

# Un Diagnóstico Estructural de la Economía Global

---

## Recuperación y Políticas

III Congreso FIAP-ASOFONDOS

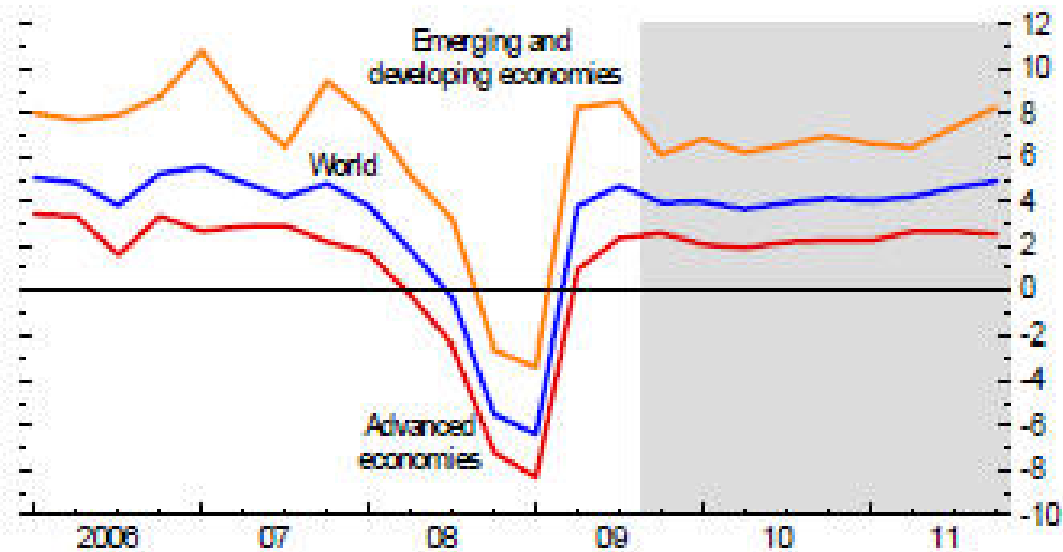
Cartagena de Indias, Abril 2010



# Crisis y Recuperación

---

**Figure 1. Global GDP Growth**  
(Percent; quarter-over-quarter, annualized)



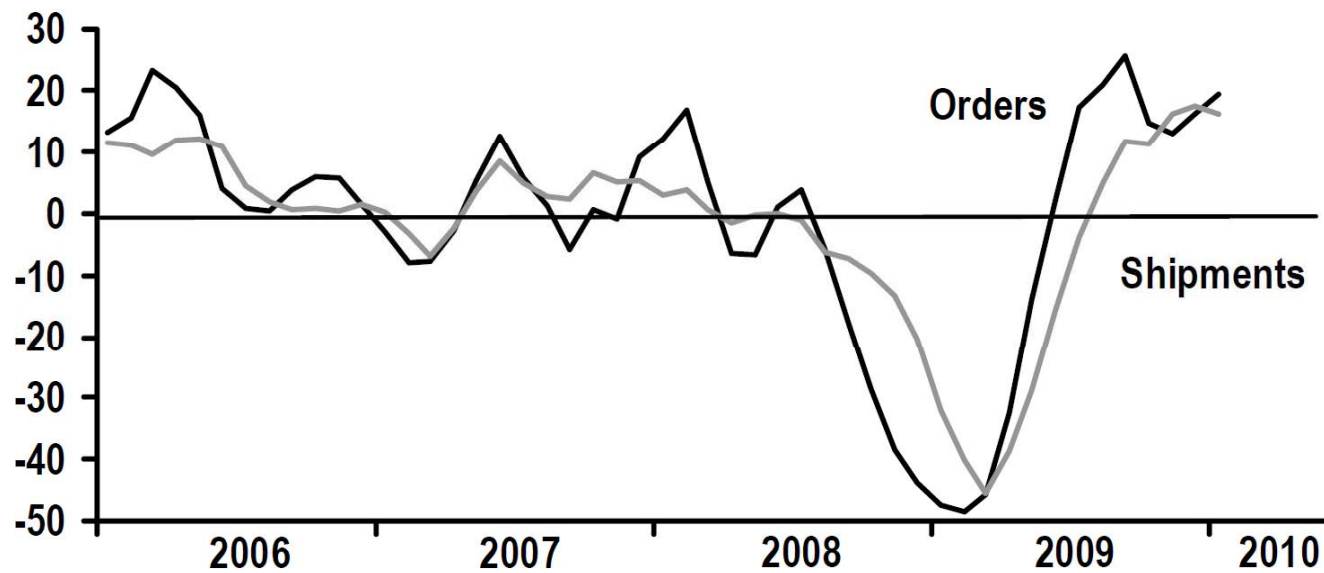
Source: IMF staff estimates.



# Crisis y Recuperación

## G-3 aggregate capital goods orders and shipments

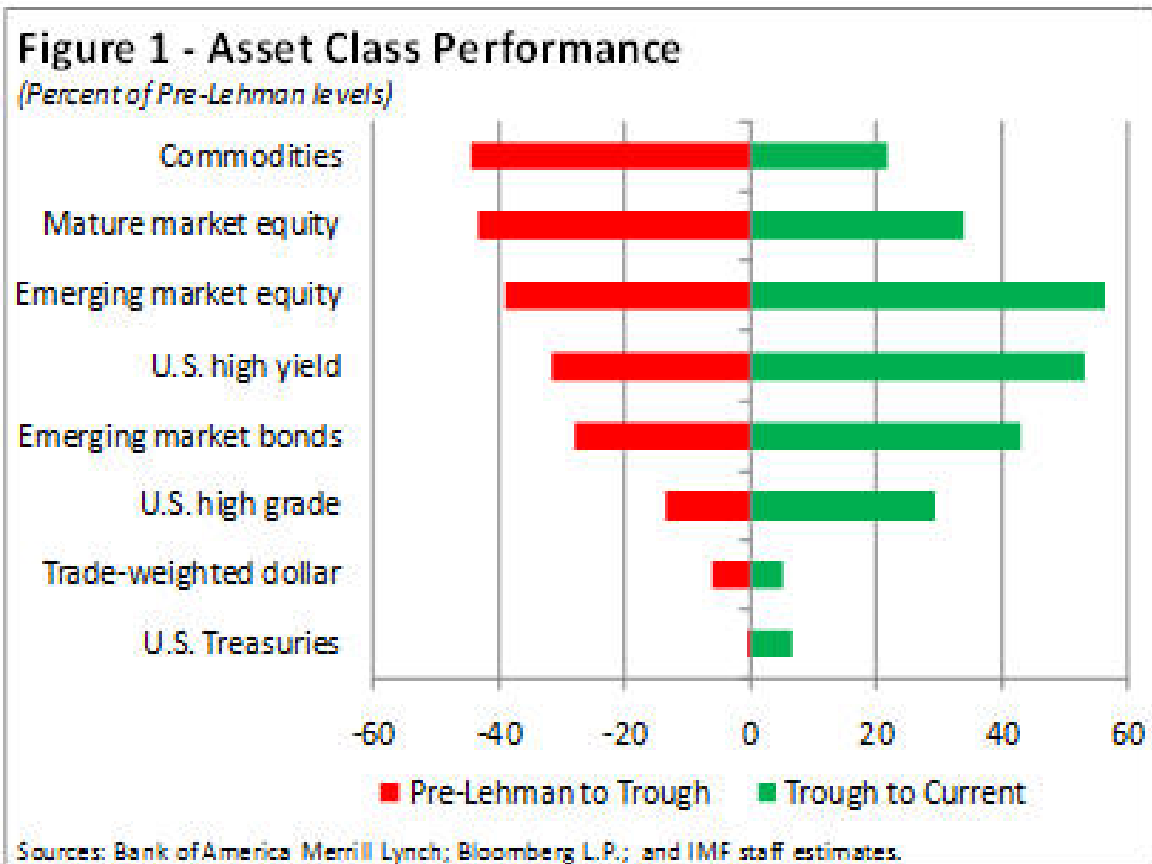
%3m/3m, saar; (US shipments excl. defense and aircraft)



Source: J.P. Morgan



# Crisis y Recuperación



# Crisis y Recuperación

---

U.S. housing starts appear to have  
troughed since first quarter

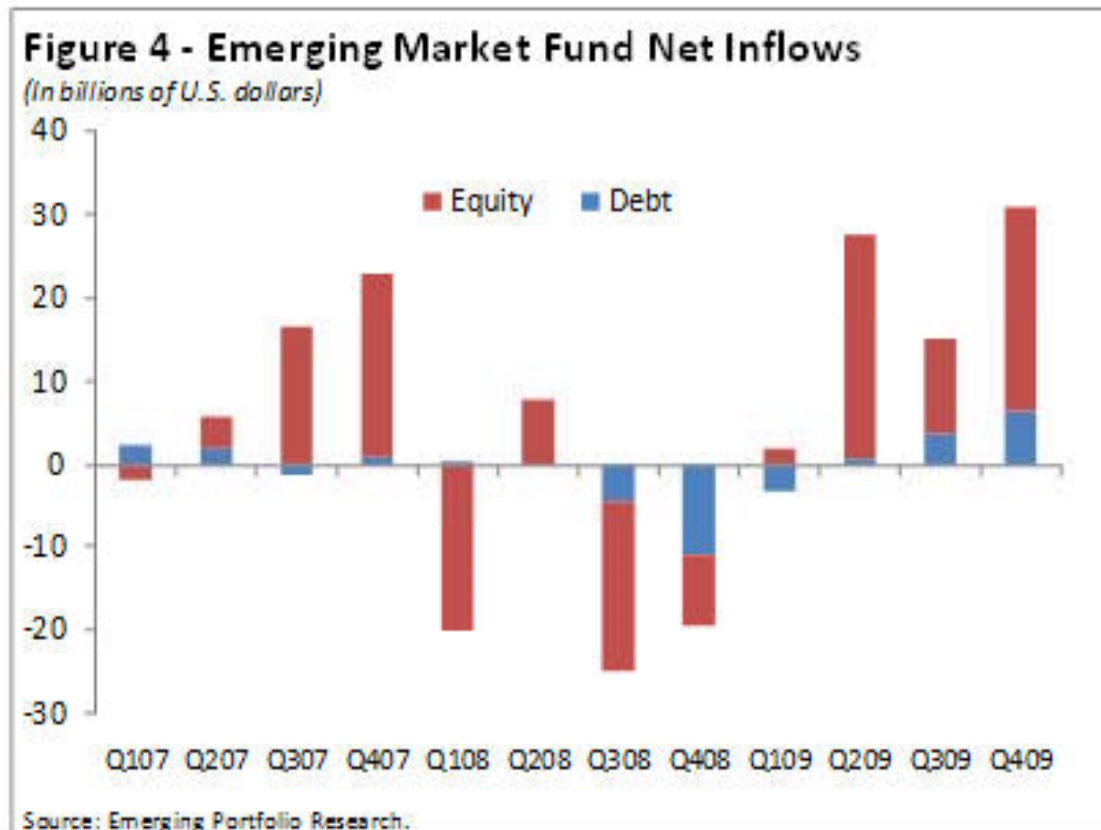


Source: National Association of Realtors.



