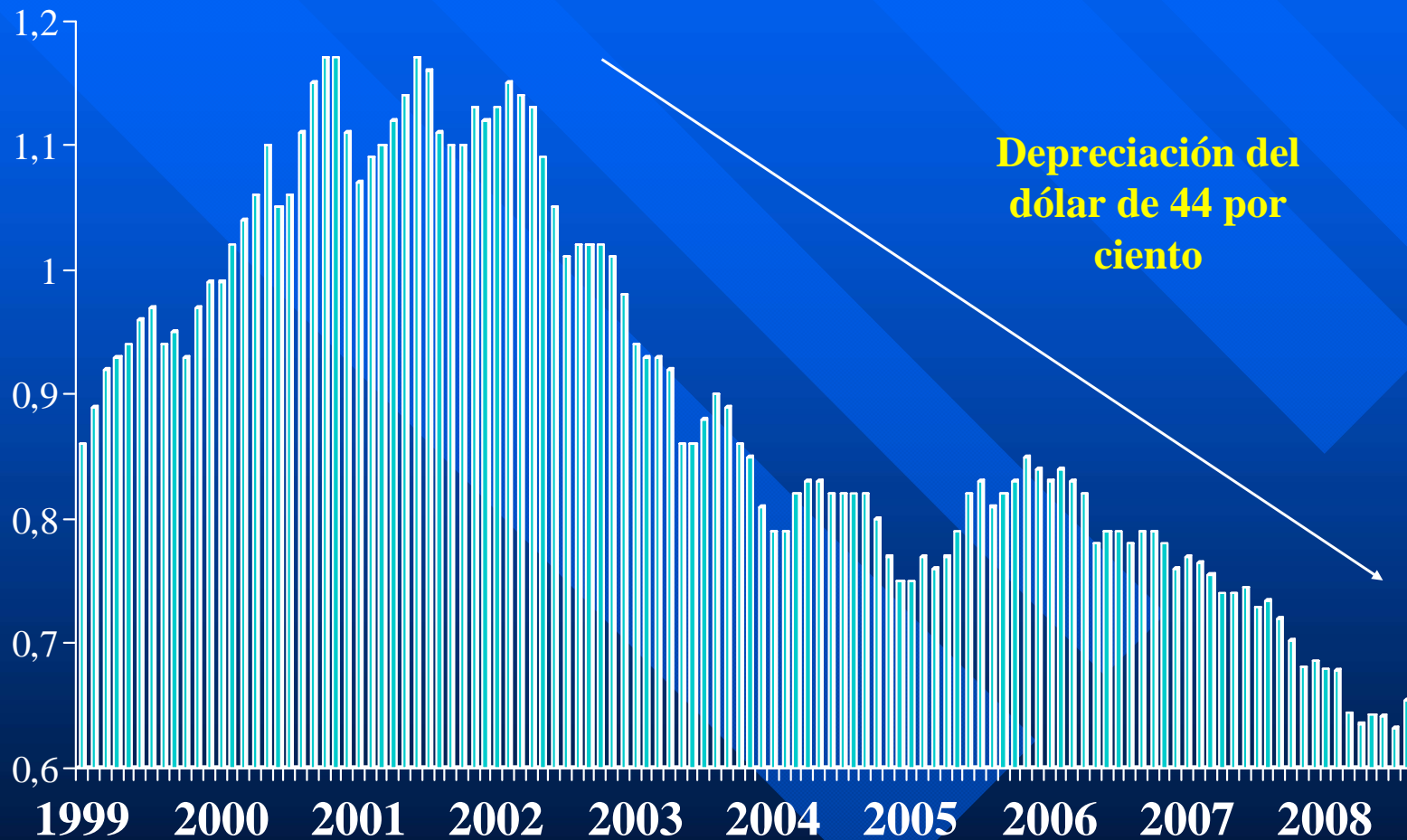
La apreciación del yuan: los canales de transmisión sobre el resto del mundo



¿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**
- Crecimiento de la demanda doméstica: Japón, Eurozona (Alemania) y China
- Mayor gasto en países petroleros

Evolución reciente del tipo de cambio (euros por dólar)



Depreciación del
dólar de 44 por
ciento



- 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)
- **Crecimiento de la demanda doméstica: Japón, Eurozona (Alemania) y China**
- Mayor gasto en países petroleros

