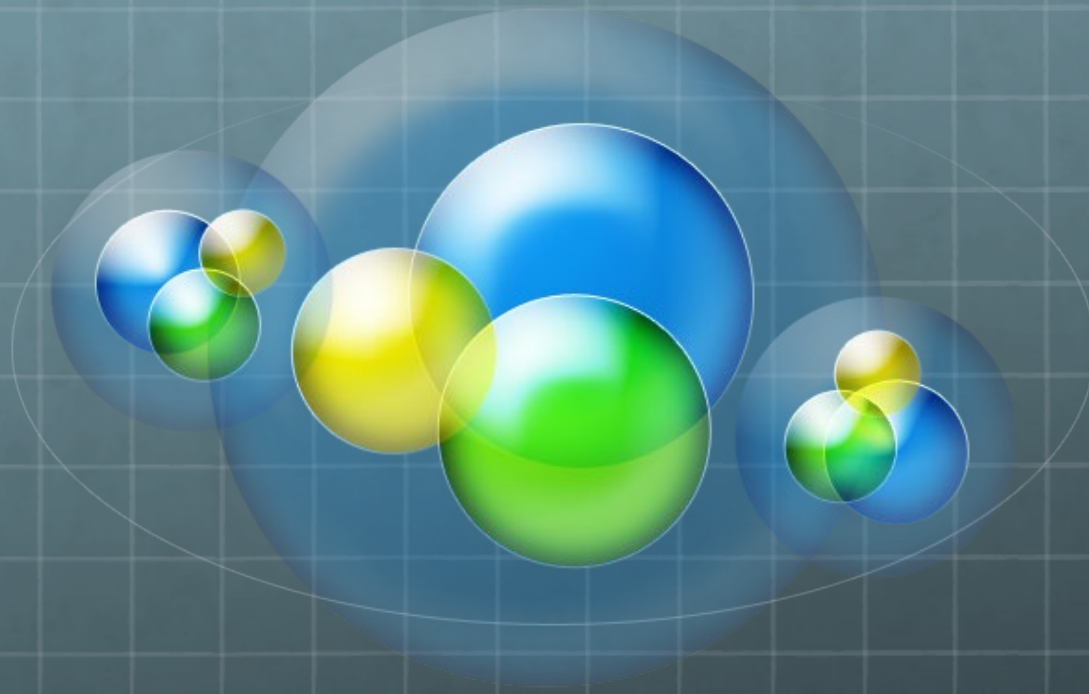




SUDDEN STOP Y EL FANTASMA DE LA INFLACIÓN CRÓNICA

Guillermo A. Calvo

www.columbia.edu/~gc2286

¿QUÉ NOS PREOCUPA?

- La posible **escalada de la tasa de interés de la Reserva Federal de EEUU**, especialmente si la inflación en EEUU se acelera.
- La **guerra comercial EEUU-China** y el proteccionismo comercial
 - especialmente, si genera problemas financieros en las economías avanzadas.
- La posibilidad de una **crisis financiera doméstica en China** por sobreendeudamiento interno.

¿POR QUÉ?

- América Latina (especialmente Sudamérica) depende mucho del comercio con China.
- **La suba de la tasa de interés de la Fed y tensión China-EEUU** puede causar un **frenazo del flujo de capitales, *Sudden Stop* (SS)**, en las economías emergentes, EMs.
- **Esto es aun más serio si los SS son Sistémicos, 3S** (como explicaré más adelante).

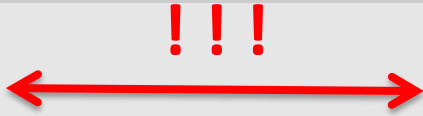
VARIABLES QUE EXACERBAN LA PROBABILIDAD DE SS

1. Déficit de la Cuenta Corriente (del Balance de Pagos) como proporción de la Absorción de bienes comerciables ($< \text{PIB}$)
 2. Pasivos Dolarizados Domésticos, DLD:
Deudas en moneda extranjera generada por el sistema financiero doméstico.
 3. Déficit Fiscal como proporción del PIB.
- **EL FACTOR 1 ES MUCHO MÁS IMPORTANTE QUE EL FACTOR 3.**
 - **1&2 SE INTENSIFICAN MUTUAMENTE.**