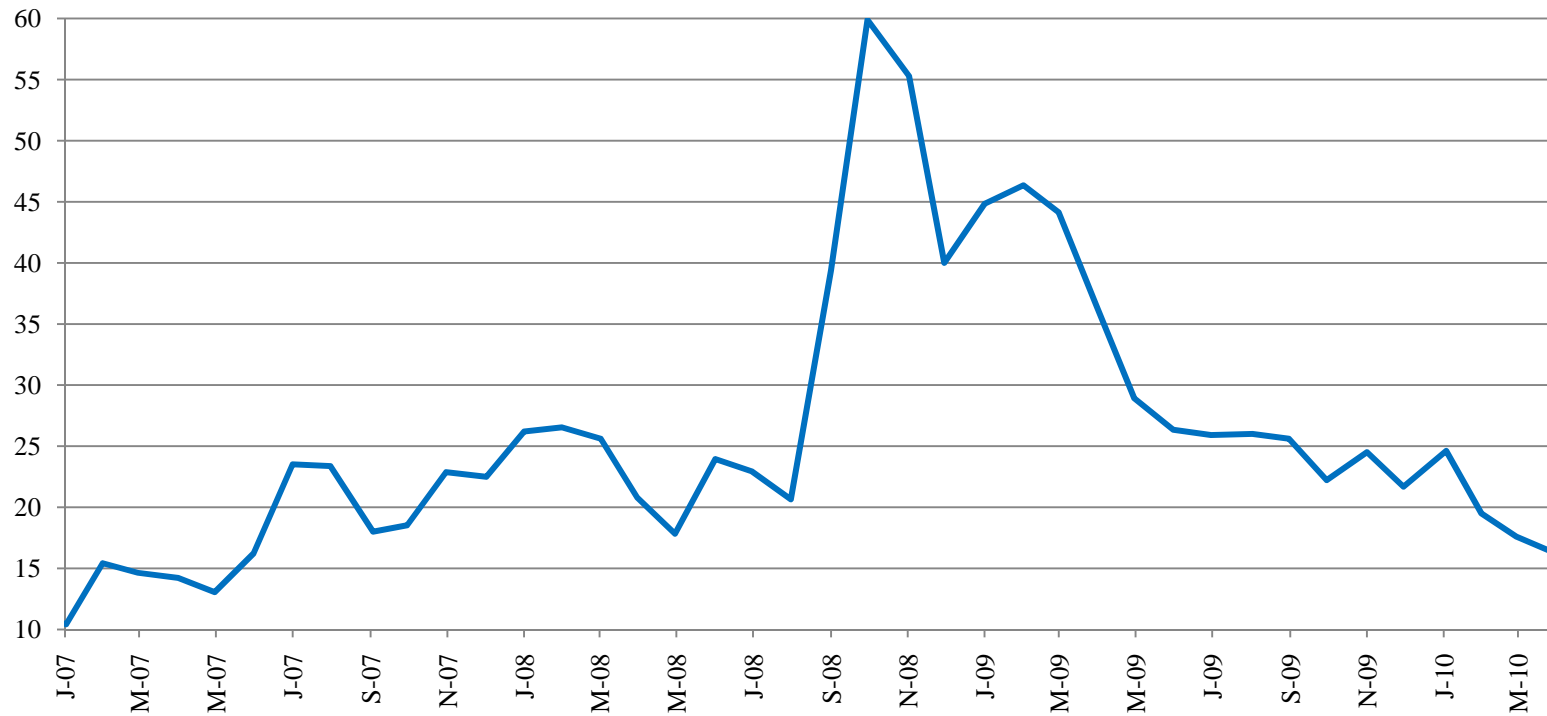
# Mercados emergentes

---



# VIX

## Volatility Index (VIX)



Source: Yahoo! Finance



# ¿Qué viene ahora?

---

- La estructura de la economía global
  - ¿De dónde veníamos?
  - La crisis y sus consecuencias.
- Respuesta de política económica de mediano plazo
  - Lo que necesitamos.
  - Lo que se hará... y sus costos.
- Conclusiones



---

# ¿DE DÓNDE VENÍAMOS? (ANTES DE LA CRISIS)



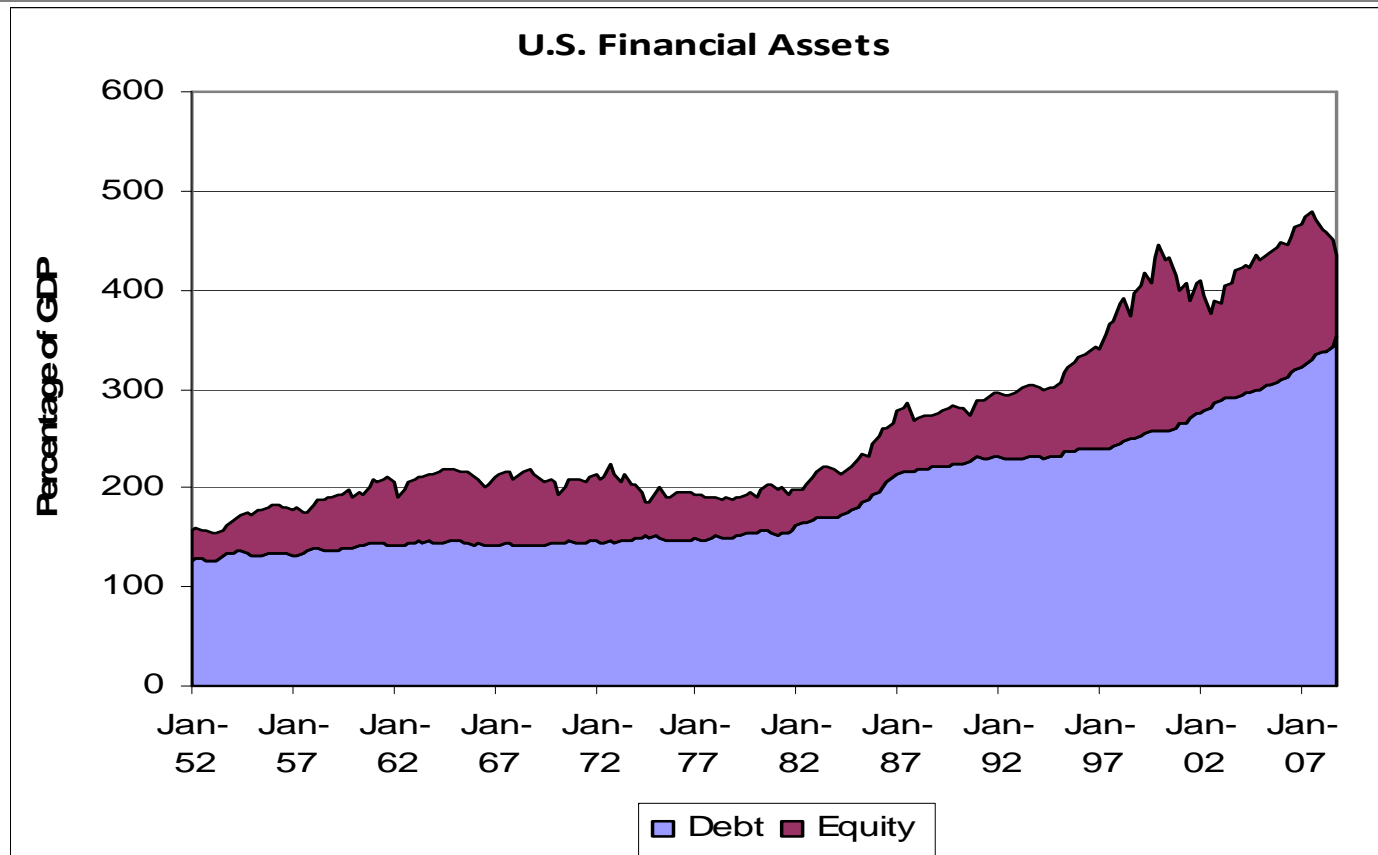
# El “desequilibrio” central

---

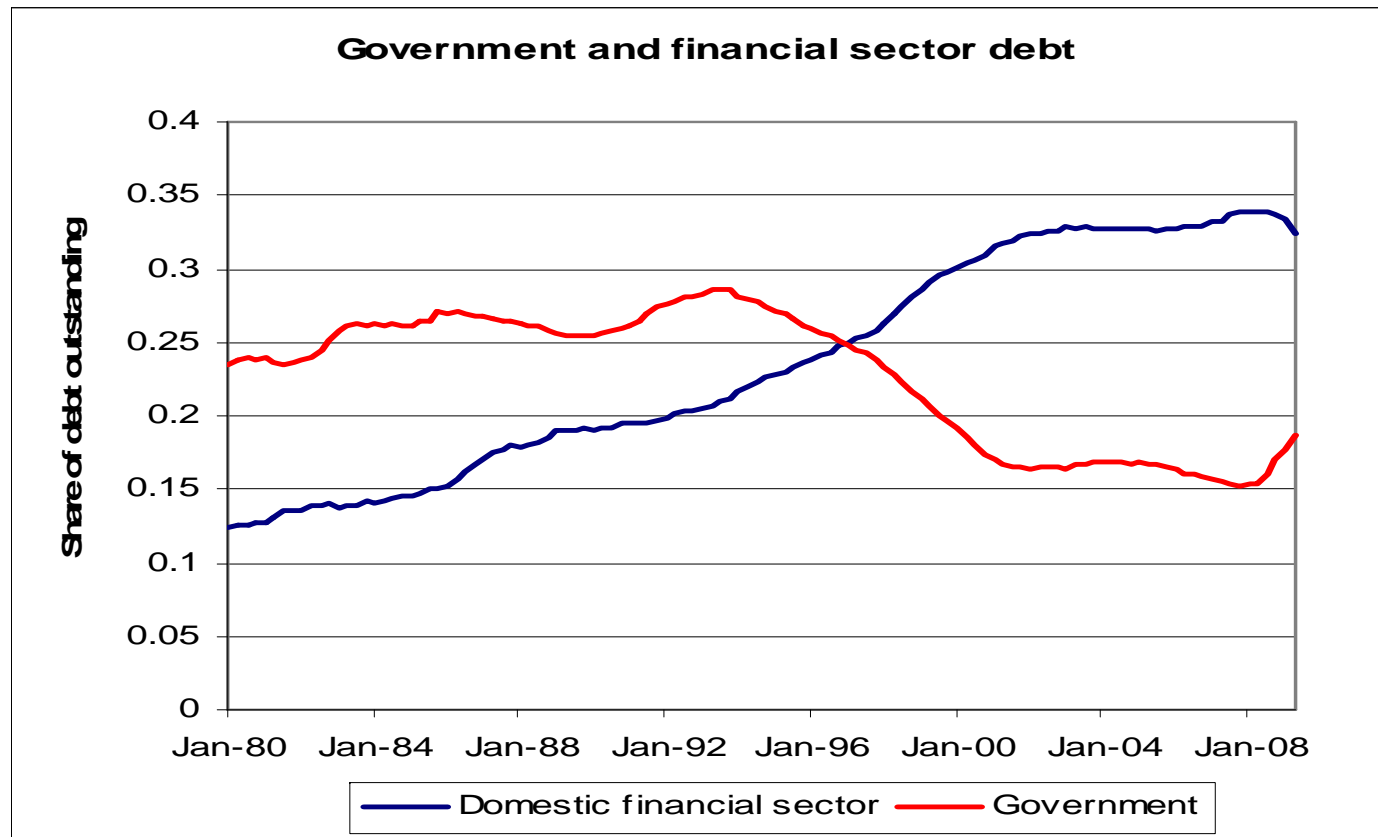
- No son los “desequilibrios” globales... al menos no a través de los mecanismos anticipados.
- En su lugar, propongo:
  - Problema estructural: Desequilibrio de “triple-A”.
  - Crisis: Colapso (y pánico) del complejo sector privado creado para acortar esta brecha.



