

Cita:

“Se debe tener un presupuesto balanceado, se tiene que volver a llenar las arcas del Tesoro, se debe reducir la deuda pública, se necesita controlar la arrogancia del oficialismo, y la ayuda al exterior debería ser recortada, a riesgo de que caigamos en la insolvencia. La gente debe aprender a trabajar nuevamente, en vez de vivir de la asistencia pública.”

- Crisis del 2007-2008 fue sólo un preludio.
- Se viene una crisis potencialmente peor: de deuda soberana (insolvencia) en países desarrollados.
- Son parte de una ola de crisis sucesivas desde 1987, que refleja tres cosas:
 - Un patrón de crecimiento en base a desequilibrios macroeconómicos.
 - Políticas monetarias excesivamente expansivas.
 - El dominio de los grandes bancos en la política regulatoria, y su consiguiente relajamiento.

Al mismo tiempo ha ocurrido un cambio estructural histórico:

- La industrialización de Asia y los países emergentes en general.

La política monetaria (exceso de liquidez) ha generado ciclo de crisis.

5 atributos de una política económica errada:

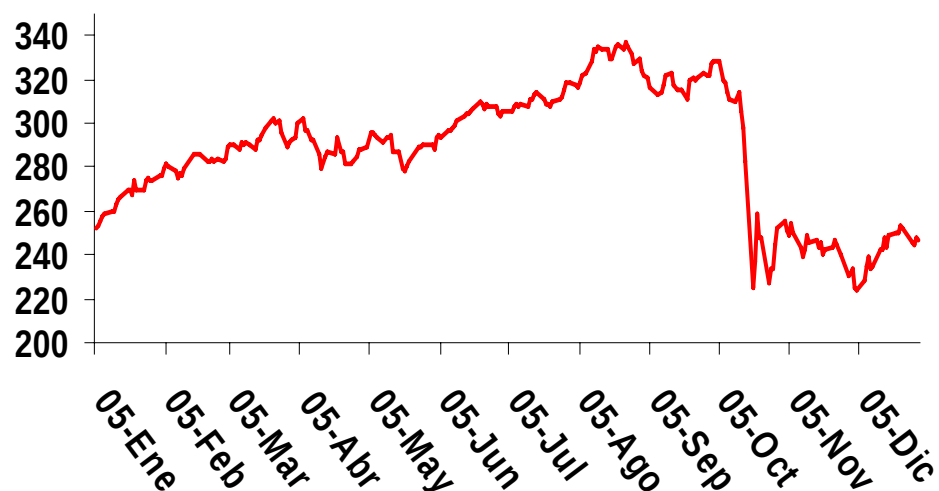
- 1. Un comienzo.**
- 2. Una mecanismo de implementación.**
- 3. Una justificación teórica.**
- 4. Una razón de ser real (imposible).**
- 5. Consecuencias (crisis).**

El comienzo



- En 1987 la Fed (Greenspan) frenó el colapso de mercados y crisis bancaria vía una política monetaria expansiva.
- Funcionó, y empezó la era de abundancia de liquidez.

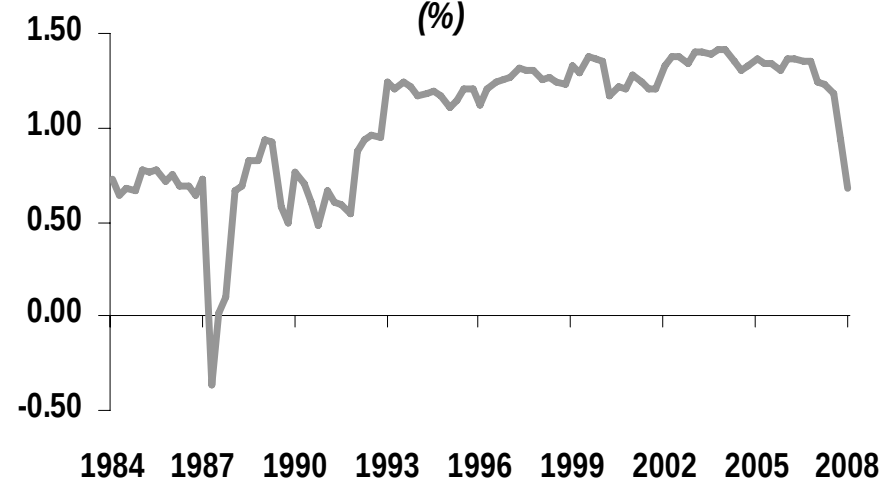
1987: Evolución del S&P 500



Fuente: Bloomberg

Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

ROA banca EE.UU.
(%)



Fuente: FED Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Cambio en el paradigma monetario :

- **Antes: masa monetaria (regla de Friedman: 3 % por año).**
- **Cambió a políticas monetarias centradas en tasas de interés.**
 - **Razonamiento: liquidez generada por tasas bajas no afecta precios de bienes y servicios sino a activos.**
 - **Subida de precios de activos genera riqueza y no inflación.**

Kevin Warsh (FED), tres justificaciones para aumento de liquidez:

- **Innovación financiera.**
 - **Crecimiento económico robusto (“Great Moderation”, menor volatilidad y mayor confianza).**
 - **Ahorro excesivo en economías emergentes.**
-
- **Es decir, abundancia de liquidez no se debería a Bancos Centrales sino a una situación económica mundial nueva.**
 - **Fed sólo se “acomodaba” a esta situación: política monetaria acomodaticia.**

- **Políticas monetarias constantemente expansivas es justificable por nuevo entorno mundial.**
- **Las crisis son evitables vía más inyección monetaria.**
- **Expansión monetaria no genera inflación si es vía tasas de interés.**
- **Lo importante es la percepción.**
- **Inflación de activos no se percibe como problema monetario o de política.**
- **Incremento de tasas interés largo plazo es señal de inflación y factor de desaceleración económica:**
 - **Derivados ayudan a mantener bajas estas tasas largas.**
 - **Fed debería comprar Bonos Tesoro largos para evitar que suban.**

Pensamiento FED: mantener crecimiento y evitar crisis como sea



- **1989: Heller :** FED deberá “salvar” al mercado bursátil comprando acciones.
- **1988-89:** Se formó WGFM y se creó el Exchange Stabilization Fund, ESF.
 - ESF compra futuros del índice bursátil (a través de ciertos BI).
- **1998: Tinsley (*Short-Rate Expectations, Term Premiums, and Central Bank Use of Derivatives to Reduce Policy Uncertainty, Sep. 1998*).–**
 - Economías influenciadas por percepciones de política monetaria más que por medidas de pol. mon.
 - Derivados acortan distancia entre tasa interés de corto plazo y de largo plazo.
- **1998: Koenig; *Monetary Policy in a Zero Interest Rate Economy*:** Políticas pierden efectividad cuando la tasa corto plazo se acerca a 0 (trampa de la liquidez).
 - Evitar recesión: FED debe comprar BTs largo plazo para reducir tasa.
- **2002: “Deflation: making sure it Doesn’t Happen Here”:** expansión monetaria:
 - Evitar deflación.
 - “Liquidar” sobreendeudamiento a través de la inflación.

La razón real de la política monetaria expansiva

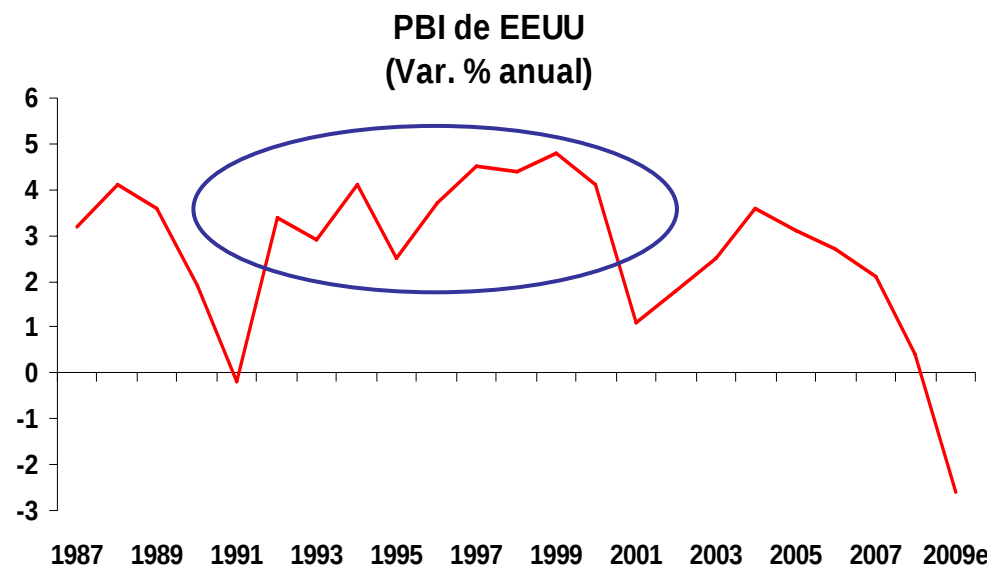


- **Eliminar las crisis vía políticas monetarias expansivas.**
- **Mantener a la economía en un estado de crecimiento permanente.**