ARGENTINA & BRAZIL 2017

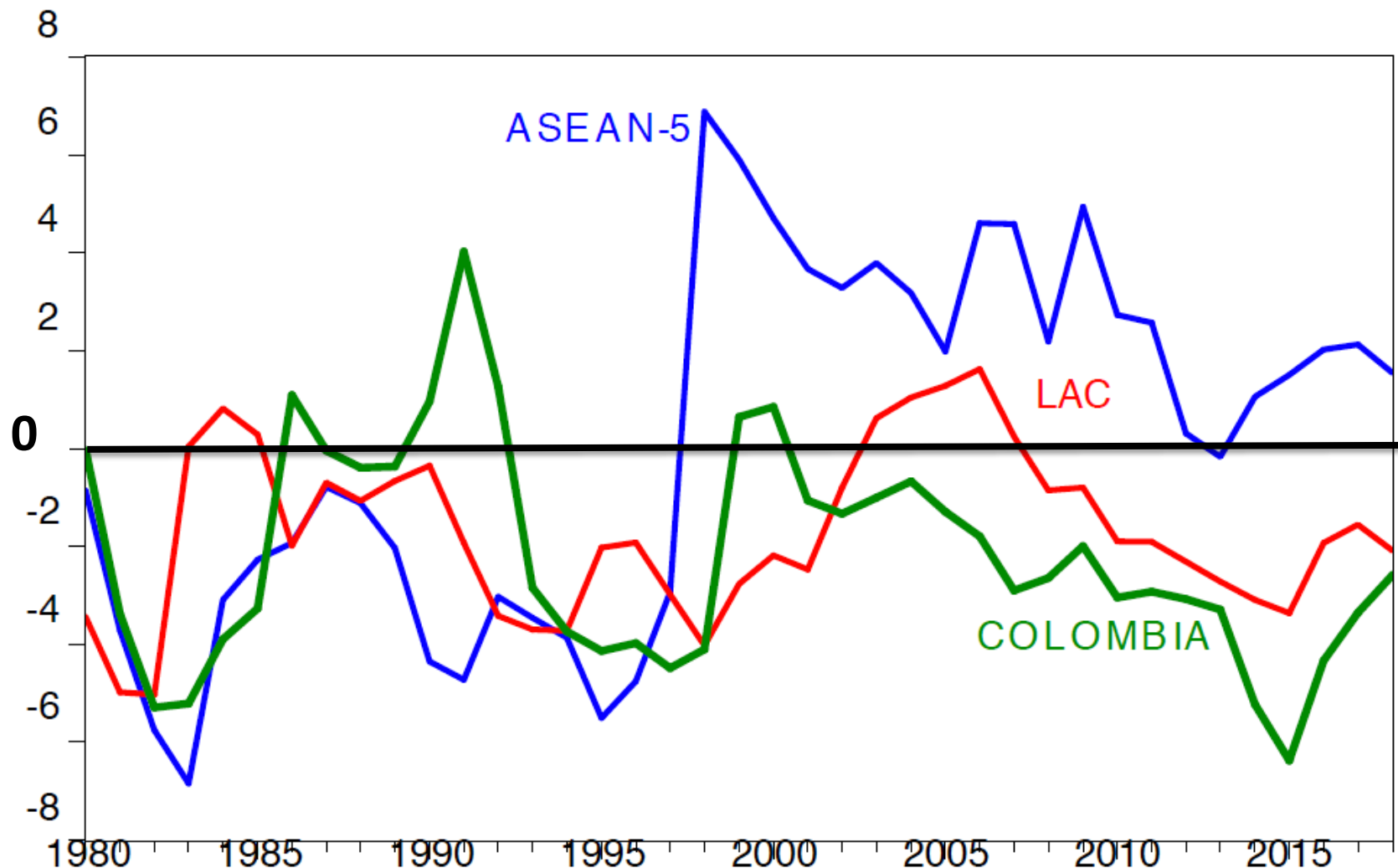
	ARGENTINA	BRAZIL
INFLATION	25.7%	3.4%
GOVT EXPENDITURE	40.5%	37.9%
FISCAL BALANCE	-6.5%	-7.8%
CURRENT ACCT	-4.8%	-0.5%

!!!



Source: WEO

CUENTA CORRIENTE (% PIB)



Fuente: IMF, WEO. ASEAN-5 = Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Vietnam

**EN LOS 3S EL RIESGO PAÍS PROMEDIO
PARA LOS EMs AUMENTA EN FORMA
SIGNIFICATIVA. PERO EL FACTOR
FUNDAMENTAL ES CONTAGIO. POCOS
SON FUENTES DEL SHOCK.**

**ESTO COMPLICA SERIAMENTE LA
POLÍTICA DE LA SITUACIÓN**

¿ESTAMOS EN 3S?