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

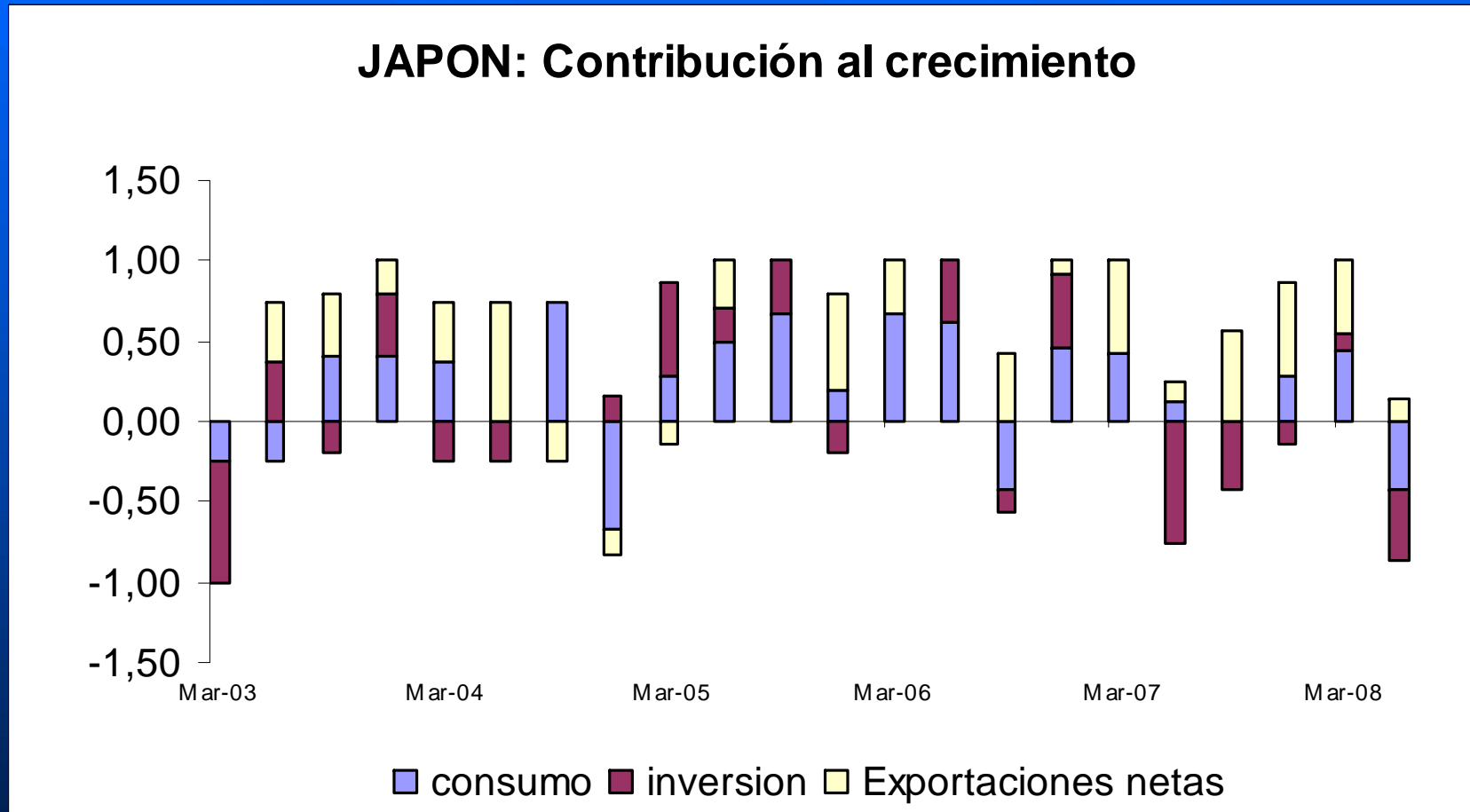
- *The authorities did not share the staff's long-standing concern regarding the US current account deficit, which they considered mainly a reflection of weak growth abroad and, therefore, not a US policy matter. Although staff has expressed some specific concerns in recent years regarding US trade actions, officials 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 noventa redujeron la inversión.
 - Exceso de inversión en los noventa
 - Exceso de ganancias corporativas
- Altos precios de petróleo incrementa ahorro de países y ahorro global (por menor propensión marginal a consumir)