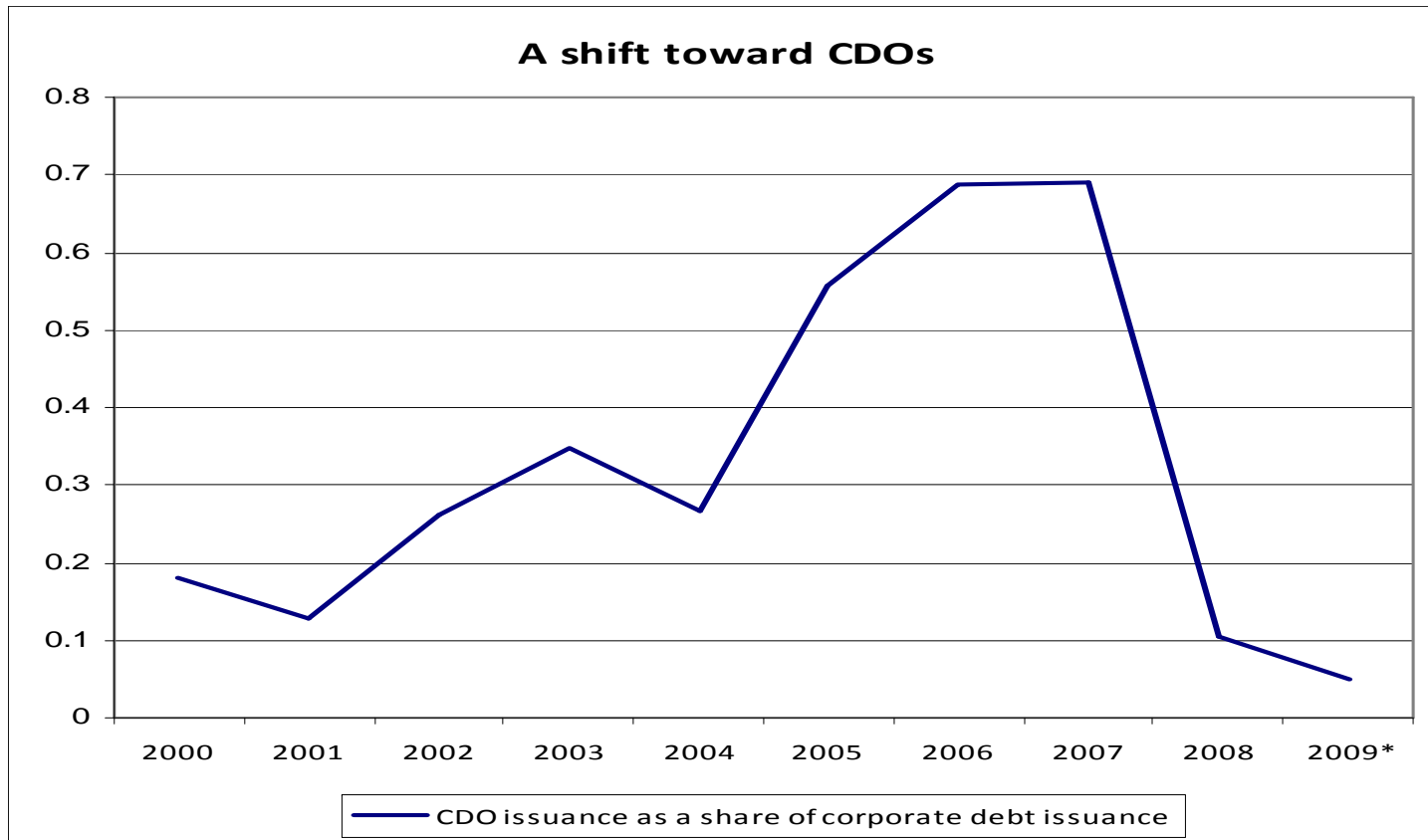
# La escasez de activos seguros



# El rol del sector financiero

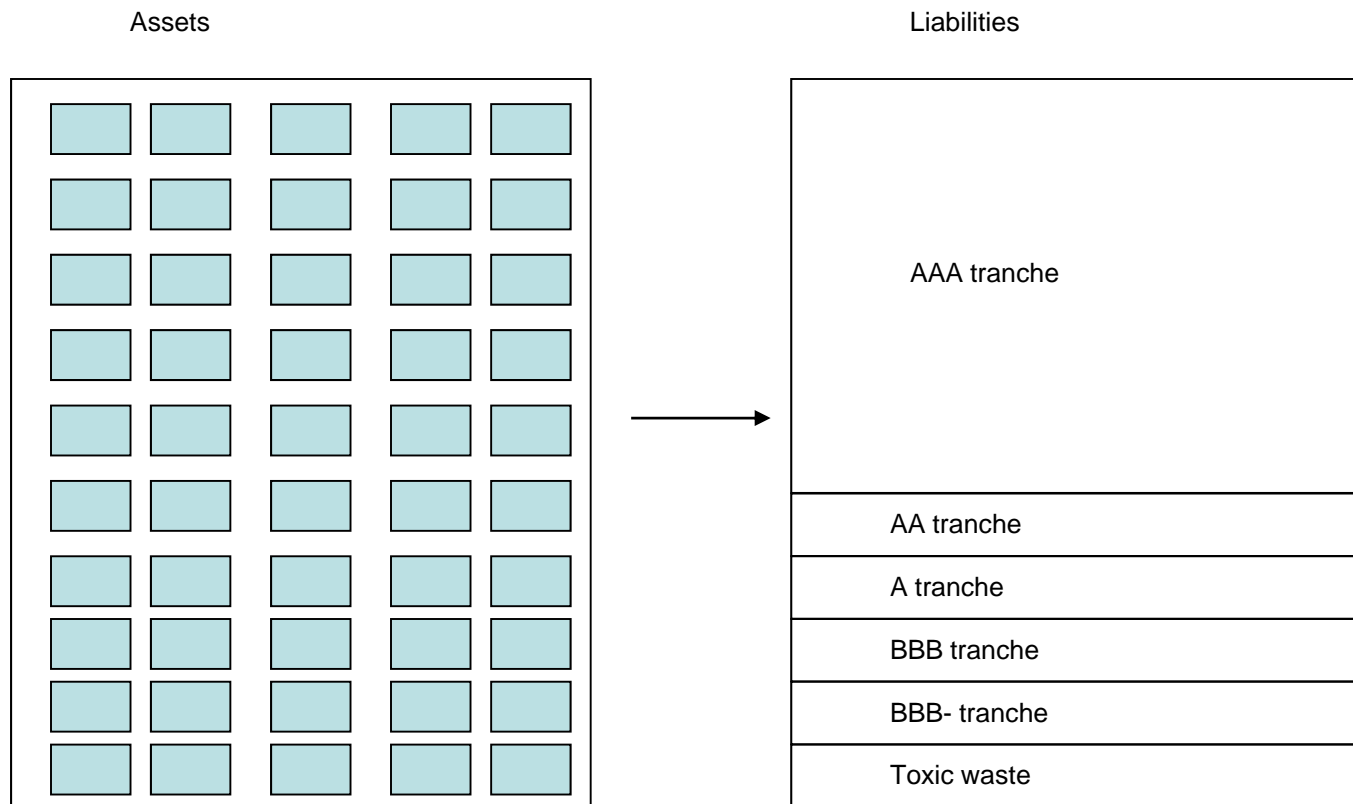


# El rol de activos complejos

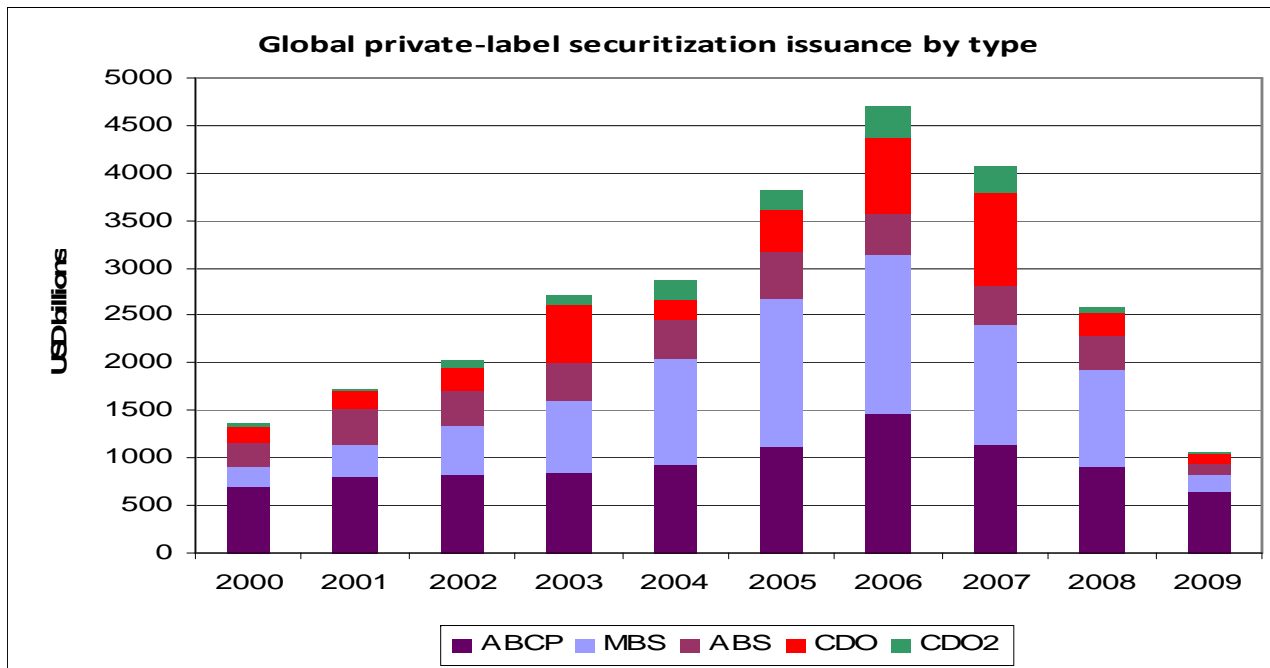


# Acumulación de riesgo sistémico

---

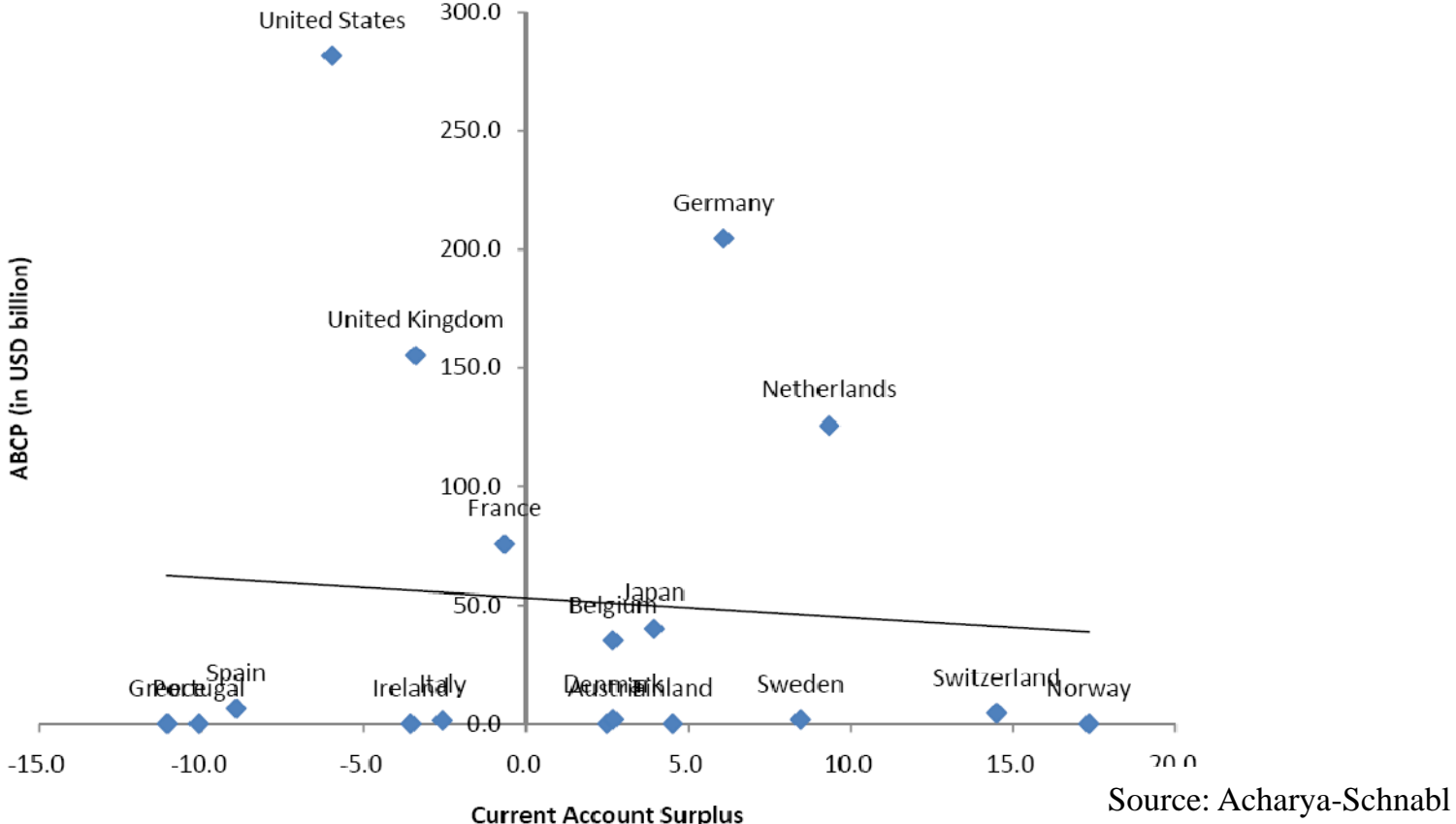


# De los activos al riesgo sistémico

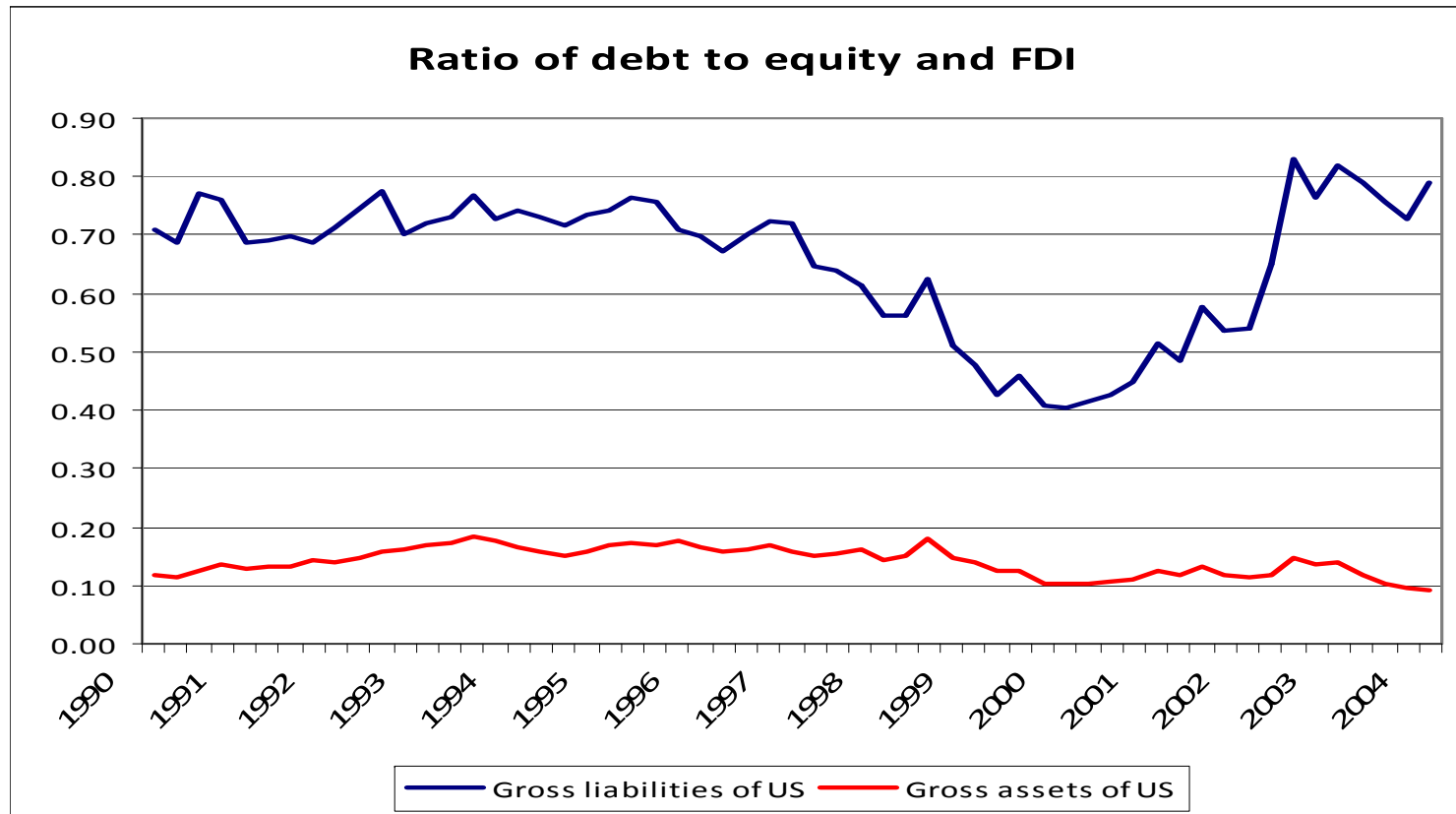


- Los bancos y sus SPVs se quedaron con las (super) senior tranches.
- AIG, monolines, etc. también se las quedaron.

# Producción de AAA complejos, no desequilibrios globales



# Conexión con los flujos de capital



---

# LA CRISIS



# Componentes

---

- **Concentración de riesgo agregado en instituciones** (conectadas) altamente apalancadas y **sistémicamente importantes.**
- Sin embargo, esto no es suficiente para una crisis severa en mercados financieros desarrollados:
  - **Sorpresa.** No sólo un shock, sino también una sensación de cambio de paradigma. Crea confusión e incertidumbre.
  - **Políticas de respuesta tardías.**

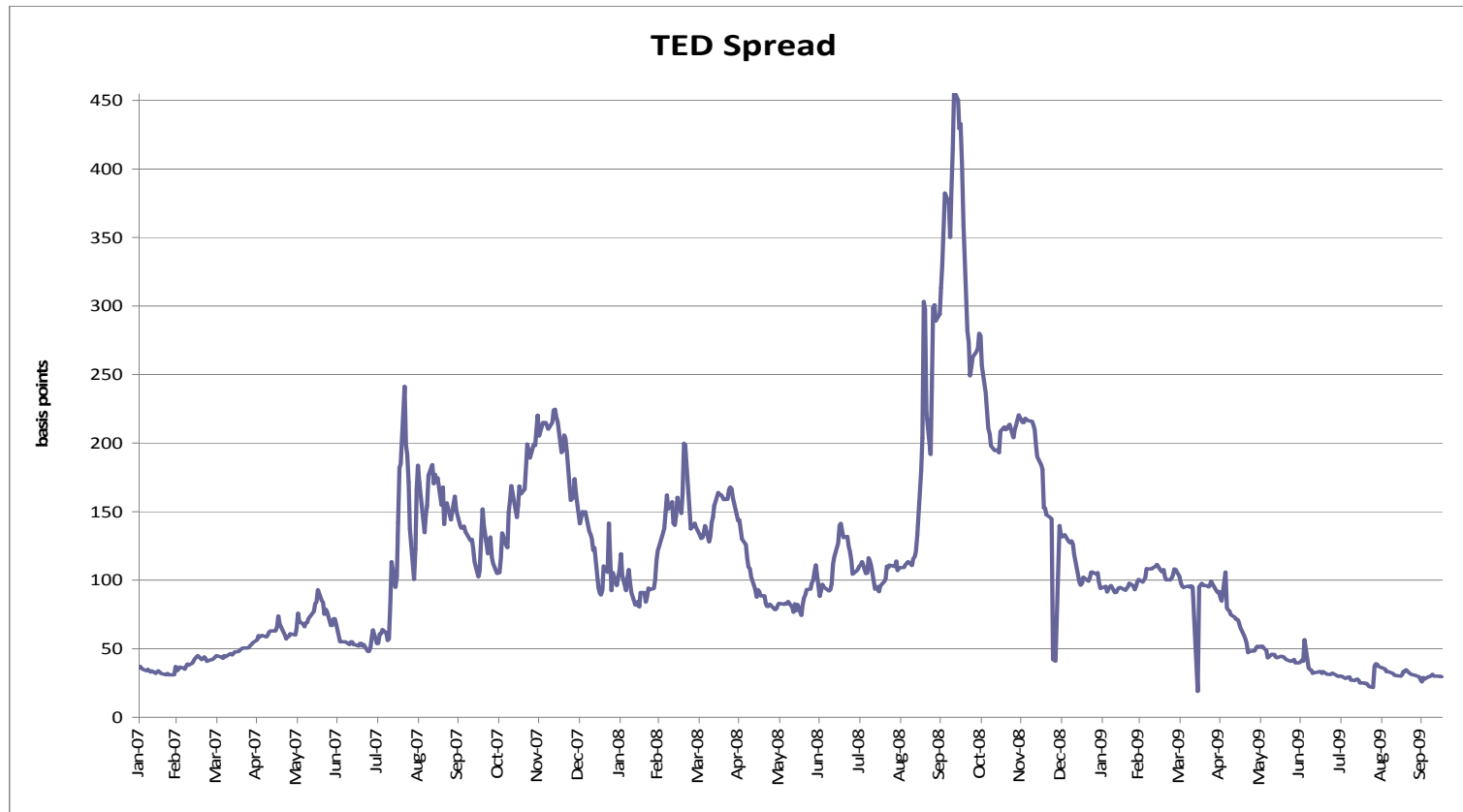
# La Sorpresa

---

- No fue la caída de precios de bienes raíces, o el hecho de que las hipotecas subprime fueron las primeras víctimas.
- La sorpresa inicial fue el congelamiento repentino de un gran número de mercados financieros, incluso lejanos a los subprime.
- Más tarde, no fue la caída de Lehman *per se* (precios de CDS), sino una sensación de imprevisibilidad de políticas y el colapso de AIG y fondos MM.