- **TODAVÍA NO.**

- La región está fuerte, aunque **eso no se aplica a Argentina y Venezuela.**
- Economías como Colombia, México y Chile han mostrado que pudieron capear serios shocks de los términos de intercambio **sin sufrir los estragos de Sudden Stop.**
- Pero eso ocurrió en un período en que las **tasas de interés internacionales eran muy bajas.**
- Si suben las tasas, esto puede complicar seriamente la situación de las **economías con un déficit de Cuenta Corriente elevado.**

Nov 18, 2018

PAIS	PUNTO S	% Dia	% Mes	% Año
EMBI+	420	0,96 %	2,94 %	27,6 6%
 EMBI+ ARGENTINA	658	1,39 %	0,92 %	87,4 6%
 EMBI+ BRASIL	265	1,53 %	1,92 %	10,4 2%
 EMBI+ COLOMBIA	211	0,96 %	11,6 4%	21,2 6%
 EMBI+ CROACIA	136	5,43 %	13,3 3%	36,0 0%
 EMBI+ ECUADOR	765	0,39 %	5,96 %	66,6 7%
 EMBI+ FILIPINAS	115	4,55 %	1,77 %	13,8 6%
 EMBI+ MALASIA	143	4,38 %	7,52 %	32,4 1%
 EMBI+ EGIPTO	504	1,41 %	3,07 %	28,2 4%
 EMBI+ MEXICO	225	- 2,60 %	6,64 %	19,0 5%
 EMBI+ INDONESIA	207	2,48 %	3,50 %	31,8 5%
 EMBI+ PANAMA	158	6,04 %	12,0 6%	41,0 7%
 EMBI+ PERU	139	6,92 %	10,3 2%	25,2 3%
 EMBI+ POLONIA	70	9,38 %	12,9 0%	55,5 6%
 EMBI+ RUSIA	225	2,27 %	9,22 %	26,4 0%
 EMBI+ SUDAFRICA	308	1,99 %	0,00 %	40,0 0%
 EMBI+ TURQUIA	434	1,17 %	- 0,23 %	50,6 9%
 EMBI+ VENEZUELA	5923	0,34 %	2,07 %	22,0 2%