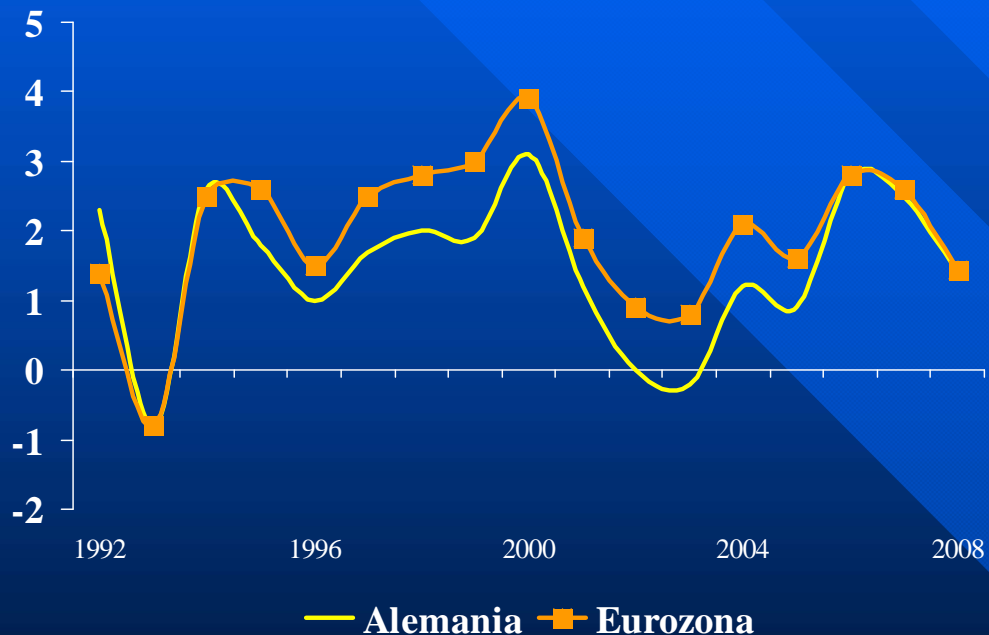
Japón: PBI por tipo de gasto



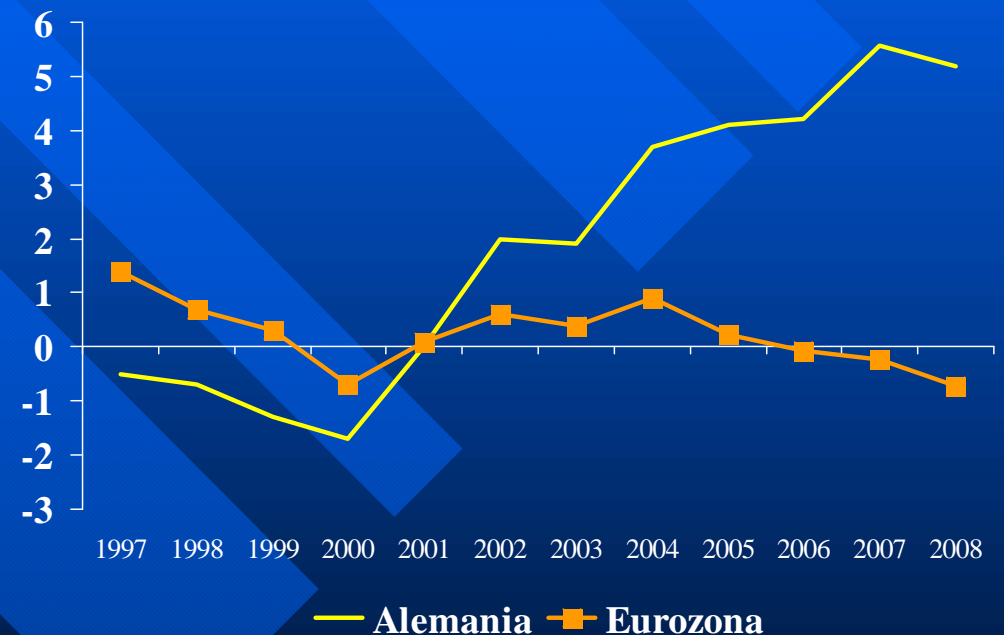
Fuente: Bloomberg

Alemania: bajo crecimiento