- Sabiduría después de los hechos. Los datos estaban disponibles (ej. Reserve Primary Fund). Conocimiento local. Complejidad.



# Se impuso la incertidumbre Knightiana



# Lenta respuesta de políticas (sistémicas)

---

- Las crisis se desarrollan rápidamente, pero hay (casi) siempre una ventana de oportunidad para contener el daño.
- Mucho del debate de políticas es sobre políticas para prevenir crisis mucho antes de que pasen.
- Pero una etapa **preventiva** crucial es la etapa inicial de la crisis
  - Como un paro cardíaco.

# Una Analogía

---

*“Paro cardíaco súbito (SCA) es una condición en la cual el corazón para de latir repentina e inesperadamente. Cuando esto ocurre, la sangre deja de fluir al cerebro y otros órganos vitales... SCA normalmente causa la muerte si no es tratada en minutos...”*

*(NIH, mi traducción)*

- ***Paro Financiero Súbito (SFA)***



# Los doctores son pragmáticos

---

- La primera línea de prevención de SCA es un estilo de vida saludable.
- Sin embargo, los médicos están conscientes de que esto no es suficiente y que episodios de SCA igual ocurrirán.
- La respuesta pragmática es complementar el asesoramiento en el estilo de vida con un protocolo efectivo para prevenir la muerte cuando ocurre un SCA
  - Una vez que ocurre, la única forma de tratar SCA es usar un desfibrilador dentro de los 4 minutos.