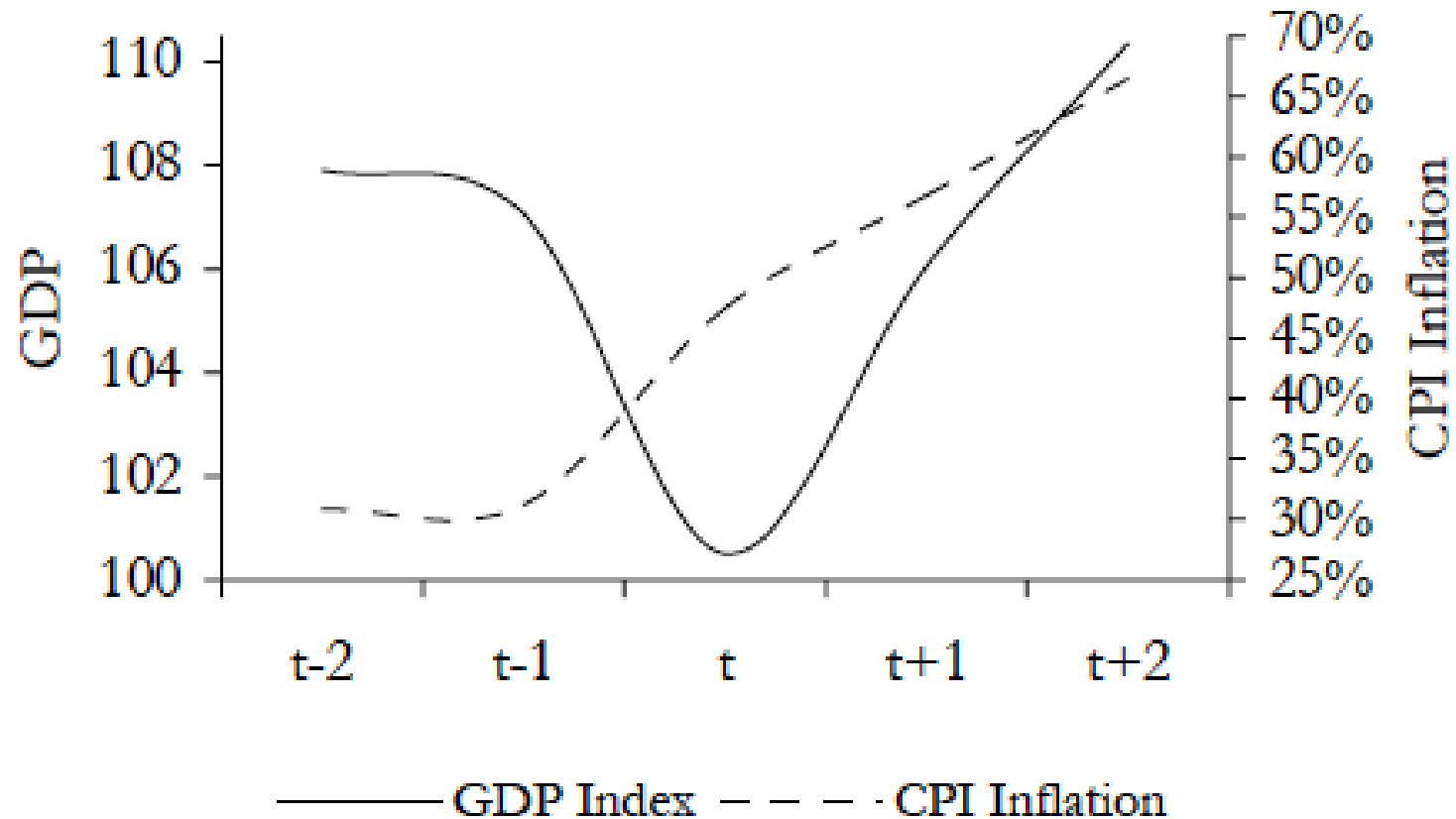
Fuente: Ámbito
Financiero,
Riesgo País



IMPACTO DE 3S

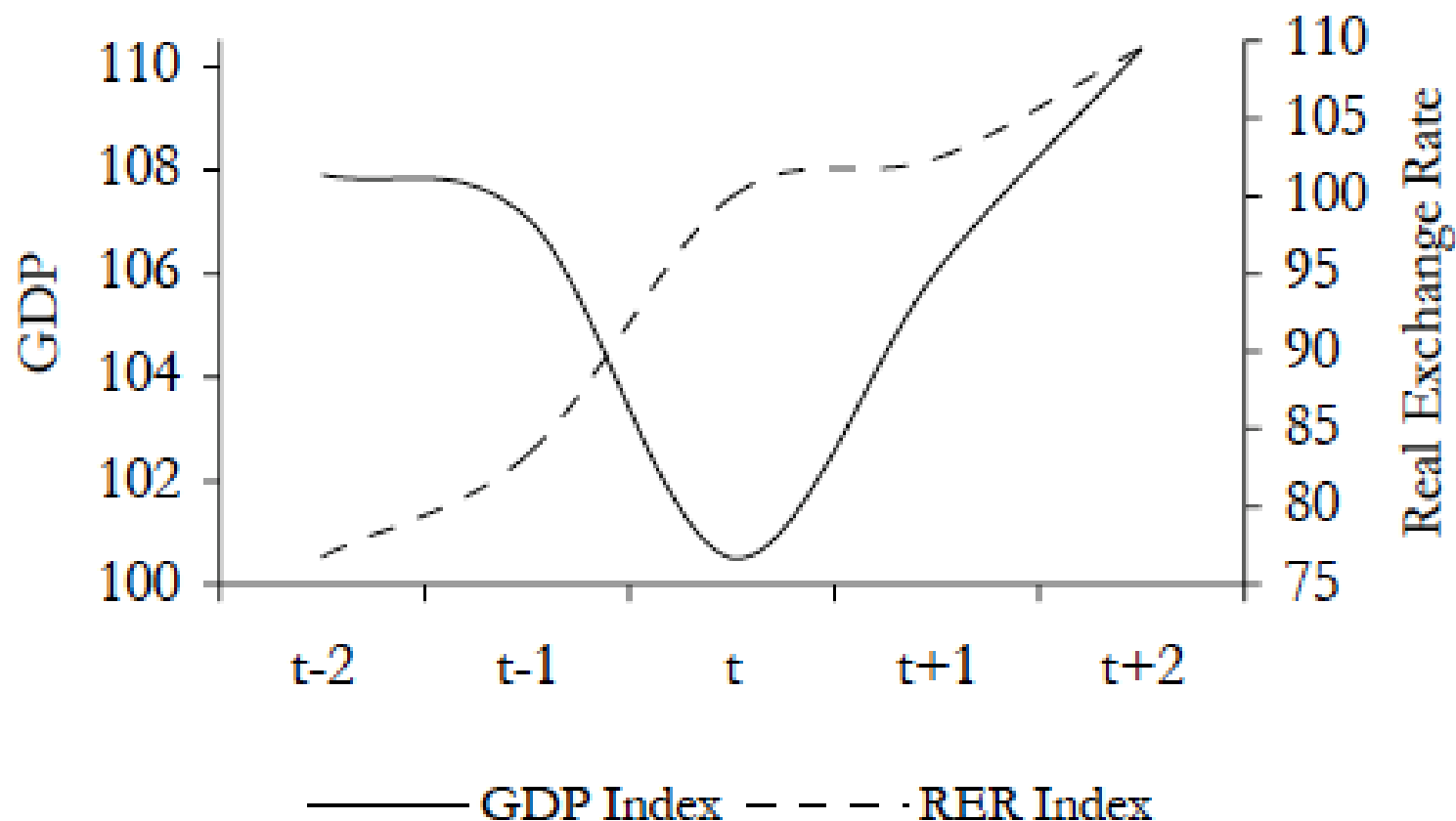
- Huida de capitales
- Fuerte aceleración de la inflación
- Devaluación nominal y real (más del 40%)
- Caída del salario real (más del 20%)
- Caída abrupta del producto y del empleo
- Desprestigio del gobierno de turno, pérdida de credibilidad, lo que **interfiere con la gobernabilidad**. (Ver más adelante).