con elevado superávit en cuenta corriente

Crecimiento del PBI 1992-2008

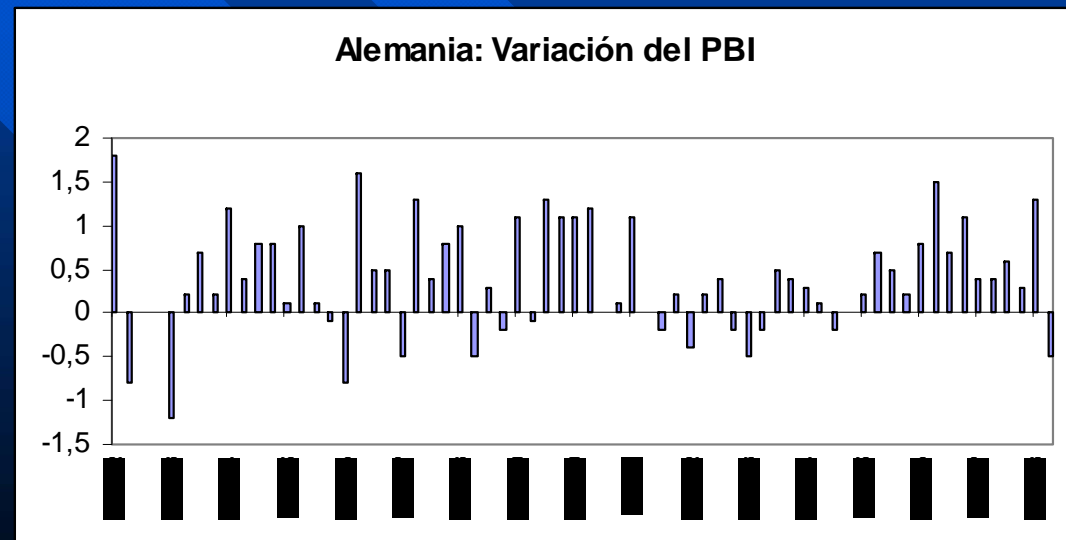
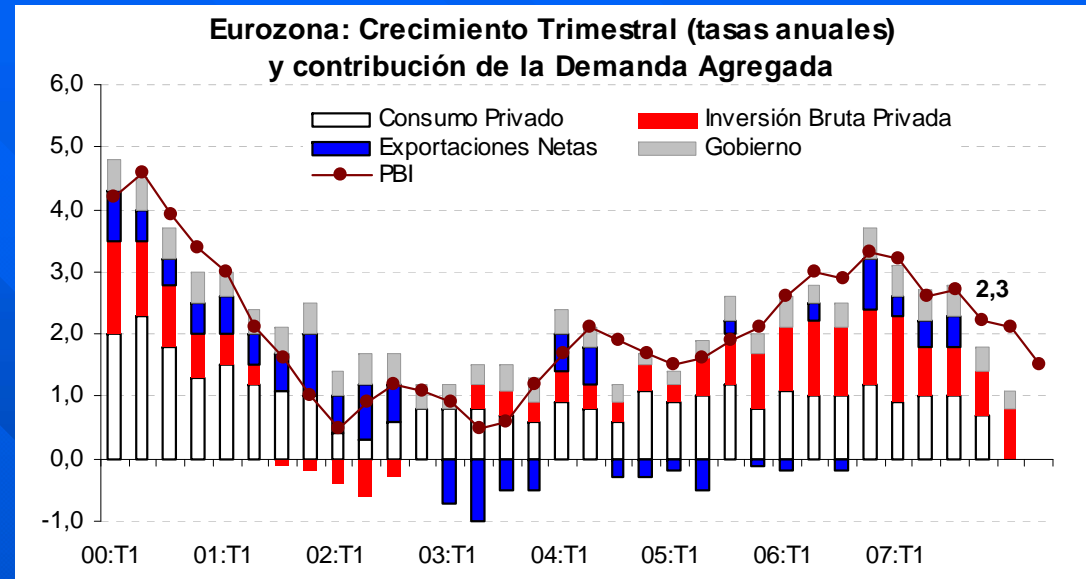