# Nosotros lo somos menos...

---

- El enfoque pragmático de los médicos contrasta con la renuencia de suplementar requerimientos regulatorios con un mecanismo de desfibrilación financiera.
- El equivalente financiero de un desfibrilador es una provisión masiva de seguros y garantías públicas creíbles para transacciones financieras y balances
  - Se hace ex-post... pero generalmente después de los “4 minutos”.



# En resumen

---

- Una gran parte de las crisis en mercados financieros desarrollados tiene un enorme componente *sorpresa*
- Una sorpresa normalmente causa pánico si afecta sistemas muy interconectados y apalancados. Complejidad
- Cuando se llega a una situación de este tipo, hay muy pocos sustitutos para las garantías públicas para contener la espiral contractiva
- **Es muy difícil para el sistema financiero producir activos financieros que son AAA contra pánicos**

---

# LAS CONSECUENCIAS DE MEDIANO PLAZO DE LA CRISIS

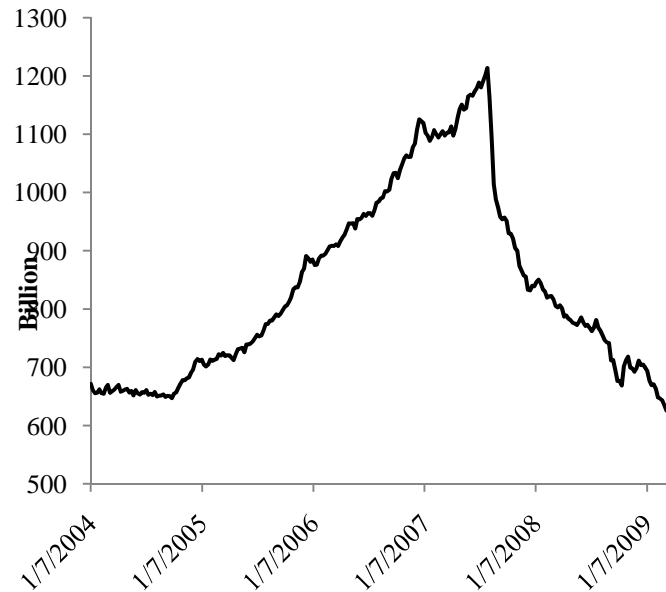
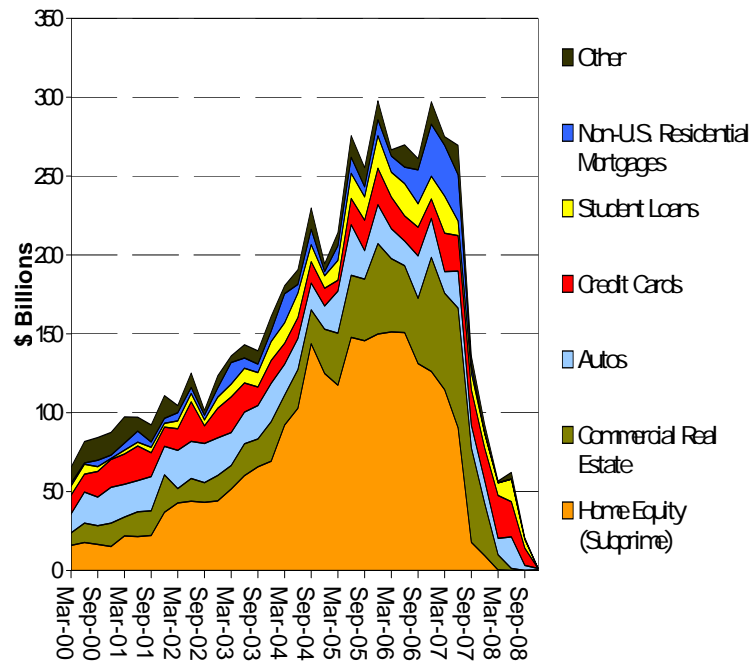


---

# PARA LA ESTRUCTURA

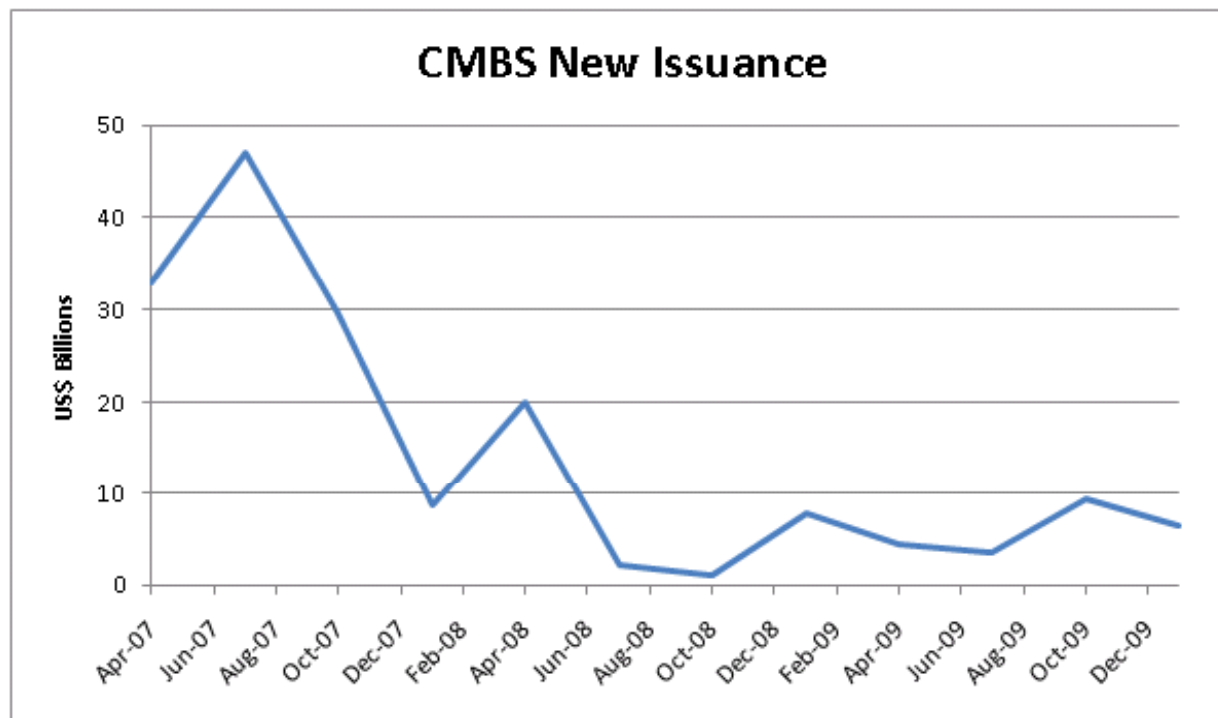


# Destrucción de oferta de activos



# Destrucción de oferta de activos

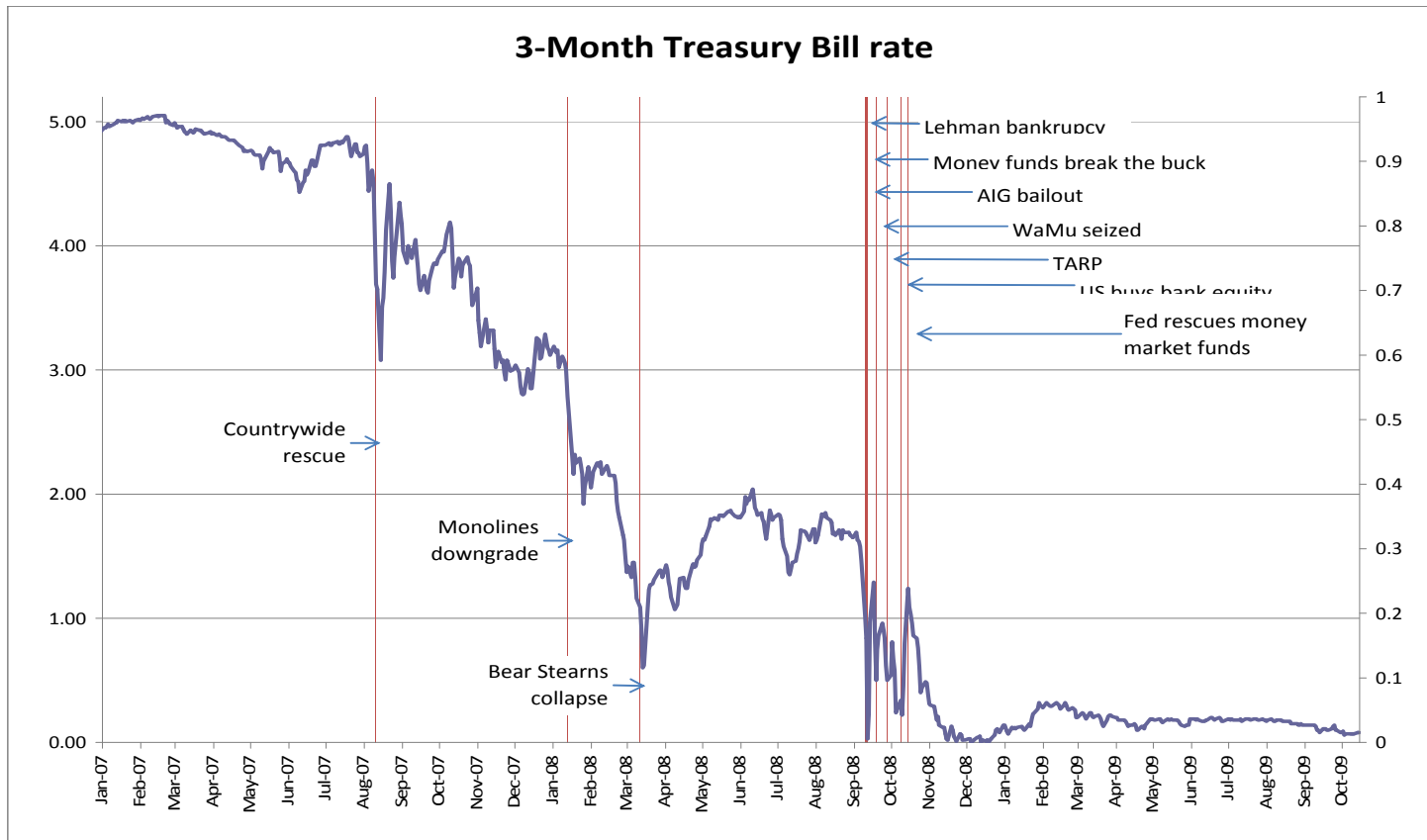
---



Source: Bloomberg



# La escasez de AAA empeoró...



---

# RESPUESTA DE POLÍTICA ECONÓMICA DE MEDIANO PLAZO



# El problema de política económica

---

- Por un lado, la escasez de activos AAA creó las condiciones para una crisis severa
  - La escasez de activos AAA es peor ahora que en el pasado
- Por otro lado, la posibilidad de pánicos impide que el sector privado sea un proveedor confiable de activos AAA-macro



# Dos opciones

---

- Los gobiernos pueden cerrar la brecha directamente
  - Oferta (e.g. USA) y demanda (e.g. China)
- Ayudar al sector privado a recrear la industria AAA removiendo el riesgo que no pueden manejar ...
  - Reasignar el componente de riesgo sistémico que esta industria crea desde los balances de bancos hacia inversores no apalancados (para shocks medianos) y al gobierno (eventos extremos, pánicos).