3S & INFLACIÓN



Source: G. Calvo, A. Izquierdo, E. Talvi, "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises," NBER WP 12101, March 2006

3S Y TIPO DE CAMBIO REAL



Source: G. Calvo, A. Izquierdo, E. Talvi, "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises," NBER WP 12101, March 2006

3S Y GOBERNABILIDAD

- **SS Sistémicos, 3S**, crean serios problemas de gobernabilidad porque sus raíces son difíciles de identificar y de explicar
 - por ejemplo, 3S asociado con la crisis rusa de 1998.
- Si el **déficit de cuenta corriente es grande** (e.g., > 3% del PIB), el **gasto llega fácilmente a caer 10%**, lo que induce a adoptar políticas fiscales y monetarias expansivas —**que son poco efectivas porque la restricción es externa!**
 - por ejemplo, en 1997, el déficit de cta. cte. en Colombia = 4,5% del PIB.
- La **inflación** termina siendo la forma más **expeditiva de financiar el déficit fiscal y estimular la economía**
 - muchas veces el remedio es peor que la enfermedad!

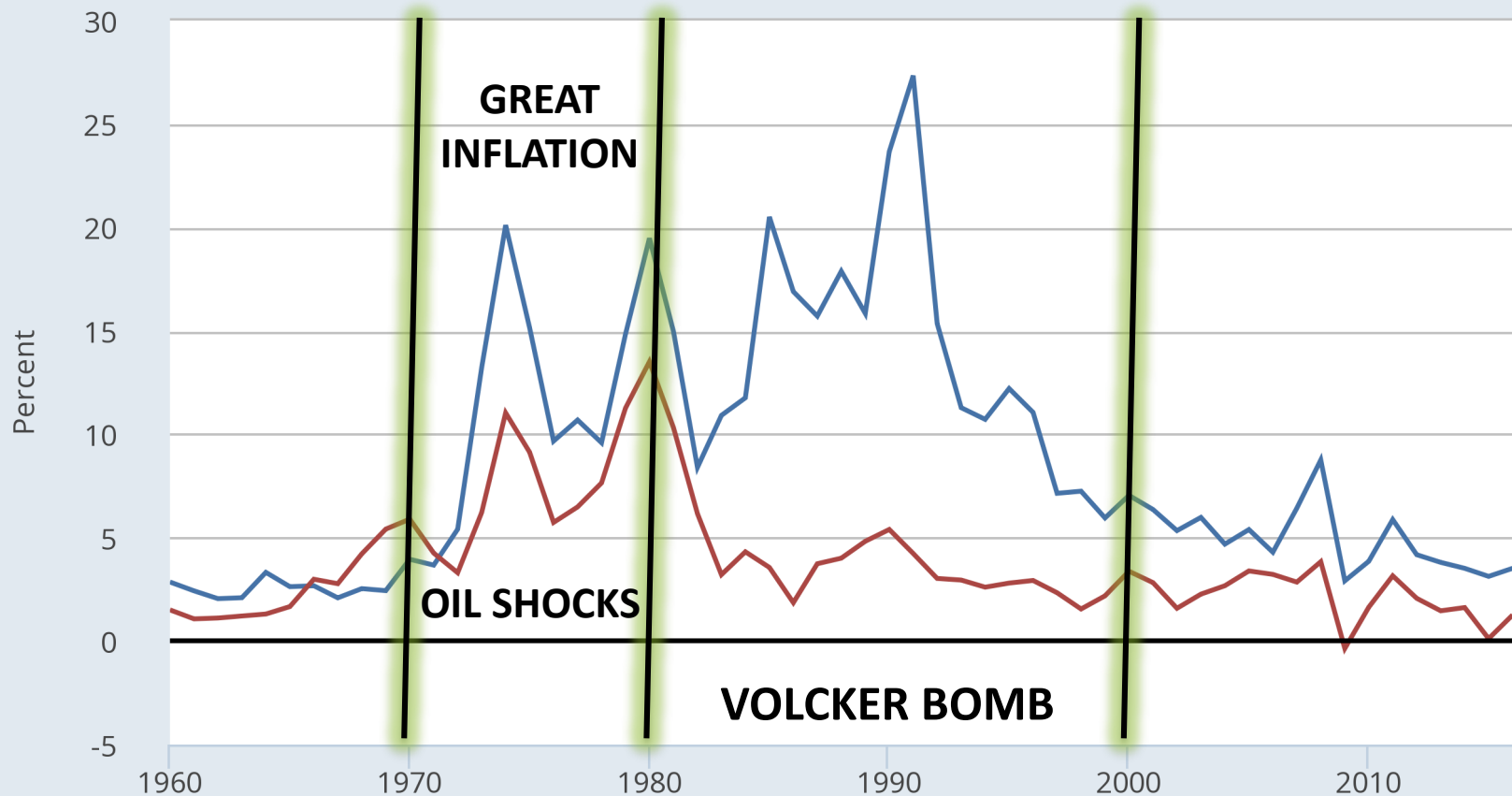
AMÉRICA LATINA Y LA POLÍTICA MONETARIA DE EEUU

- **La tasa de interés de EEUU ha sido un factor detonante de SS y Alta Inflación en LAC.**
- **El episodio más impactante estuvo asociado con la suba sin precedentes de la tasa de la Fed a principios de los 1980s, de la mano de Volcker — Bomba Volcker—.**
- **El antes y después de la Bomba Volcker es también muy ilustrativo del poder del dólar sobre la Inflación en LAC.**
 - Esto interfiere con la gobernabilidad.

INFLACIÓN: EEUU & LAC

FRED 

- Inflation, consumer prices for Developing Countries in Latin America and Caribbean
- Inflation, consumer prices for the United States



- Esto muestra que **LAC se pegó a EEUU monetariamente, excepto cuando la Bomba Volcker le impidió el acceso al mercado de capitales.**
- Este fenómeno está relacionado con el de ***Fear of Floating (Miedo a Flotar)***, ver Calvo-Reinhart QJE 2002.
- En consecuencia, la **Paz Inflacionaria** que ha dominado en gran parte de LAC en los 2000 podría deberse, en parte, a la baja inflación en EEUU y Europa.