Déficit en cuenta corriente 1997-2008



Fuente: FMI, WEO abril 2008

La Eurozona: evolución macroeconómica reciente



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

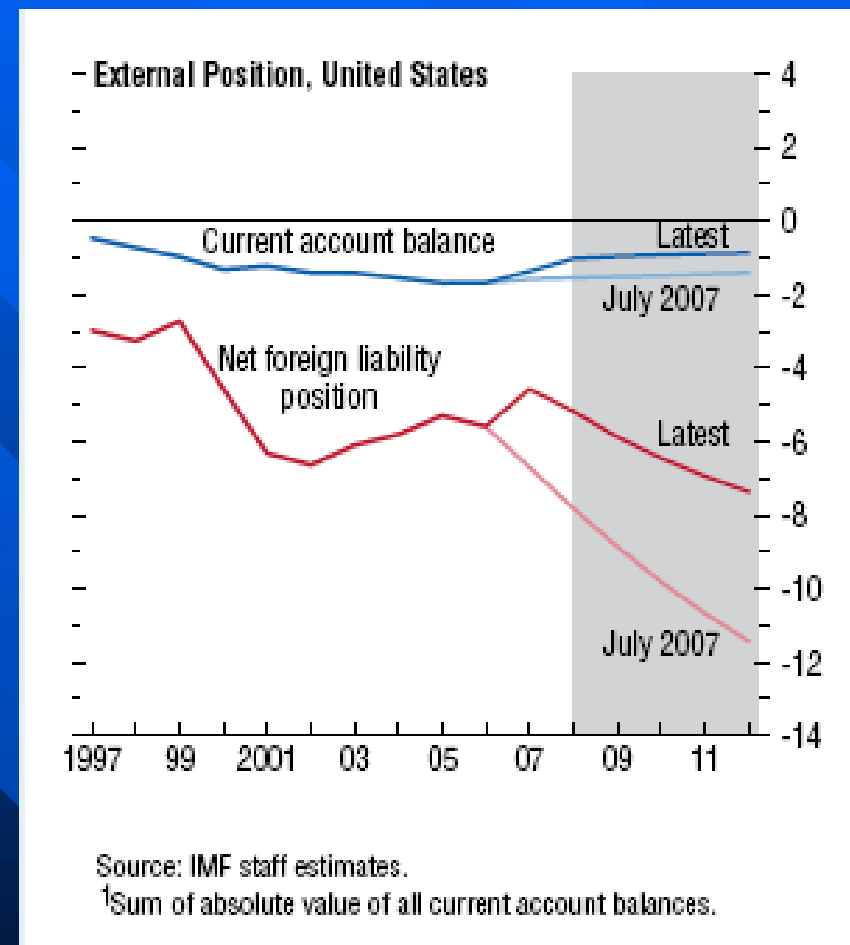
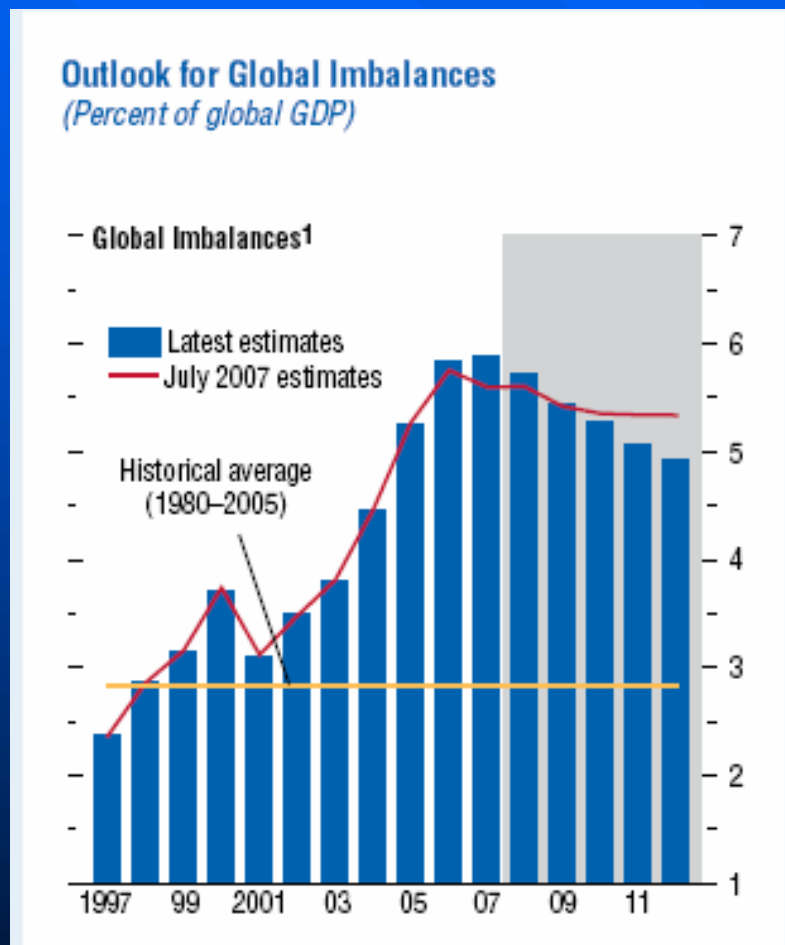
- El superávit conjunto de estos países se reduce en sólo US\$ 40 mil millones:
 - Japón: US\$ 27 mil mill.
 - Europa: US\$ 13 mil mill.
- Ello se debe comparar con un desequilibrio de US 350 mil millones (equivalente e a una reducción del déficit de EUA a 3,6 por ciento del PBI).

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

En conclusión, se han dado algunos progresos en la corrección de los desequilibrios globales...

- Reducción de la demanda doméstica en EUA (por inversión y consumo).
- Depreciación significativa del dólar con respecto al euro y moderada con respecto al yuan.
- Incremento de la demanda doméstica en China: mayor consumo y gasto público en programas sociales y de reformas.
- Mayor gasto en infraestructura en países de la OPEP (Arabia Saudita).