Política monetaria expansiva de años 90



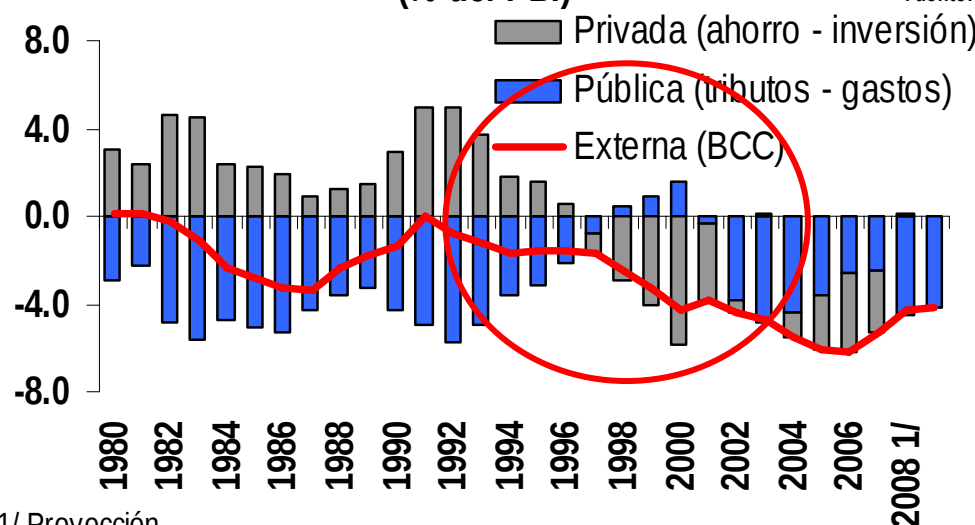
- Alimentó crecimiento EEUU.
- Empieza era de desequilibrios y burbujas.



Brechas macroeconómicas EE.UU. (% del PBI)

Fuente: BEA, FMI

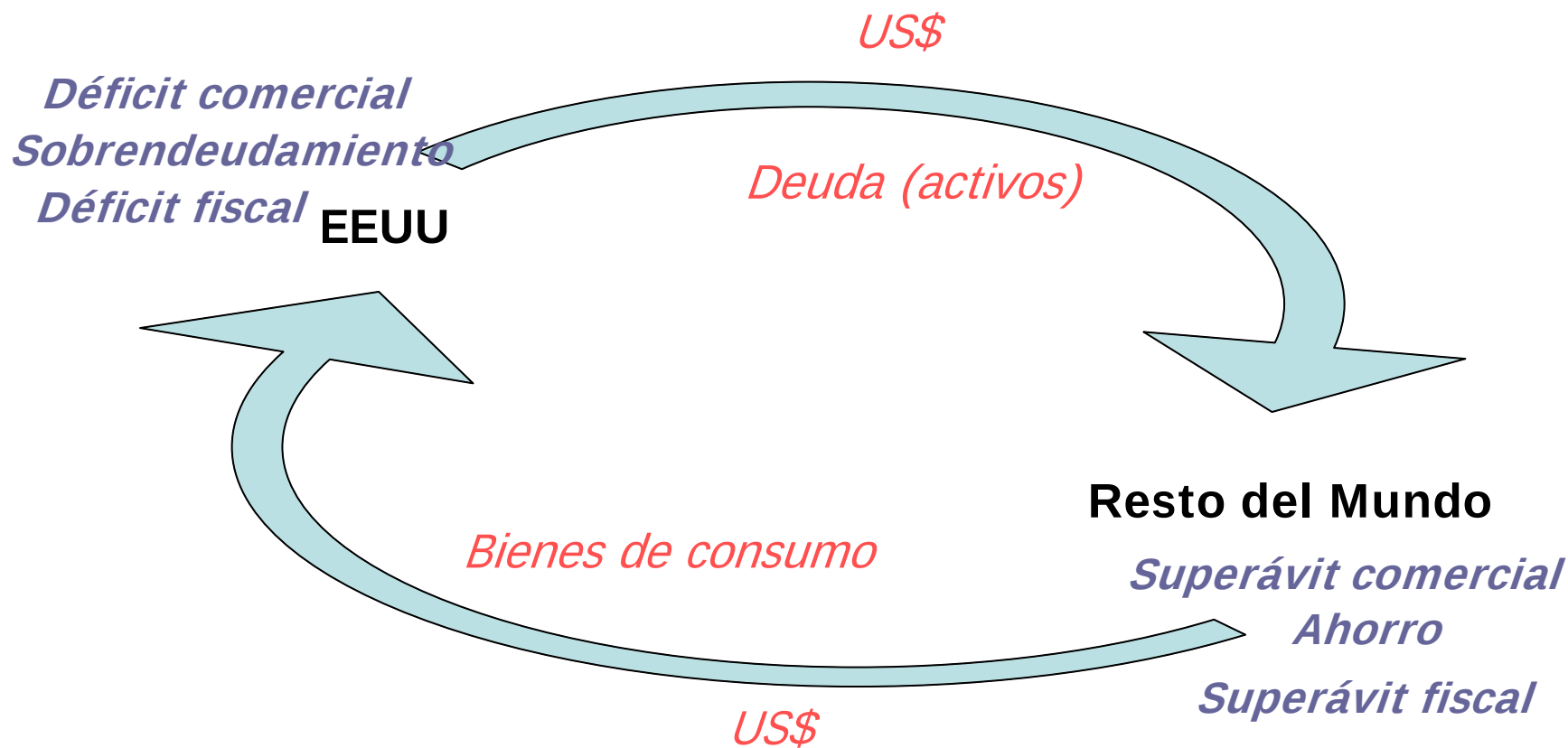
Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank



1/ Proyección

Fuente: FMI Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Crecimiento con desequilibrio

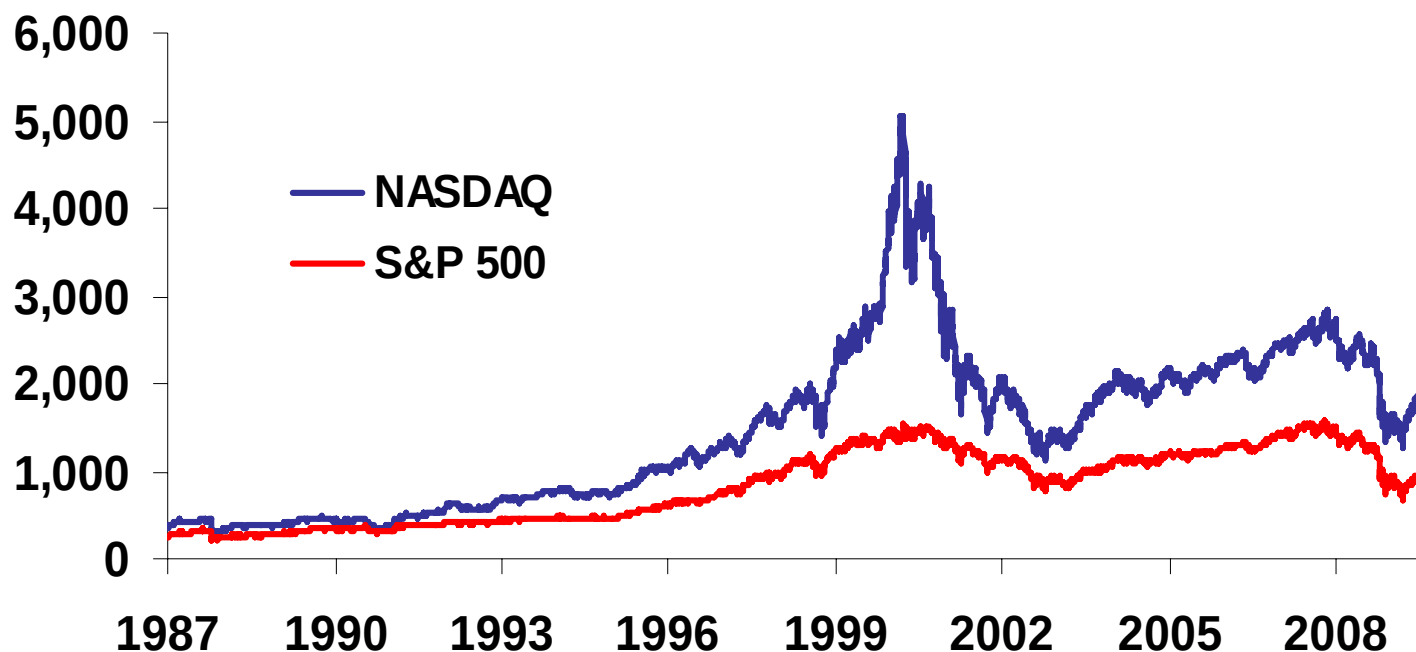


Crecimiento con desequilibrio



- Exceso liquidez: flujos capital a monedas Asia (crisis asiática) y deuda rusa, creando burbujas y crisis una tras otra.
- Derivó en la burbuja y desplome Nasdaq de 1998-2000.