# Lo que se debería hacer...

---

- Lo que se necesita son garantías amplias de que el “valor de activos” va a ser protegido si las condiciones empeoran
  - Alto valor nocional, pero poco costoso ex-post, ya que deriva su valor del *pánico mismo*
- Una propuesta: TICs
  - Una especie de CDS contingente en evento sistémico y respaldado por el gobierno

# Lo que se hará...

---

- Auto-asegurarse a través de ratios de suficiencia de capital mayores (y cíclicos)
  - Fácil pero puede *empeorar* la escasez de AAA
- Inyecciones contingentes de capital pre-pagadas
  - Uso mas eficiente del capital pero aún caro
  - Puede aumentar el pánico si son dilutivas

---

# ¿DÓNDE NOS DEJA TODO ESTO?



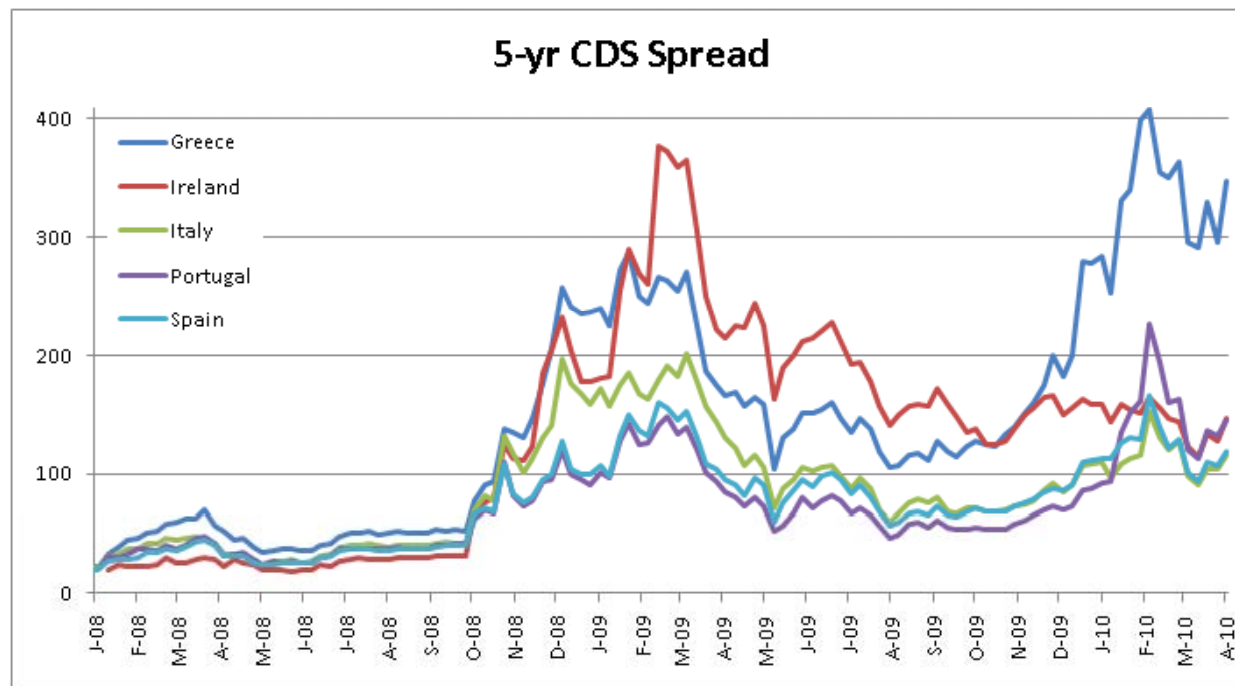
# Trancados...

---

- Los mercados de securitizados se recuperan muy lentamente.
- Los bancos enfrentan una enorme incertidumbre regulatoria luego no sustituyen con crédito tradicional.
- Resultado: El crédito total retorna muy lentamente
  - En EEUU la fuerza de la recuperación es fuerte, y las utilidades retenidas sustituyen, pero todo es lento relativo al potencial.
  - Heterogeneidad: Muy bueno para productores de AAA.

# No hay tanto tiempo...

---



Source: Bloomberg

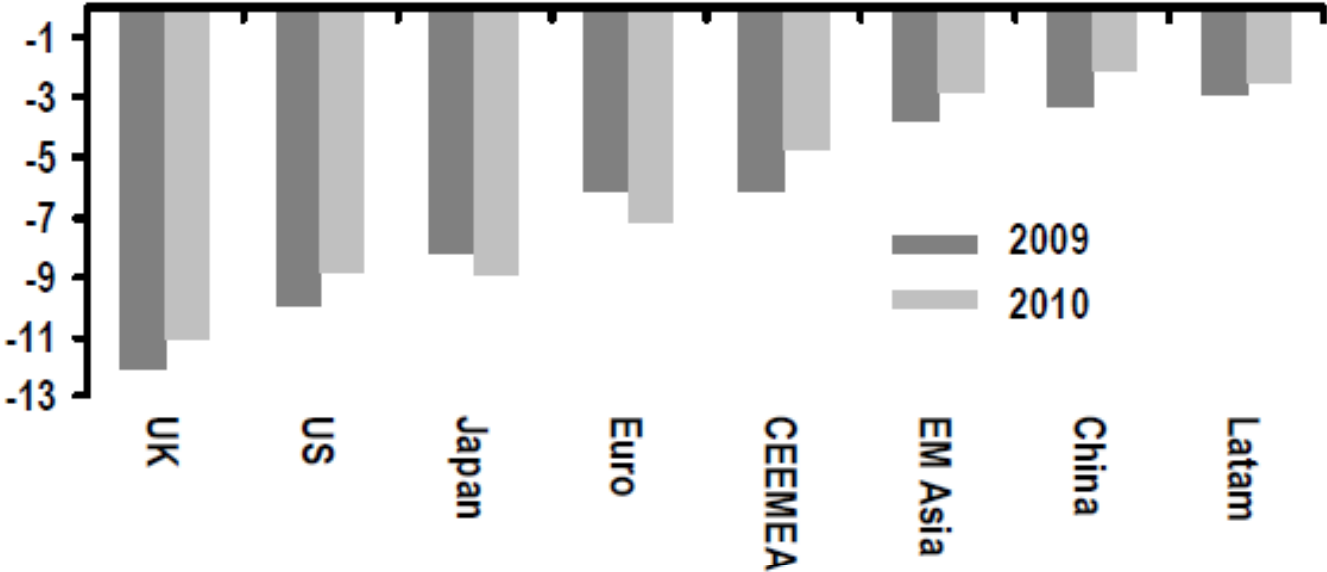
- Combinación de bajo crecimiento con baja calidad de activos.



# No hay tanto tiempo...

2009-2010 government budget balance

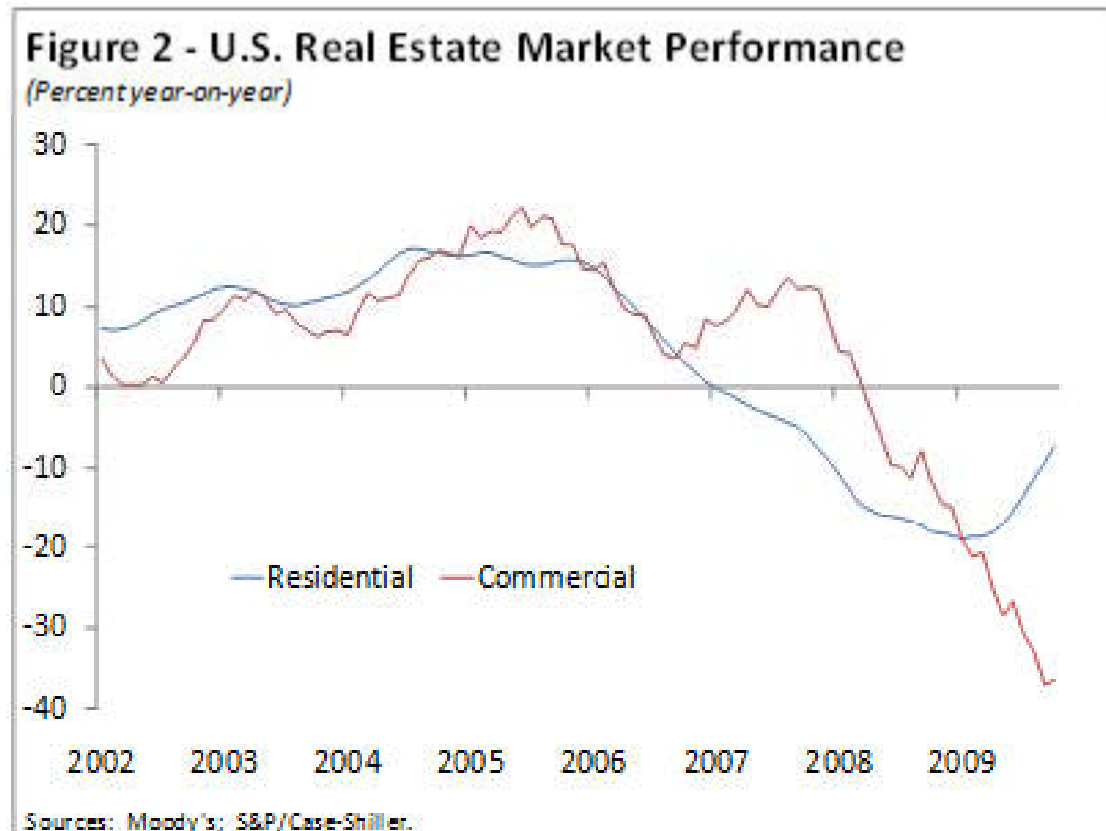
% of GDP



Source: Bloomberg

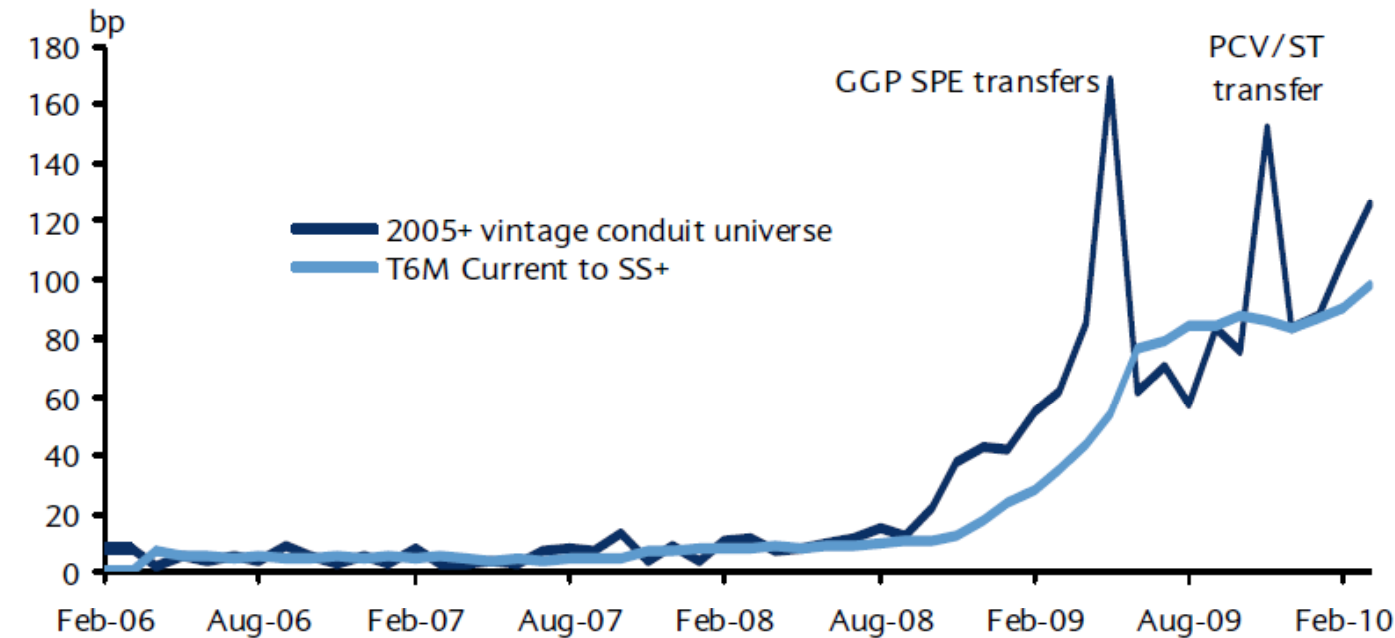
# No hay tanto tiempo...