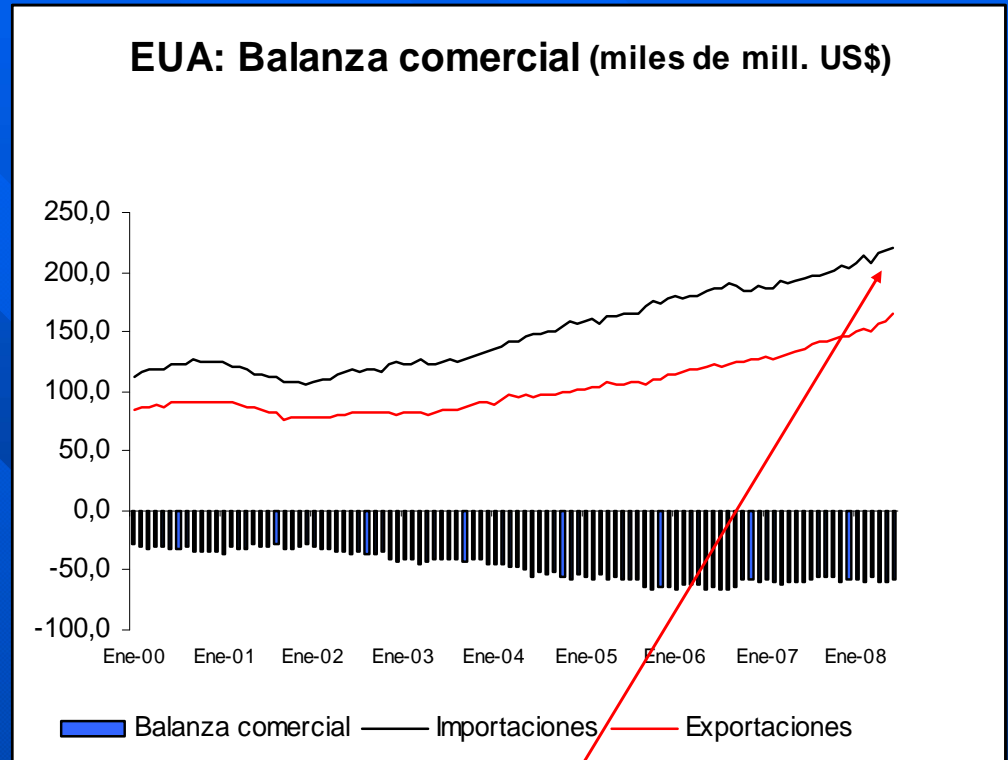
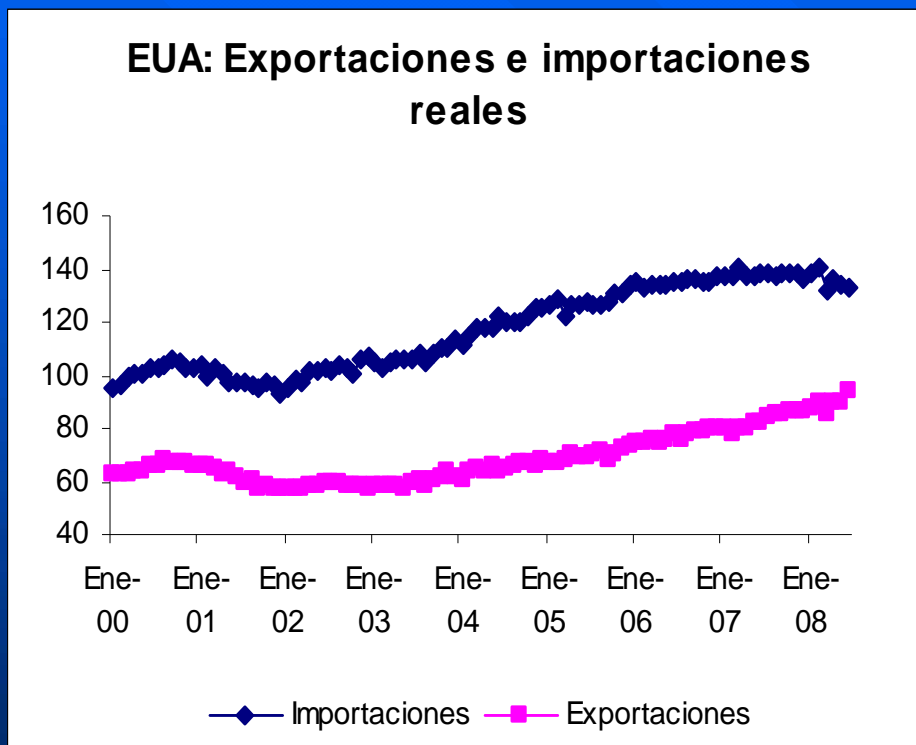
En conclusión, se han dado algunos progresos en la corrección de los desequilibrios globales..