Evolución del S&P 500 y NASDAQ



Fuente: Bloomberg

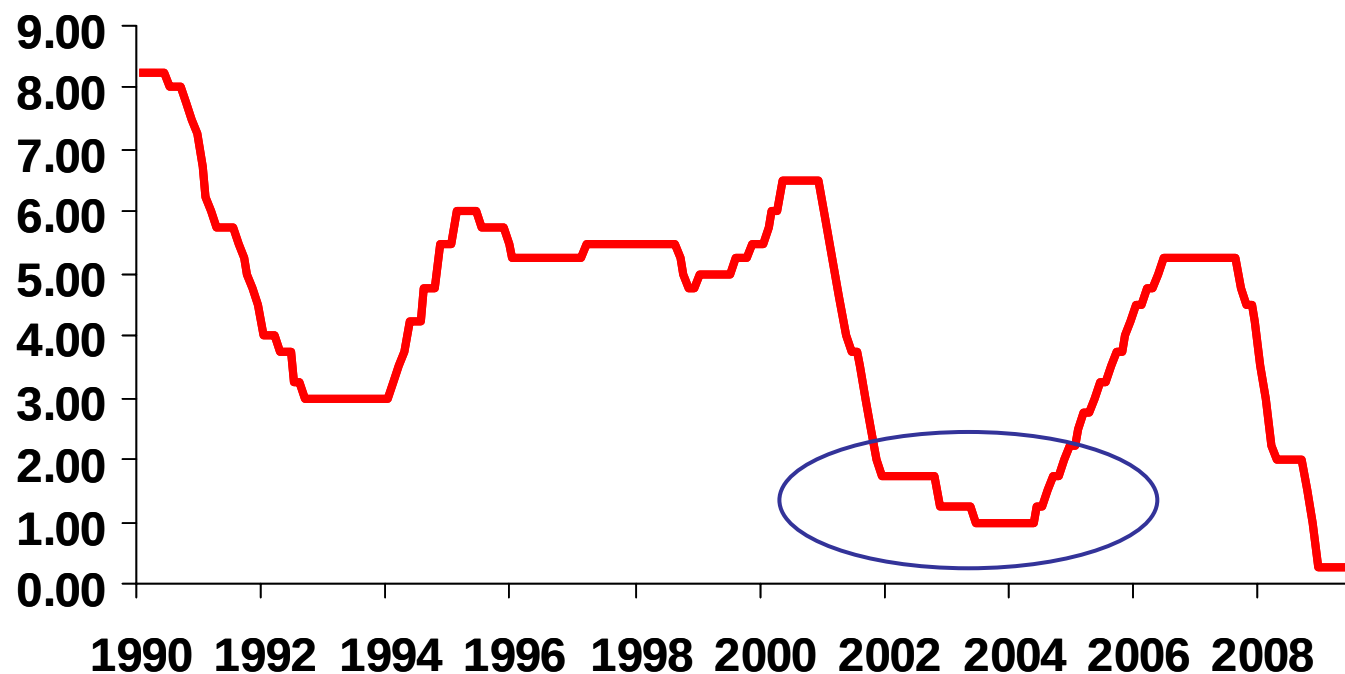
Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

Crecimiento con desequilibrio



- Burbuja Nasdaq tuvo como respuesta política monetaria expansiva.
- Esta política generó burbuja inmobiliaria y tóxicos financieros, que resultaron en crisis actual.

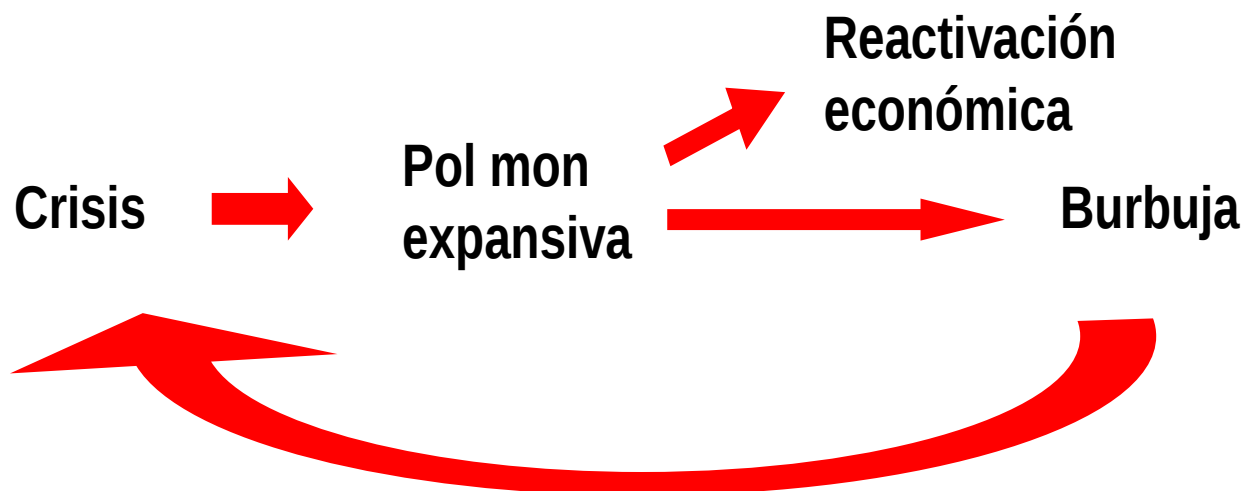
**Tasa de referencia FED
(% anual)**



Fuente Reserva Federal de EEUU

Elaboración Estudios Económicos Scotiabank

Recurrencia de una política monetaria irresponsable



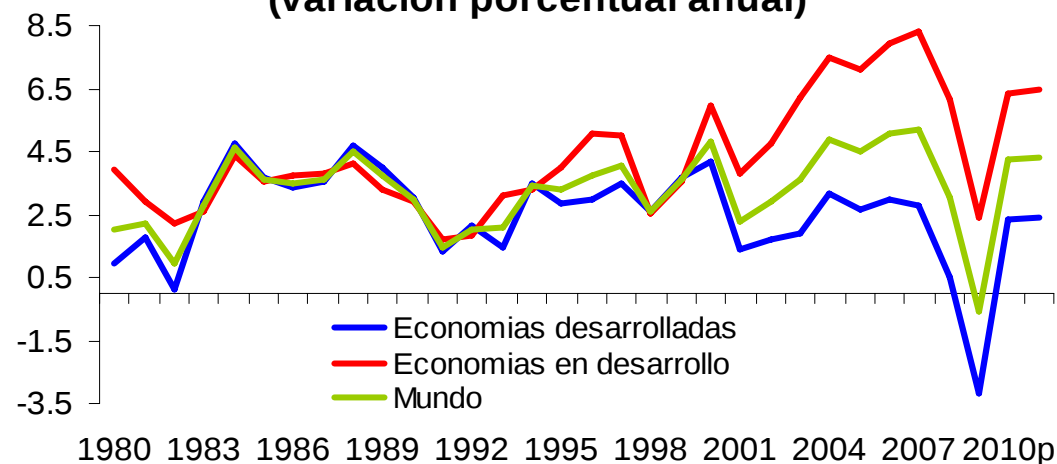
- Tasas de interés bajas por mucho tiempo, y menor en cada crisis.
- Se pasó por alto las burbujas generadas.
- Burbuja: exceso de liquidez crea valor ficticio sin respaldo de valor real.
- Este valor ficticio eventualmente debe desaparecer (desplomes).
- Política monetaria expansiva busca evitar desaparición de valor creado: ayuda a salir de recesión, pero gesta burbujas nuevas.

**El mundo saldrá de la crisis
muy diferente a cómo entró**

La recuperación actual de la economía mundial



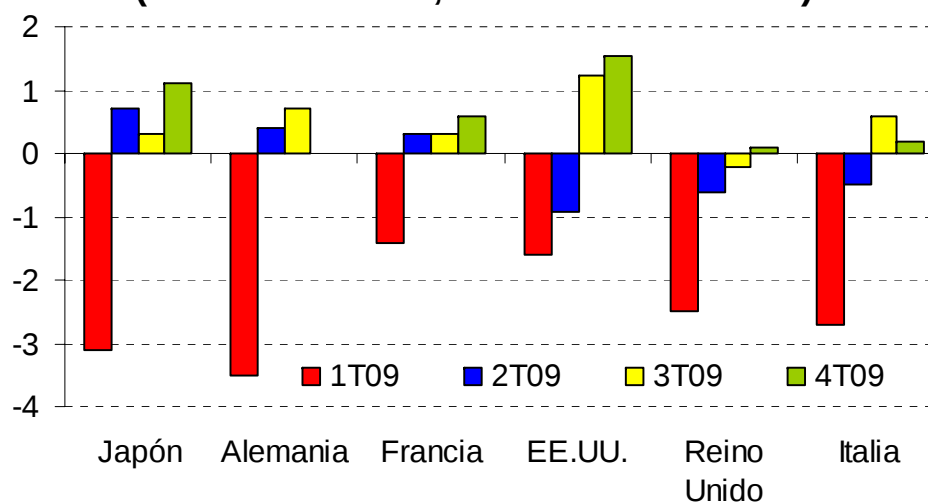
PBI Mundial
(variación porcentual anual)



Fuente: FMI

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Producto Bruto Interno
(Var % trimestral, desestacionalizado)