---



# No hay tanto tiempo...

Figure 1: Current to SS roll rate for 2005+ vintages



Source: Barclays Capital

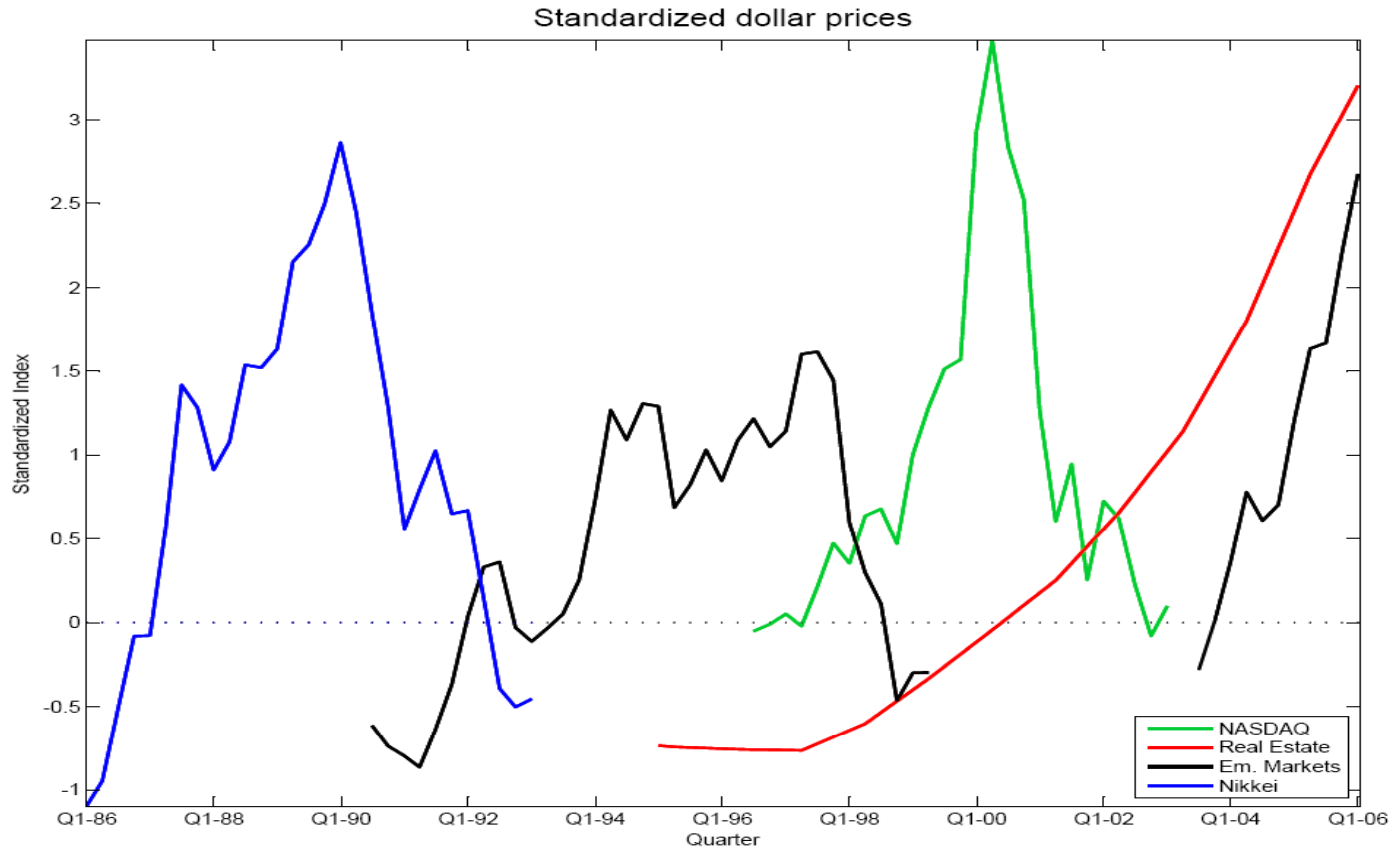
# Equilibrio General

---

- Faltan activos AAA.
  - Tasa de interés real libre de riesgo muy baja.
- Faltan activos en general
  - Incentivos para carry-trade y creación de burbujas especulativas



# Burbujas especulativas



# Equilibrio General

---

- Podría haber un boom de precio de activos “simples”
  - Diferencia entre riesgo e incertidumbre.
  - Acciones, bonos corporativos, etc.
  - Activos simples en países emergentes, los que hoy aparecen como menos riesgosos.

# Países emergentes

---

- Entrada fuerte de capitales a la elite de países emergentes
  - Dolor de cabeza grande para bancos centrales tratando de pelear carry-trade
- Valoración de activos se complica (factores poco comunes, coordinación)

# Fondos de pensiones

---

- Ambiente con retorno muy bajos a activos seguros
- Por otro lado, AAA-micro no es tan importante como AAA-macro para fondos de pensiones
  - Super-CDO
- Pero si lo es AAA-macro
  - VIX-hedging
    - En equilibrio general, debería ser caro sin ayuda de los gobiernos....



# Comentarios Finales

---

- Por supuesto que tiene sentido encargarse de problemas regulatorios y de incentivos destapados por la crisis.
- Pero:
  - Las crisis son un hecho de la vida (económica).
  - Se acentúa la escasez de activos AAA
- Es posible lidiar con ambos problemas simultáneamente con un sistema de seguros sistémicos... Pero no es la ruta más probable.



# Comentarios Finales

---

- Aún así, el escenario central es favorable... especialmente para los productores de activos AAA
- Incentivos para carry-trade y creación de burbujas especulativas serán enorme s...
  - Lo que hará la valuación de activos
  - Y la vida de los policymakers de la region muy interesantes....