Source: IMF staff estimates.

¹Sum of absolute value of all current account balances.

Pero insuficientes: balanza comercial de EUA no se ha corregido significativamente..

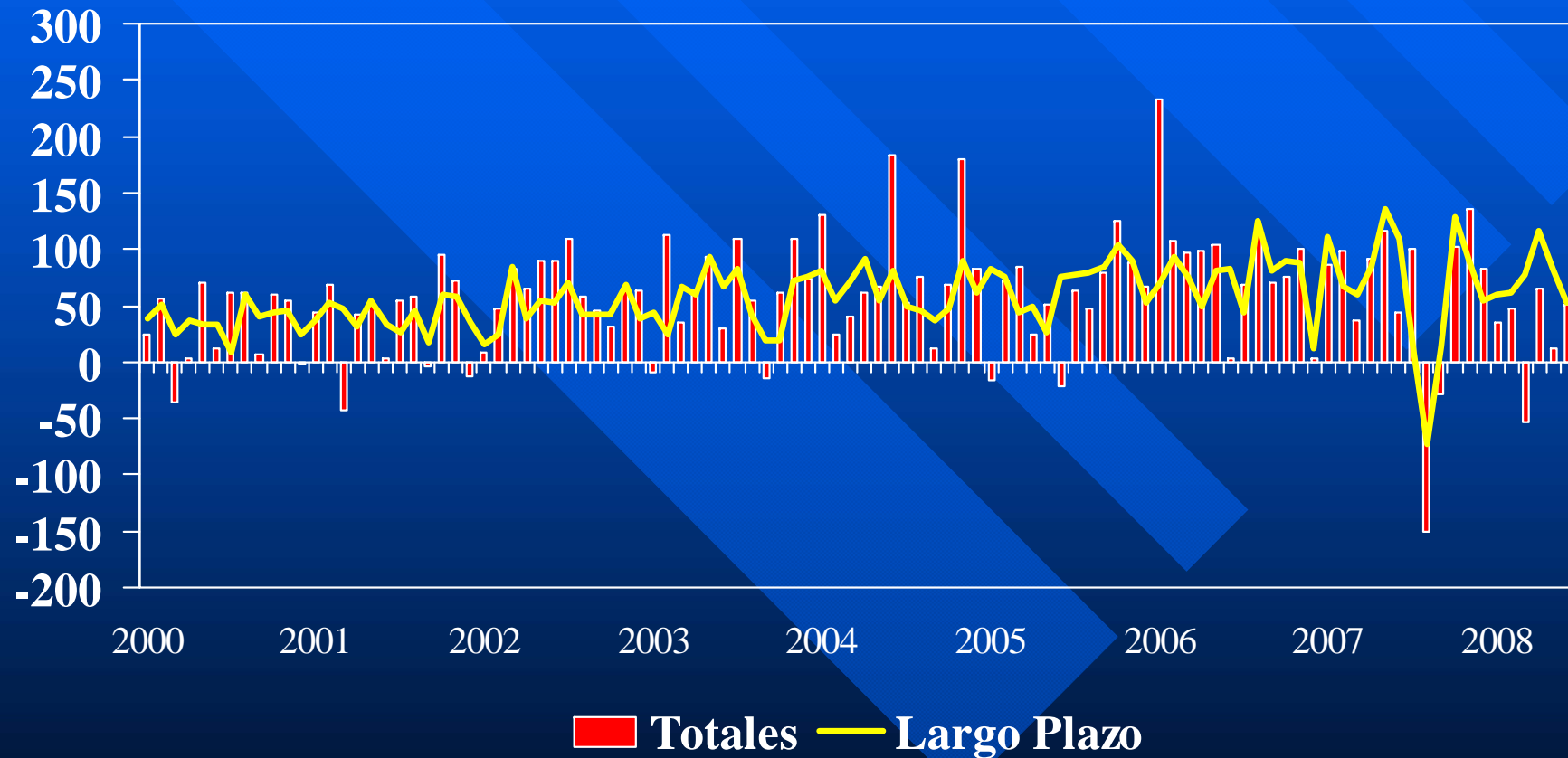


Fuente: Bureau of Economic Analysis

Elevados precios de petróleo: Las importaciones de enero-junio han sido de US 225 mil millones (US\$ 81 mil millones más que el año anterior).