Fuente: Bloomberg

Elaboración: Estudios Económicos - Scotiabank

Cuidado con los pisos falsos

Hemos tocado fondo
- Economista oficialista

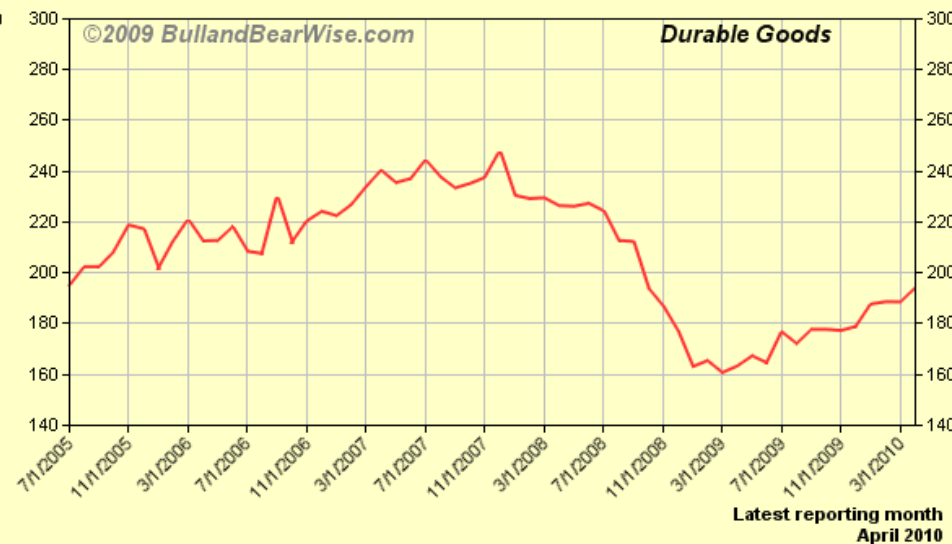
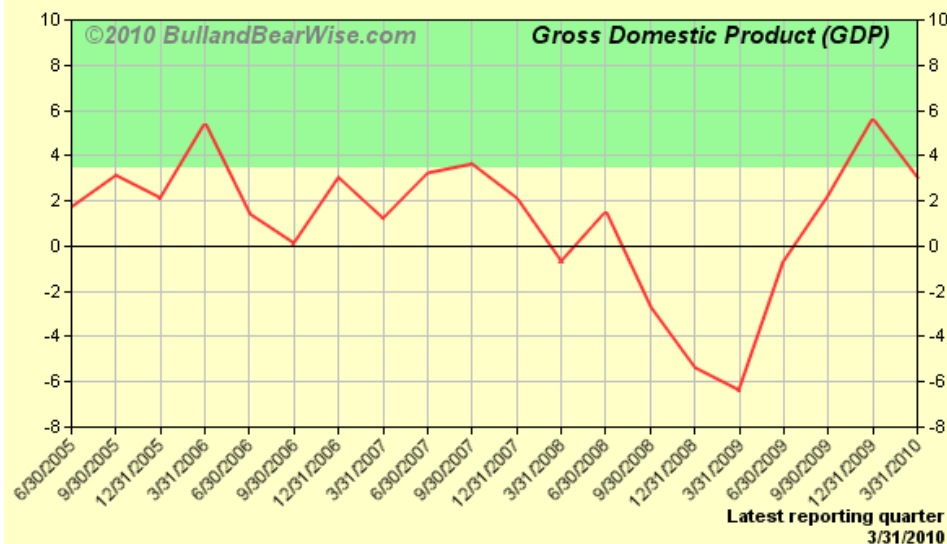


EEUU: ¿crecimiento o recesión?



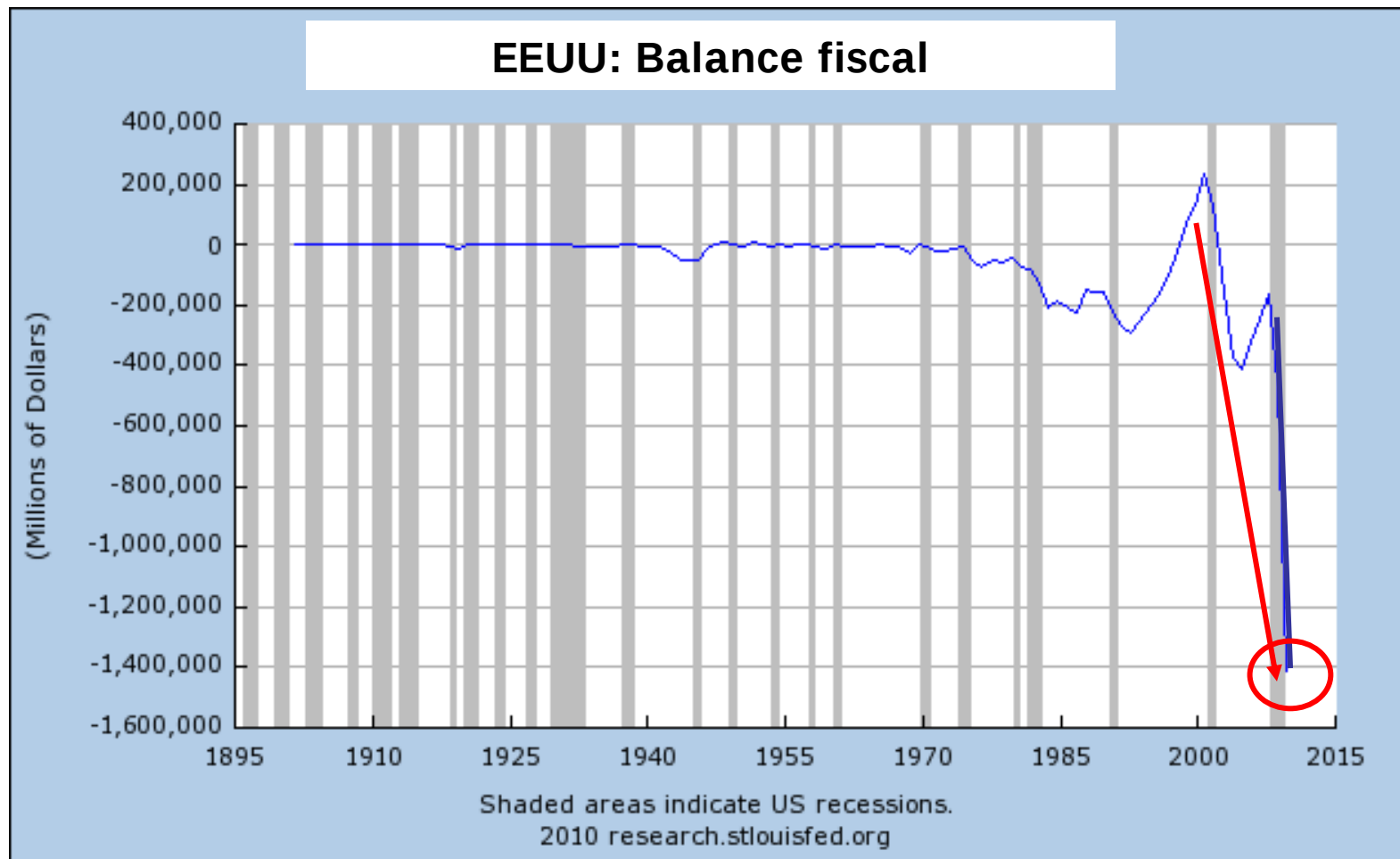
Persisten fragilidades:

- a.** Desempleo sigue alto: 10 %.
- b.** Mercado inmobiliario sigue débil.
- c.** Crisis en gobiernos estatales y locales.
- d.** Contracción del crédito bancario.
- e.** Inversión privada sigue inexistente: ¡confianza!.



Crecimiento con desequilibrio

- El problema es la forma en que se quiere volver a crecer.
- Política monetaria y fiscal más expansivas de la historia.