# Un Diagnóstico Estructural de la Economía Global

---

## Recuperación y Políticas

III Congreso FIAP-ASOFONDOS

Cartagena de Indias, Abril 2010



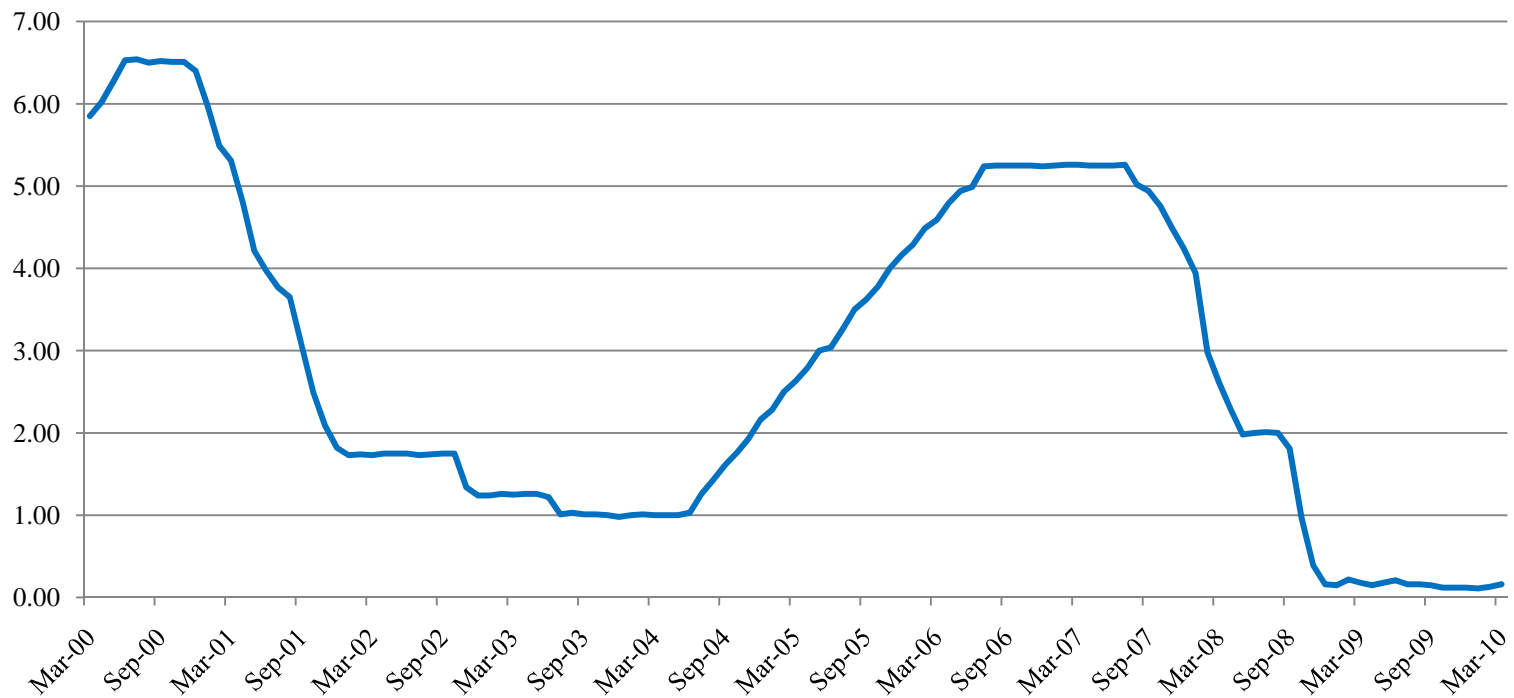
---

# INFORMACIÓN ADICIONAL



# Tasas de interés desde 2000

Federal Funds Rate

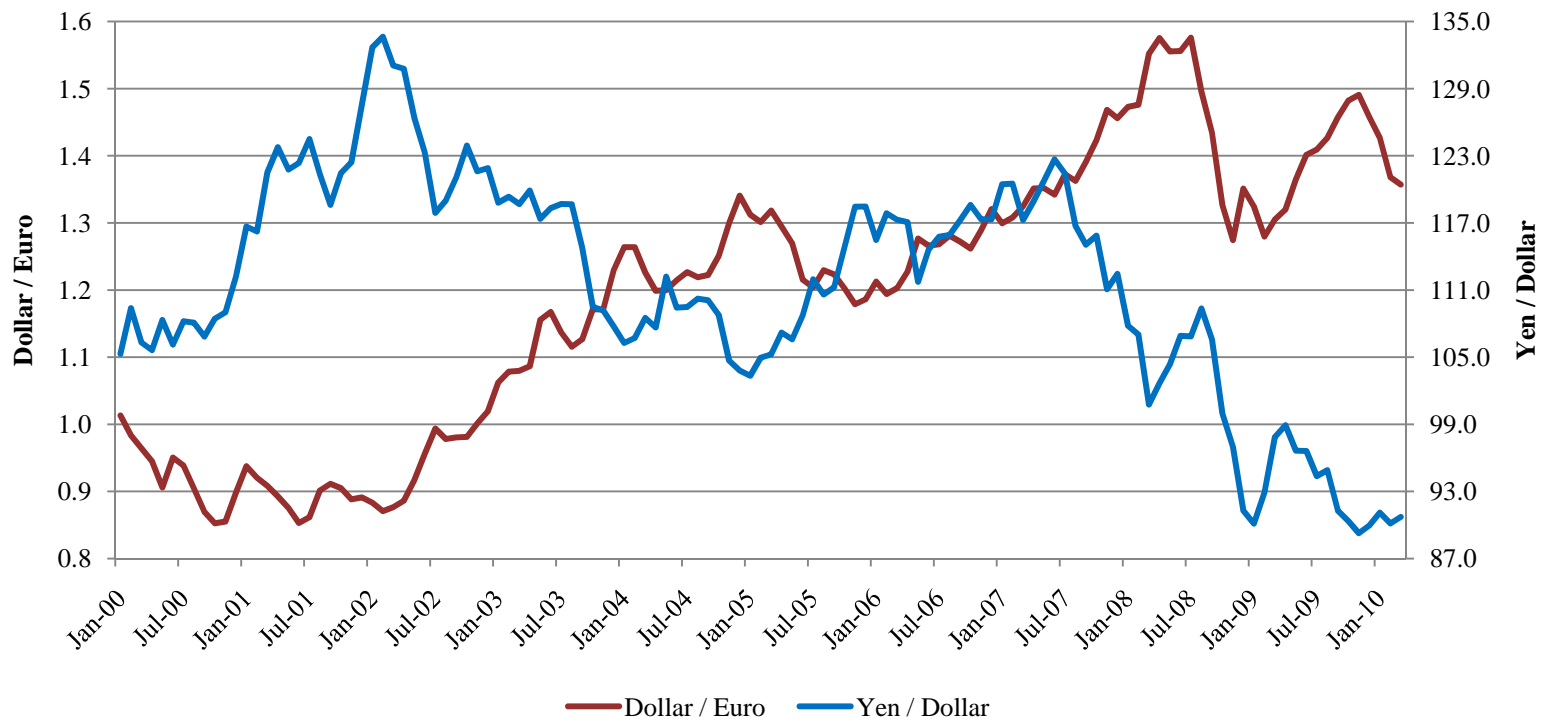


Source: St. Louis Fed



# Dólar / Euro; Yen / Dólar

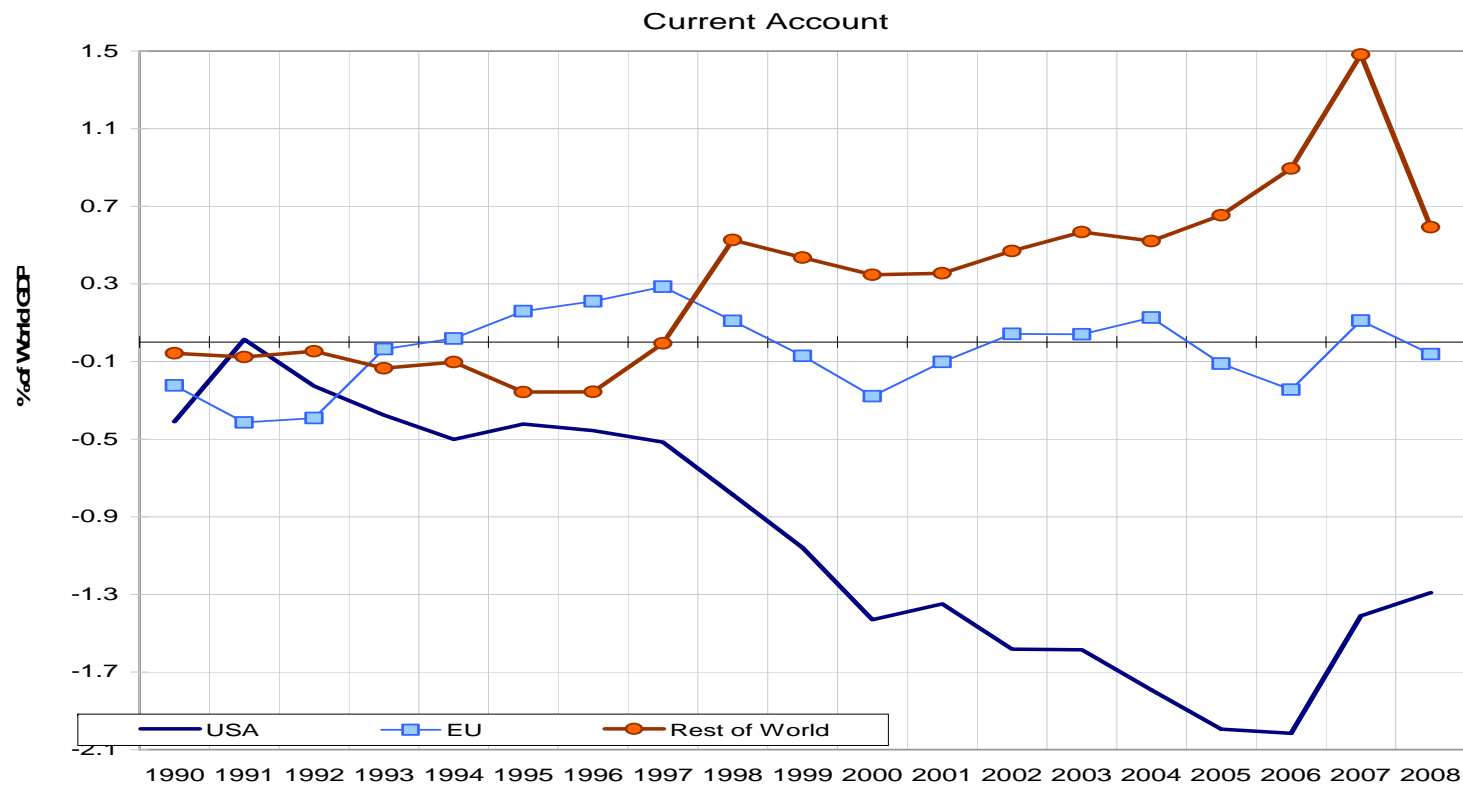
## Exchange Rates



Source: St. Louis Fed

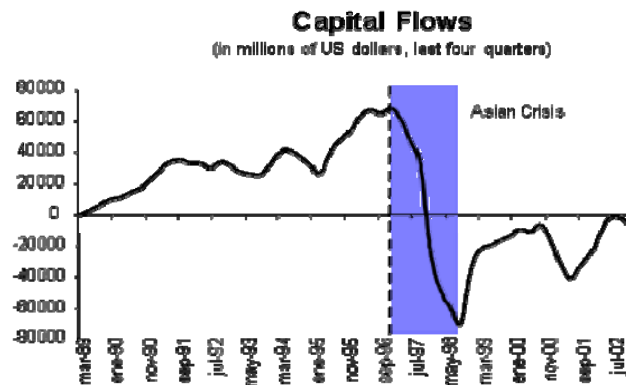


# El “Villano”



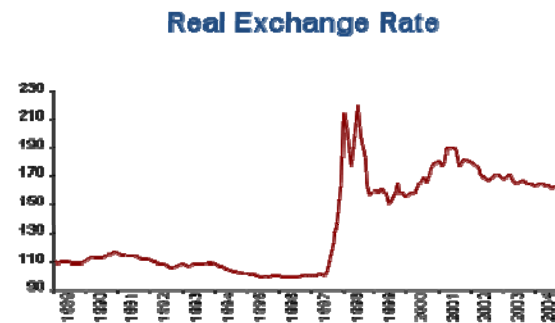
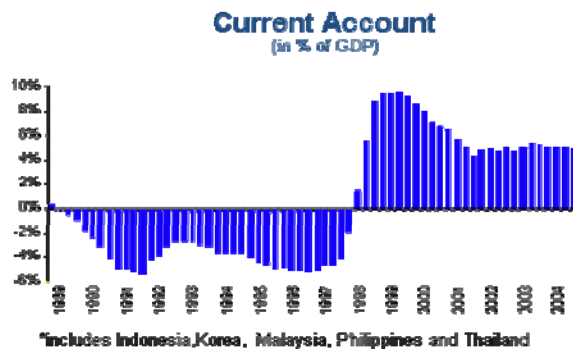
# El Miedo

## Sudden Stop in South East Asia\*

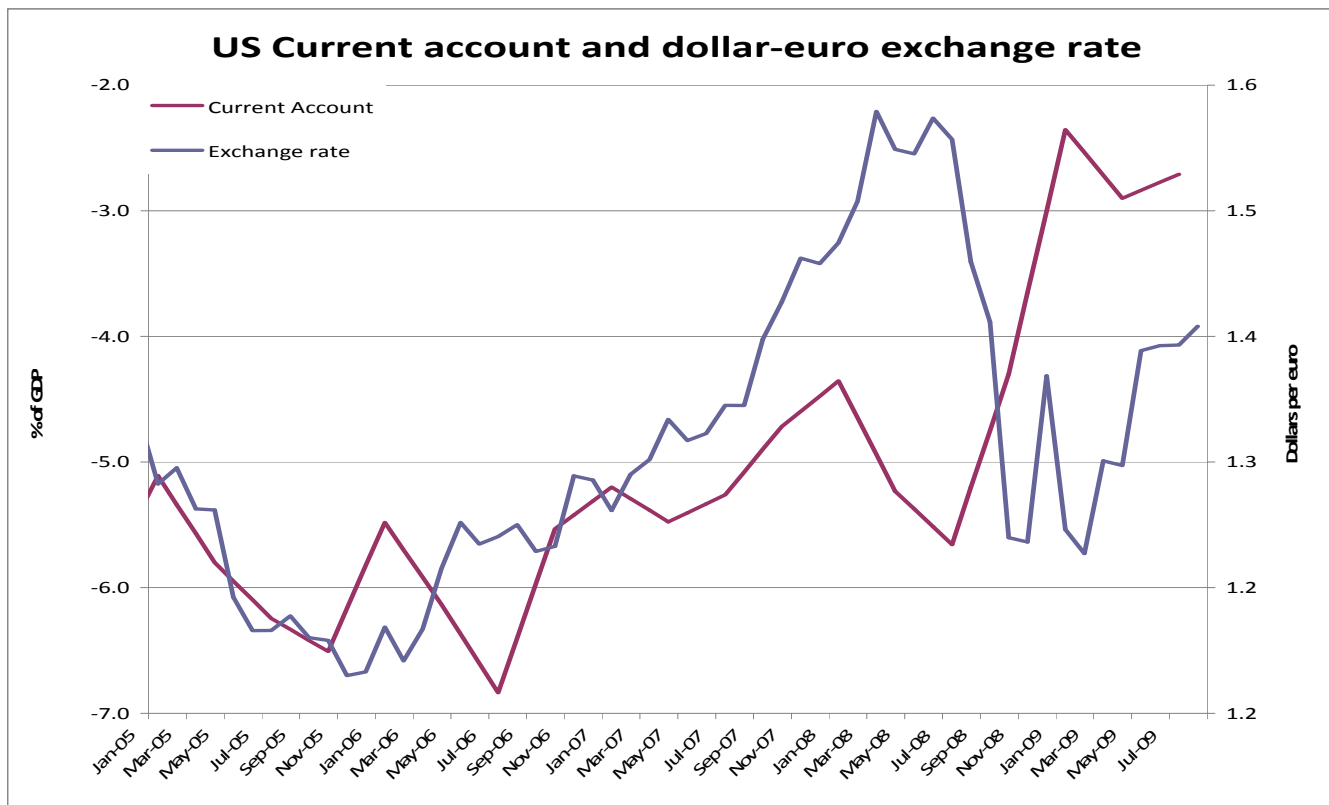


**Boom and Bust in Capital Flows**  
(in % of GDP, last four quarters)

	Boom	Bust	
	Average 1984-88 vs peak 1996	peak 1996 vs trough 1998	peak 1998 vs 2002
Thailand	9,7	-22,6	-11,2
Indonesia	2,6	-21,9	-7,0
Korea	6,4	-14,6	-3,2
Philippines	8,0	-10,3	-14,8
Malaysia	6,1	-5,7	-10,9
<b>SEA-5</b>	<b>6,1</b>	<b>-16,0</b>	<b>-9,4</b>



# Que no ocurrió...



# La Sorpresa

---

- Los modelos de predicción de crisis financieras tienen éxito muy limitado, aún después de incluir los culpables estándar.

	<b>Warning</b>	<b>No Warning</b>
<b>Crisis</b>	333	232
<b>No crisis</b>	803	2229

Berg et. al . (2004)

- La complejidad se engendra en el propio proceso de innovación financiera, y éste tiene el potencial de generar verdaderas sorpresas.

# Colapso de la industria de activos complejos