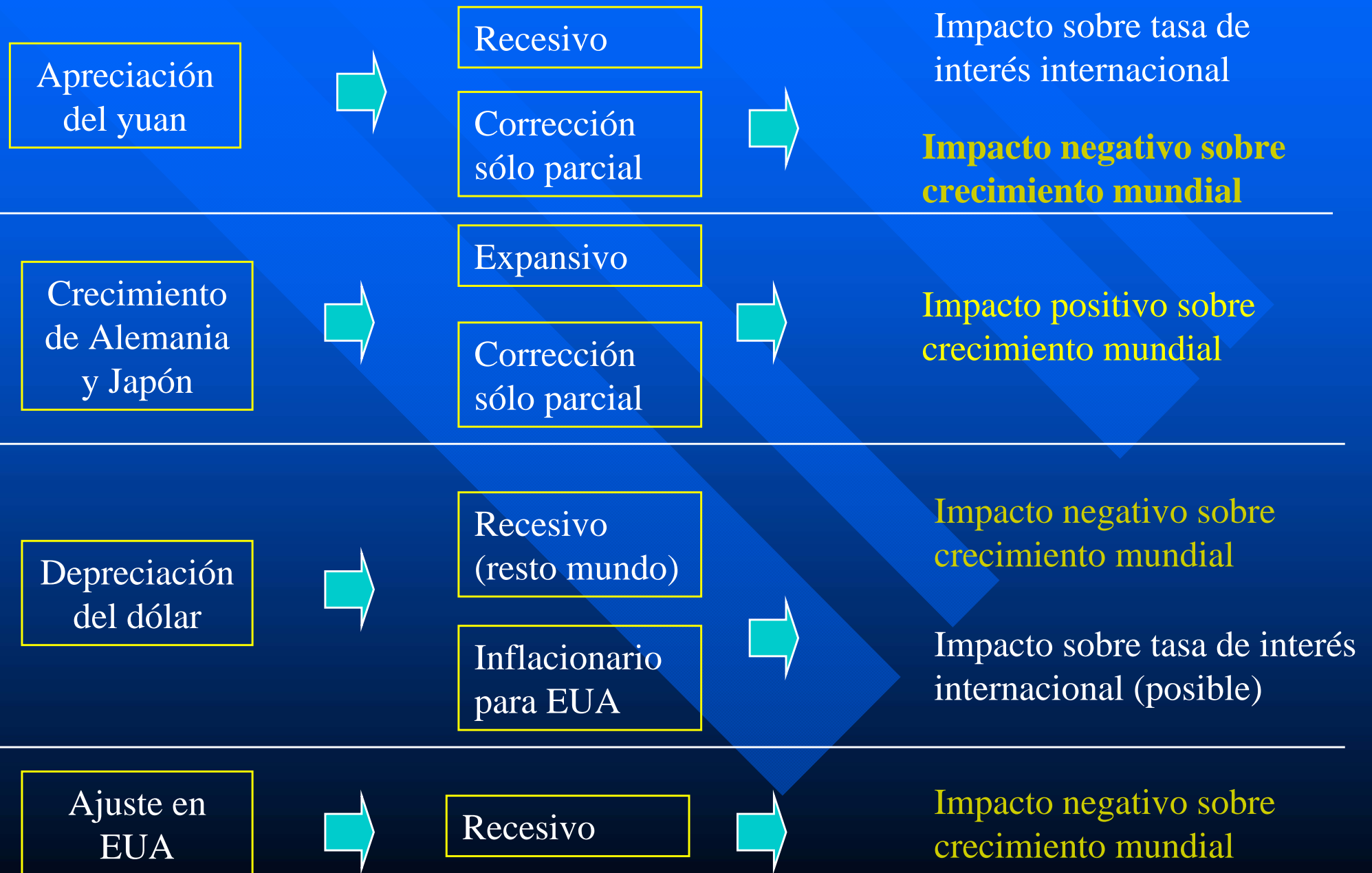
Y posición deudora no se habría reducido

EUA: Flujo de capitales (Miles de millones de US\$)



- El déficit en cuenta corriente sigue siendo elevado:
 - Se estima como sostenible un déficit entre 2 y 3 por ciento del PBI.
 - Este déficit no se ha corregido en forma significativa como en otros episodios de depreciación significativa del dólar.
- Fondos soberanos han estabilizado al dólar en la crisis reciente (inyección de capital a instituciones financieras), lo que podría revertirse en el futuro.
- La Eurozona tiene una importancia similar en términos de PBI, podría sustituir al dólar en el corto o mediano plazo.

Los canales de transmisión de una corrección brusca de los desequilibrios



Consortio de Investigación Económica y Social

Agosto 2008

**Una nota sobre los
desequilibrios globales**

**Mauricio de la Cuba
BCRP**