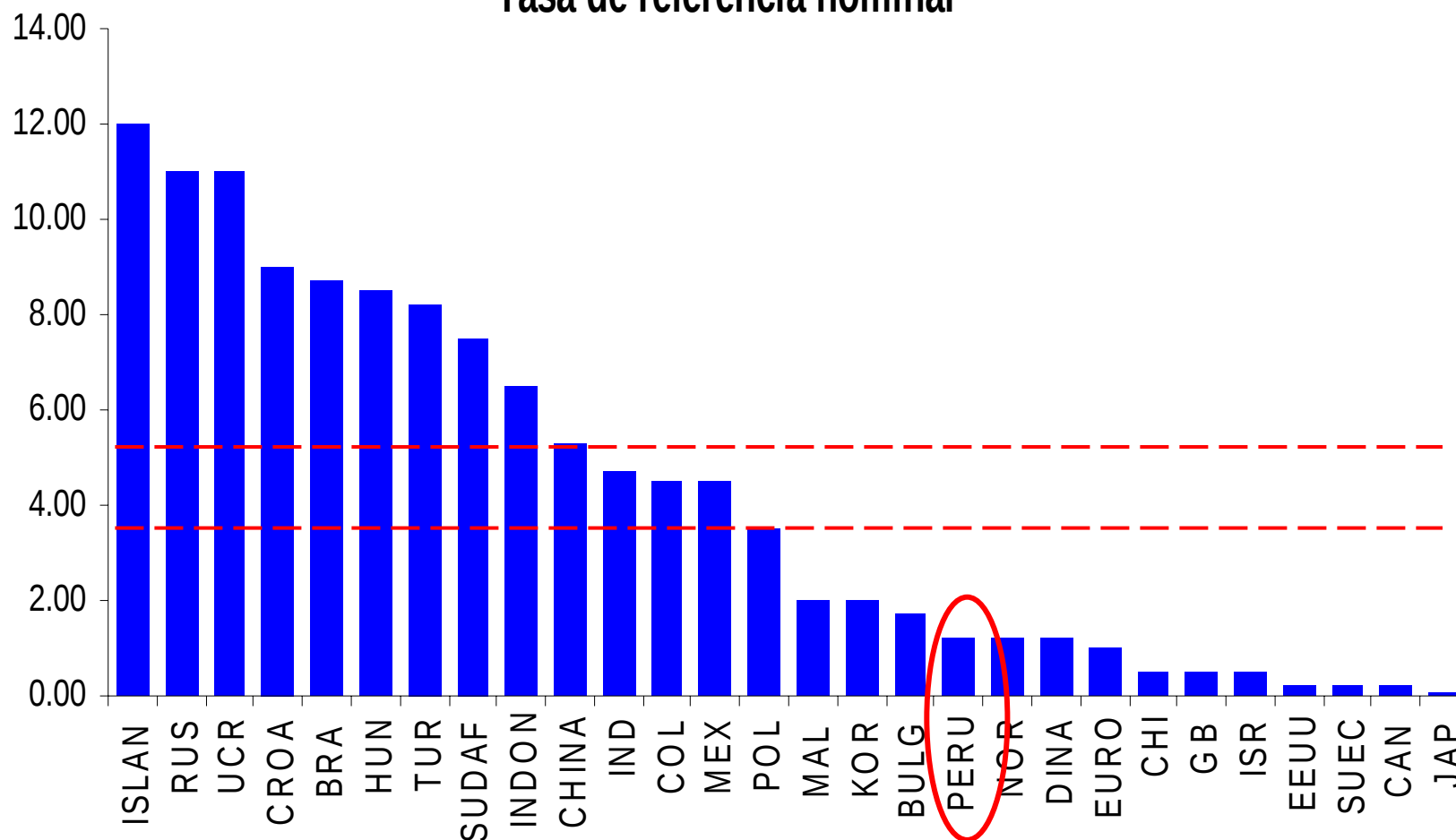


Política monetaria expansiva vía tasas interés bajas



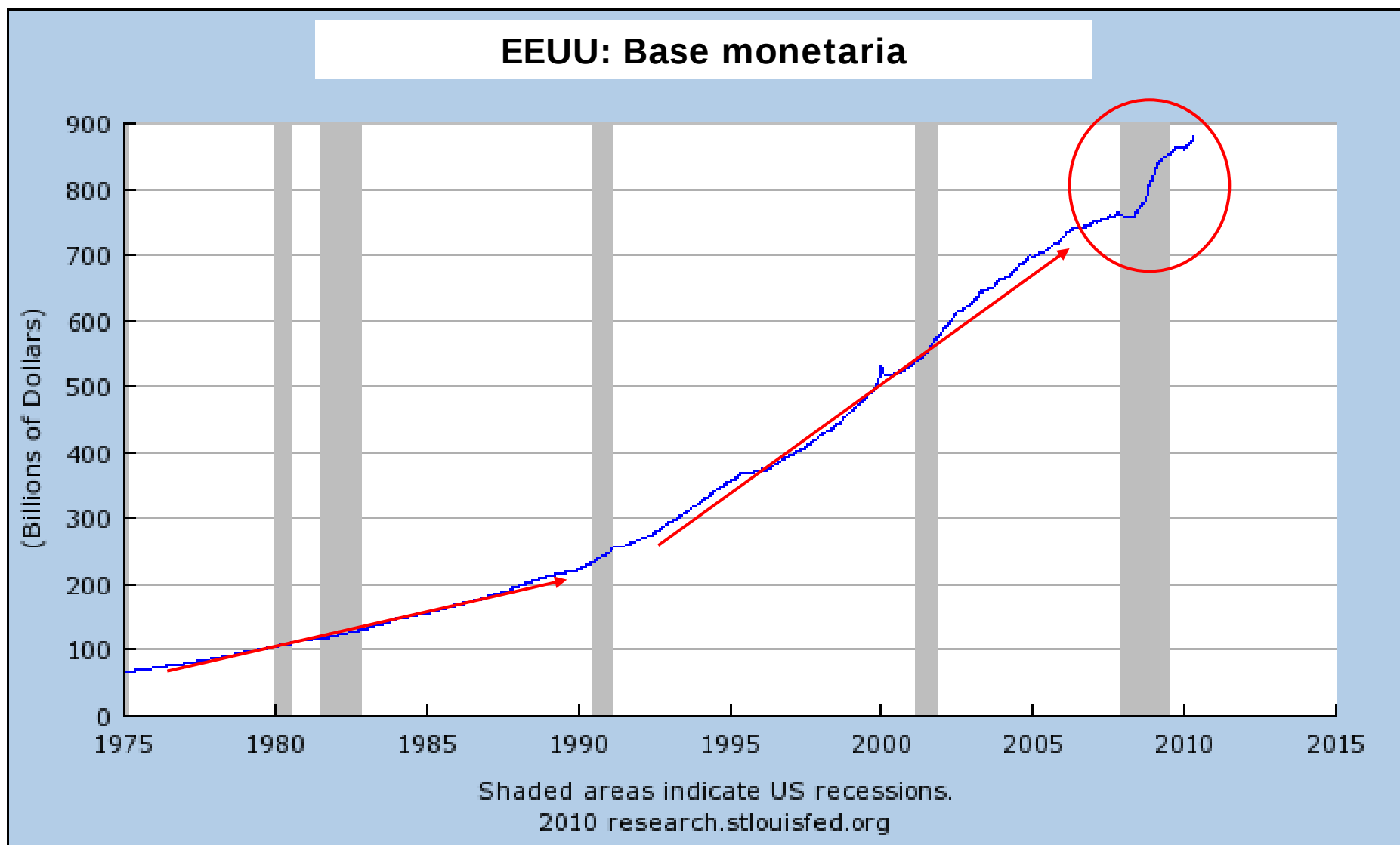
Permiten endeudarse a bajo costo, y solventar un gasto por encima del ingreso, tanto a nivel público como privado.

Tasa de referencia nominal



Fuente: Bloomberg

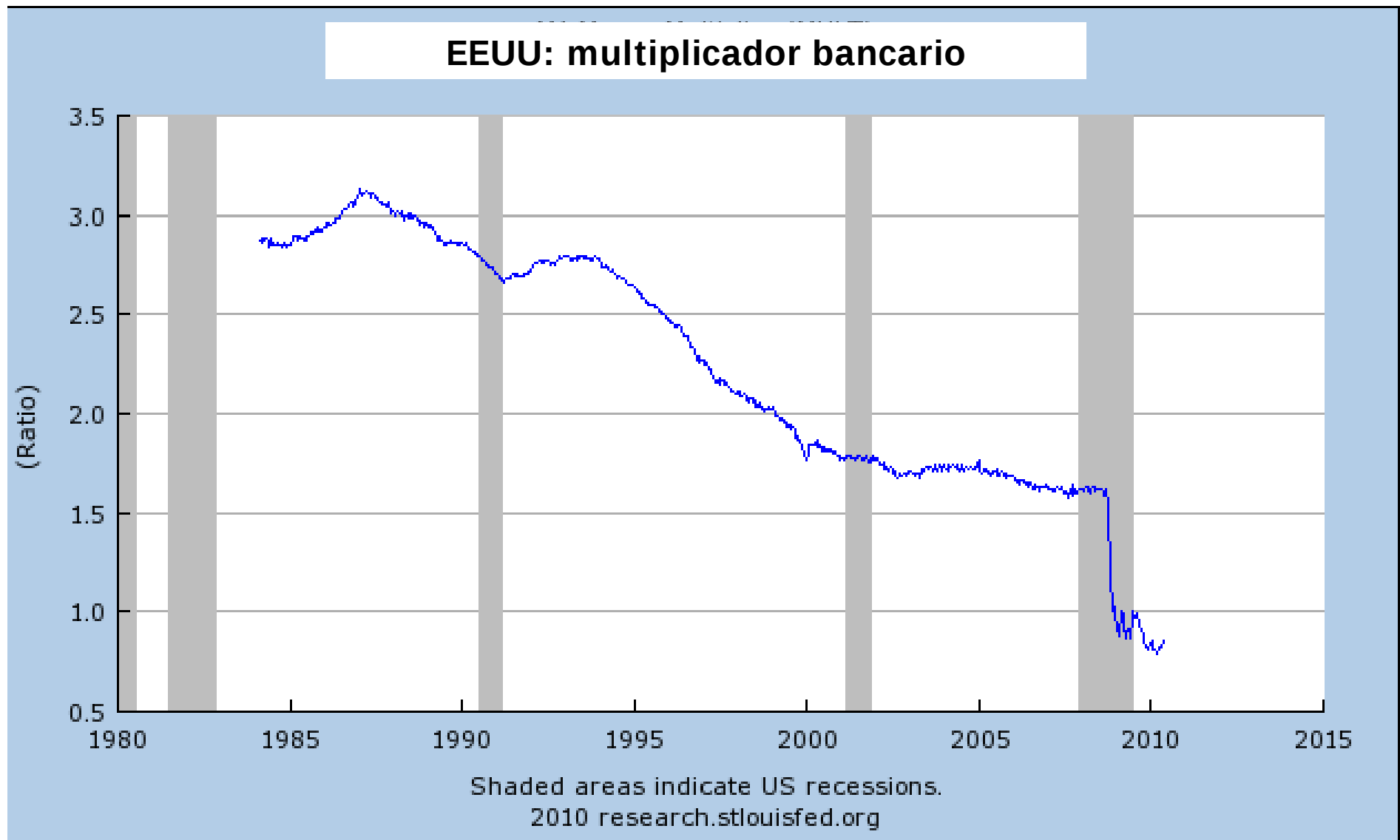
La política monetaria expansiva...



... no está funcionando



- La visión no tomó en cuenta un factor crucial: la confianza.

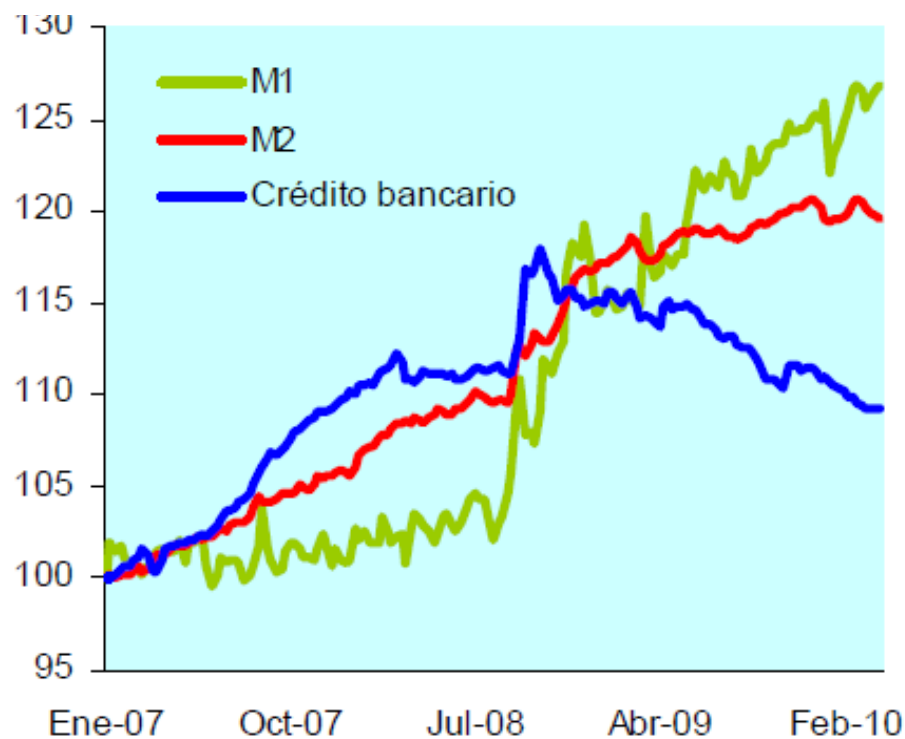


La política monetaria expansiva no está funcionando



- La expansión monetaria no está reactivando la inversión privada ni el crédito personal.
- ¿Dónde está yendo la liquidez?

Indicadores monetarios
(enero 2007 = 100)

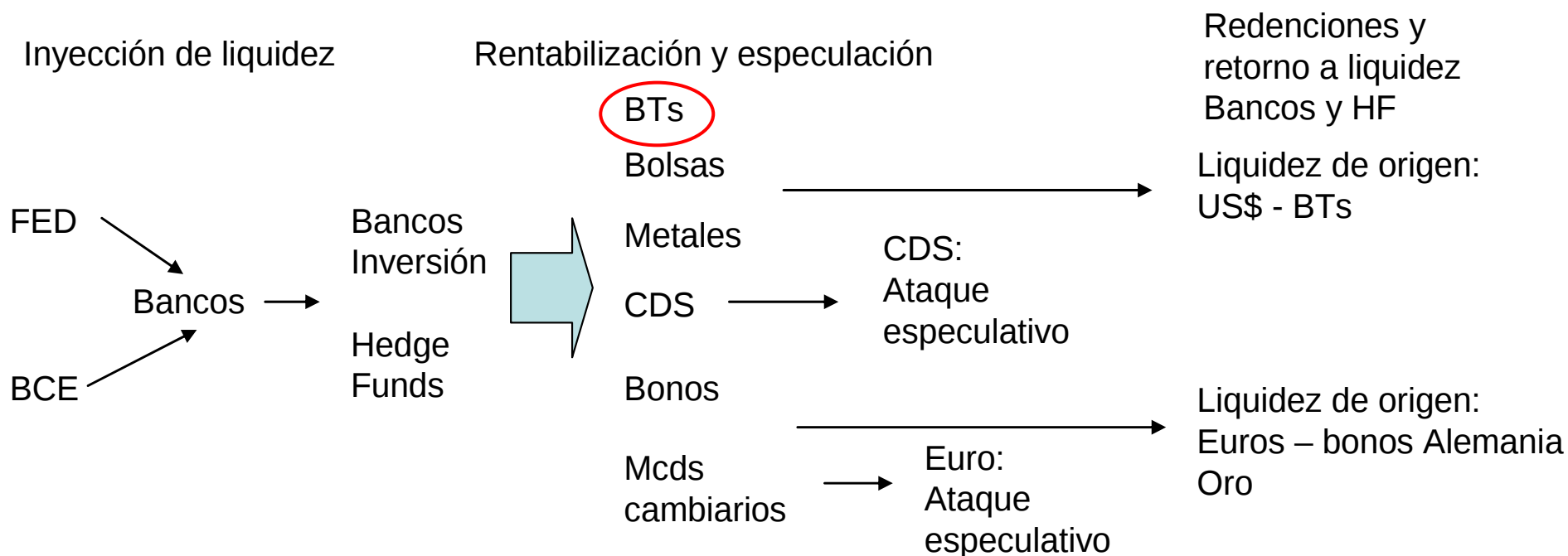


Fuente: FED

Elab.: Estudios Económicos - Scotiabank

Exceso de liquidez en el mundo está generando especulación:

- Burbujas,
- Desplomes,
- Ataques especulativos.
- **Gastos fiscales.**

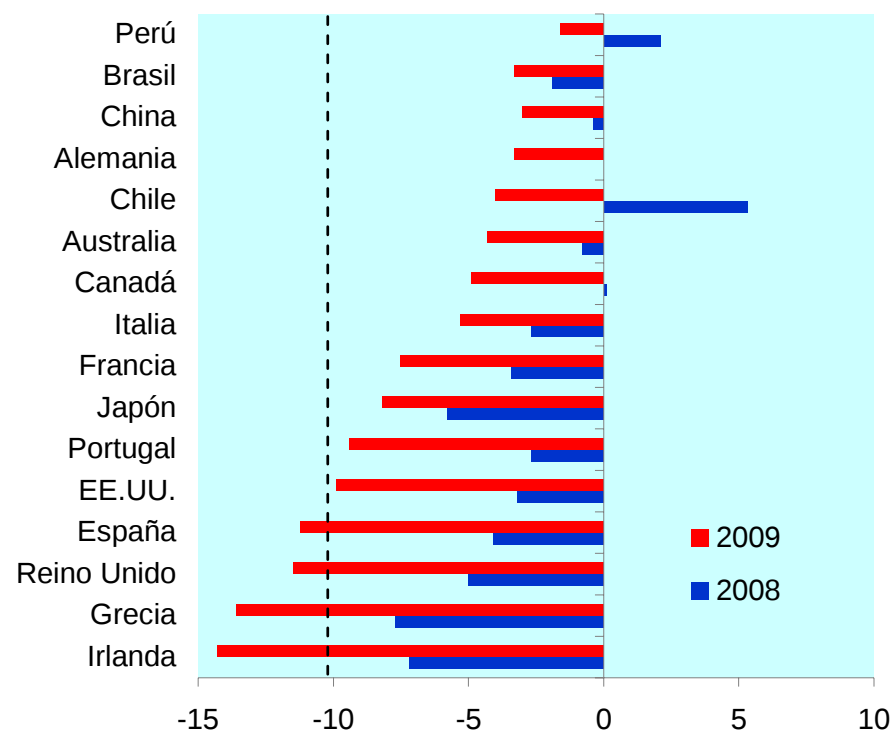


Riesgo soberano en países desarrollados es el principal problema en el mundo



- BIS, FMI: Deuda soberana es un peligro en EE.UU., Japón, Gran Bretaña, y gran parte de Europa.
- Grecia: ejemplo de lo que puede pasar en otros países.
- Rescate de bancos fue una transferencia de deuda del sector privado al público.
- Ya no son bancos, sino países a los que hay que rescatar.

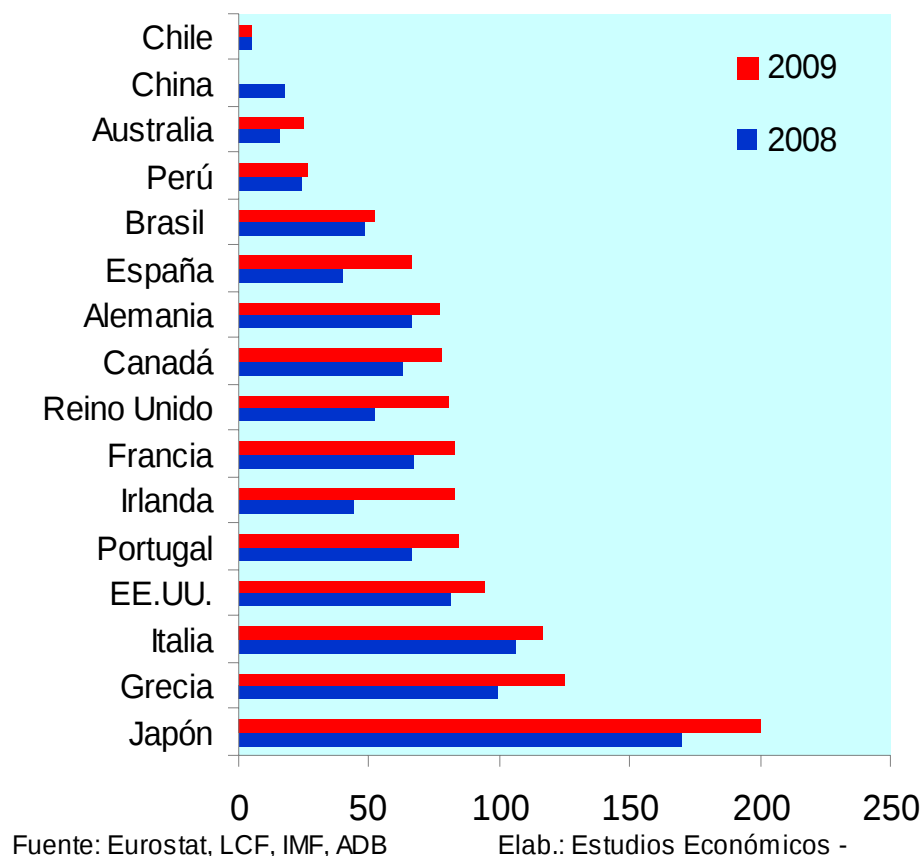
Déficit/Superávit fiscal (% del PBI)



Fuente: Eurostat, LCF, IMF

Elab.: Estudios Económicos -

Deuda pública bruta (% del PBI)



Fuente: Eurostat, LCF, IMF, ADB

Elab.: Estudios Económicos -

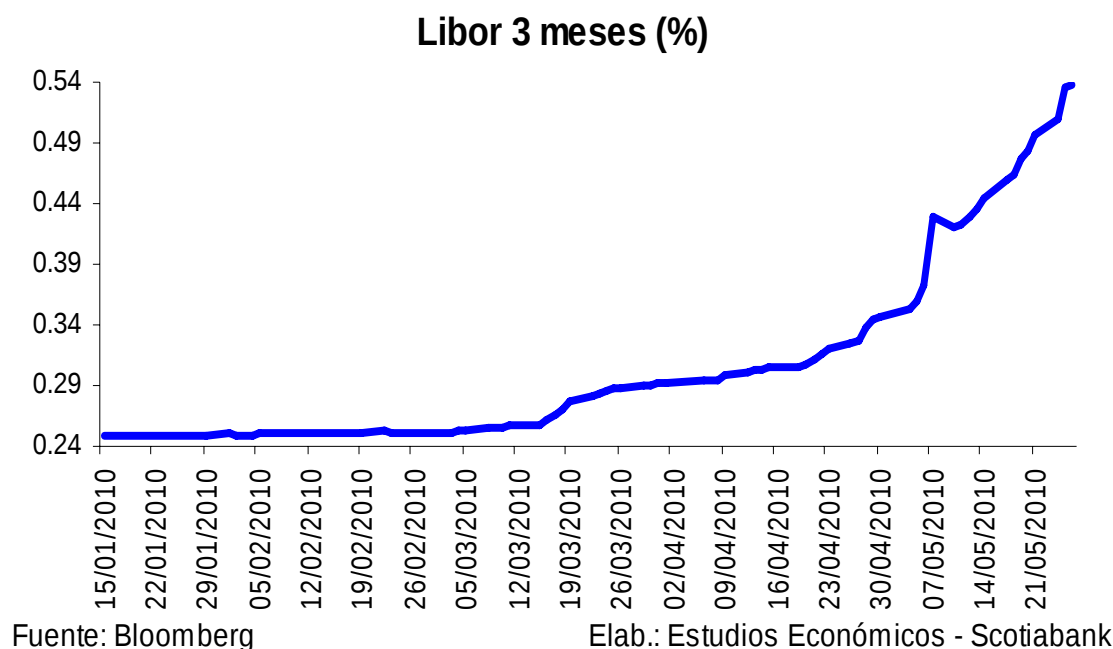
Las crisis de deuda soberana es una de las peores formas de crisis



- En esta era de rescates, ¿quién rescata al Estado cuando es insolvente?
- Disyuntiva: Reducir déficit y aceptar recesión o priorizar crecimiento con crisis de insolvencia en el futuro.

Consecuencias de crisis de insolvencia:

- Crisis de confianza: inversión baja y ataques especulativos.
- Crisis cambiaria y pérdida de poder adquisitivo.
- Incremento en el costo del capital.
- Recesión y desempleo alto.
- Protestas sociales.
- Cambios políticos.
 - EEUU (Obama, tea parties)
 - Gran Bretaña.
 - Japón.
 - Unión Europea.



Nueva era de desconfianza monetaria



- **Riesgo de insolvencia + exceso liquidez: desconfianza generalizada en monedas principales.**
 - **Crisis de insolvencia destruye monedas.**
 - **Hoy es el euro, mañana yen, dólar.**
- **Aparece el oro como refugio de valor y rol monetario.**
 - **Desconfianza en un moneda genera búsqueda de refugio de valor.**
 - **El oro es refugio de valor en tiempos de crisis más generalizada en monedas principales.**
- **No necesario que alguna moneda individual reemplace al dólar.**
 - **¿Era de monedas múltiples?**
 - **Surgimiento emergentes incentiva cambio patrón monetario.**
 - **China busca convertir al yuan en una moneda de reserva mundial.**

Lo positivo: un mundo dicotómico

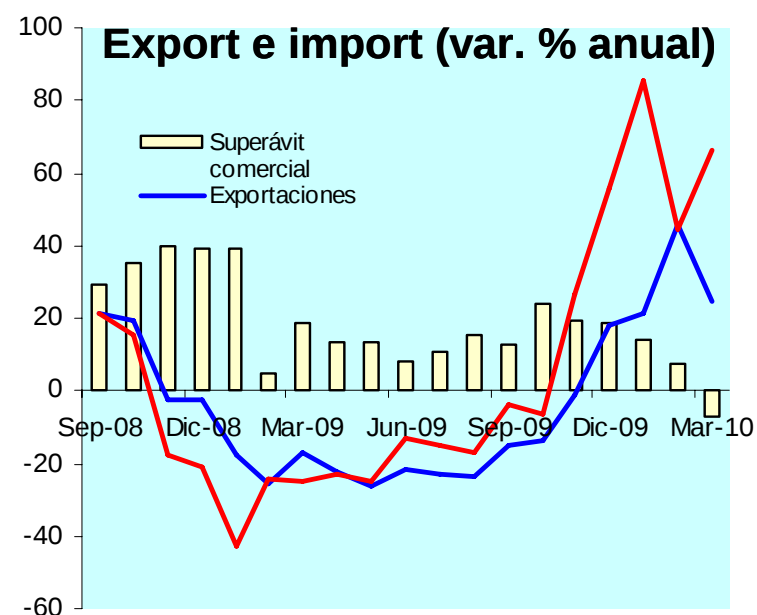


Dos grandes tendencias están cambiando el mundo:

- 1. Desequilibrios macroeconómicos en países desarrollados y sus consecuencias.**
- 2. El surgimiento de las economías emergentes.**
 - Hoy los emergentes son los países estables y sensatos.
 - El poder económico está desplazándose de occidente a oriente.

- ¿El mundo no necesita de EEUU para crecer?
- Asia catalizador de crecimiento mundial.
- Ciclo largo de auge de metales.
- El futuro dependerá tanto o más de los países emergentes que de EEUU.

**Superávit comercial
(US\$ miles millones)**

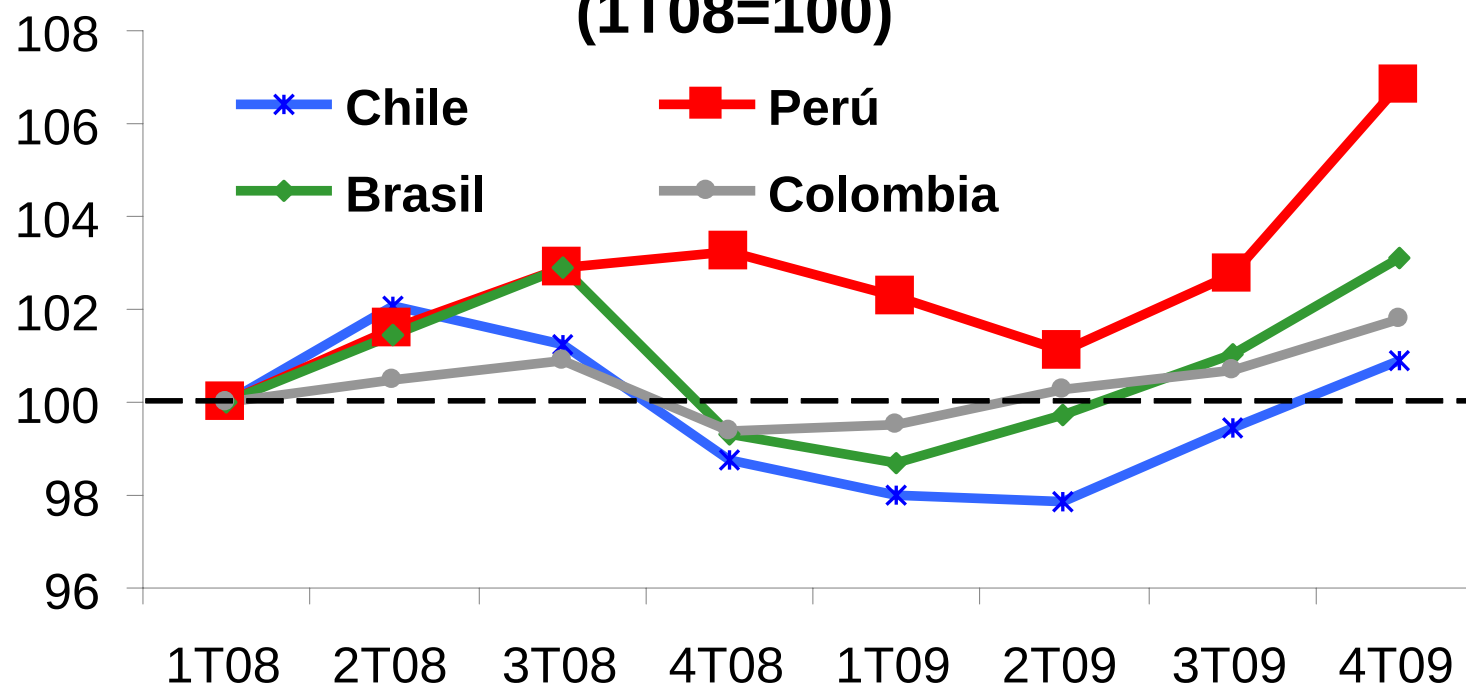


- **División del mundo en países con y sin riesgo soberano.**
- **Surgimiento de economías emergentes, liderado por Asia.**
- **Estancamiento largo de países desarrollados.**
- **Economía mundial más multipolar, con un mayor peso de las economías emergentes, liderado por Asia.**
- **Mercados monetarias, cambiarios, y criterios de riesgo, se alinean.**
- **Un mercado cambiario más multipolar.**
- **Crecimiento en base a demanda interna en países en general.**
- **Comercio internacional más regional.**
- **Cambios geopolíticos: G-20 reemplaza oficialmente a G8.**

Lo positivo: el Perú está del lado de las fuerzas del bien

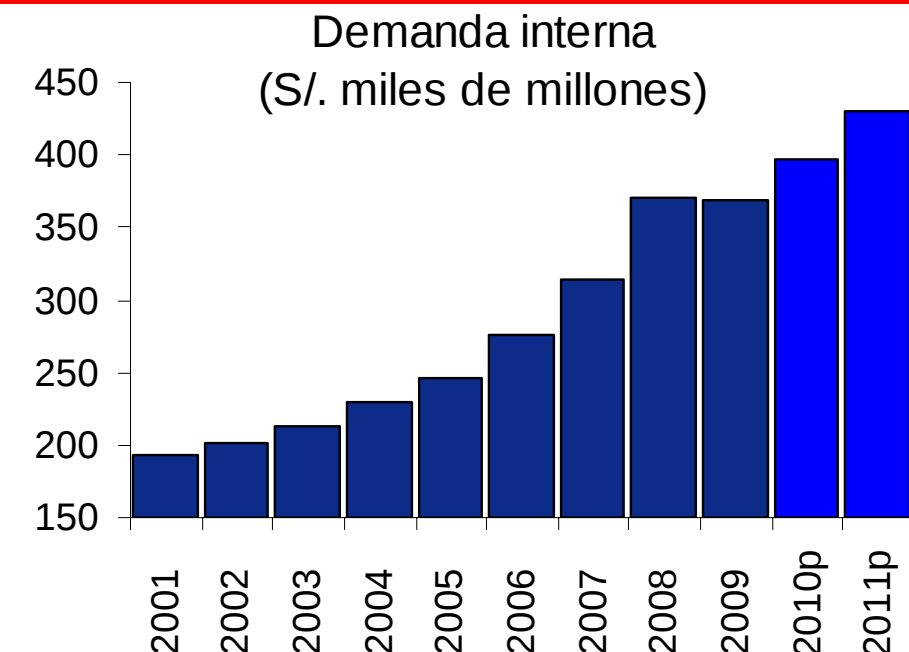


PBI: índice desestacionalizado (1T08=100)



Fuente: Bancos Centrales; Estudios Económicos - Scotiabank

La transformación positiva



p: Proyección
Fuente: BCRP, EE - Scotiabank

Demanda interna 2011:

- Mas del doble (2.2x) que 2001.

Consumo nominal 2011:

- Casi doble que en 2001

Inversión privada nominal 2011:

- Casi el triple que 2001 (2.9x)

- **PBI: crecerá 6 % en periodo 2010-2013, sin no hay otro shock externo.**
- **2013: PBI será de \$190 – 200 mil millones (vs \$140 mil millones hoy).**
- **Pobreza: hoy 36 %, en 2013: 20 % a 25 %.**
- **Lima: ampliación de clase media:**

	2008	2014
NSE ABC	58.5 %	68.8 %
NSE DE	41.5 %	31.2 %

- **Toda política mala tiene una teoría económica que la justifique.**
- **Hay que incluir una cuota de sentido común.**
 - **No se puede crecer en base a desequilibrios.**
 - **No se puede crecer en base a endeudamiento público o privado.**
 - **No se puede gastar continuamente más de lo que se produce.**
- **Toda crisis se genera por excesos previos.**
- **Excesos vinculados a una obsesión por el crecimiento.**
- **Más importante que el crecimiento es la estabilidad (ausencia de desbalances macroeconómicos).**
- **La estabilidad genera confianza, inversión y crecimiento sostenible.**
- **Por esto es que el peso de la economía mundial está yendo de los países desarrollados a los emergentes.**

- **La teoría económica saldrá de la crisis diferente también.**
- **Krugman: ¿por qué los economistas no previeron la crisis?**
 - **Sí se previó. Nadie hacía caso.**
 - **Dominan modas y mentalidades: la FED es el mayor empleador de economistas en EEUU.**
 - **Hay que perderle el respeto a economistas y teoría de países desarrollados. Nosotros sabemos lo que ellos recién están aprendiendo.**

- La política keynesiana de estímulo no se da en un vacío: el punto de partida es importante.
 - Una política keynesiana de estímulo es inefectiva/peligrosa cuando hay desequilibrios macroeconómicos.
 - Por esto ha sido positivo en el Perú y Asia, y negativo en los países desarrollados.
- Cuanto hay incertidumbre y desconfianza, política fiscal es más efectiva que política monetaria.
 - La política fiscal no requiere de confianza para funcionar.
- Pero, sólo funciona por un plazo corto: las políticas keynesianas no pueden sostener un crecimiento en el tiempo si no hay confianza.

- Las políticas monetarias excesivamente expansivas son peligrosas.
- El exceso de liquidez genera problemas de algún tipo: si no es inflación de bienes y servicios, será inflación de activos (burbujas) y especulación.
- La inflación de activos requiere más investigación:
 - Surgió con cambio de política monetaria de agregados monetarios (inyección directa de liquidez) a tasas de interés.
 - Vía de tasas interés genera carry-trade: incentiva rentabilización a través de mercados.
 - Refleja falta de confianza: no se puede obligar al sector privado a invertir (lección de la trampa de liquidez).
 - Maquinita para rescatar bancos es diferente a maquinita para gasto público normal. Lo segundo entra a la economía, lo primera no necesariamente.

Cita:

“Se debe tener un presupuesto balanceado, se tiene que volver a llenar las arcas del Tesoro, se debe reducir la deuda pública, se necesita controlar la arrogancia del oficialismo, y la ayuda al exterior debería ser recortada, a riesgo de que caigamos en la insolvencia. La gente debe aprender a trabajar nuevamente, en vez de vivir de la asistencia pública.”

**Cicerón, año 55 a.c., a propósito del imperio romano.
(para que vean lo poco que cambian las cosas).**

**TODA POLÍTICA ECONÓMICA, Y LA TEORÍA QUE LA SUSTENTA,
DEBE PASAR POR EL TAMIZ DEL SENTIDO COMÚN.**

Gracias