INFLACIÓN:

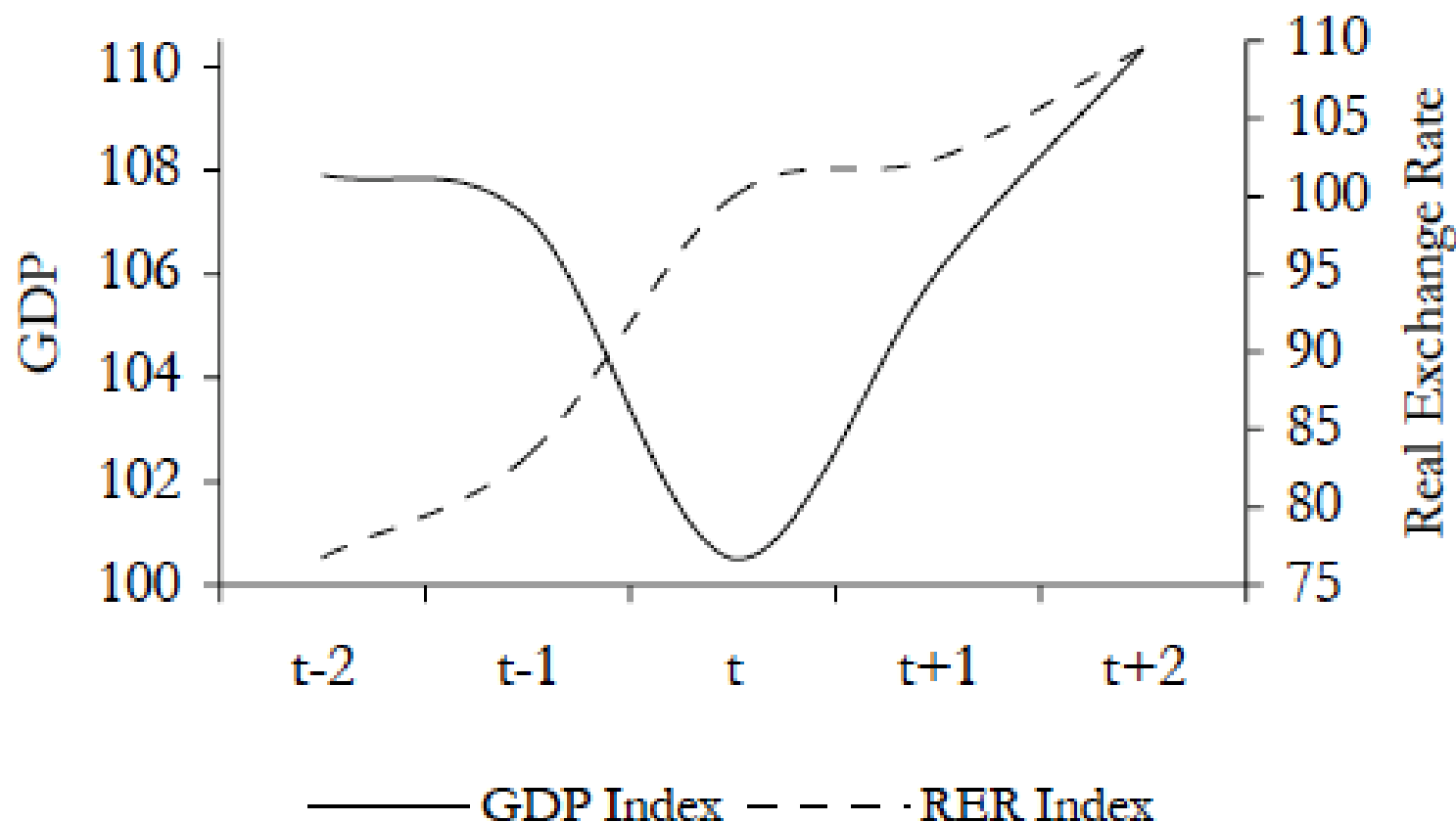
DOMINANCIA DE PRECIOS (DP)

- El monetarismo *bastardo* (como diría Joan Robinson) popularizó la idea de que la inflación es un fenómeno fundamentalmente monetario
- y que parar la inflación sólo requiere frenar la máquina de imprimir billetes (*fiat money*).
- Aunque esto fuese verdad, no deja de ser verdad que **la inflación es el resultado de un enfrentamiento entre un puñado de banqueros centrales y 50 millones de fijadores de precios** (en Colombia).
- DP ocurre si los 50 millones ganan la pulseada

VAYAMOS MÁS A FONDO

- Como indiqué anteriormente, **SS induce a usar el señoreaje por parte del banco central, lo que es inflacionario.**
- Pero, además, **SS trae aparejado una caída fuerte de la demanda agregada, lo que deprime el precio relativo de los no comerciables con respecto a los comerciables (es decir, un aumento de la tasa de cambio real)**

3S Y TIPO DE CAMBIO REAL



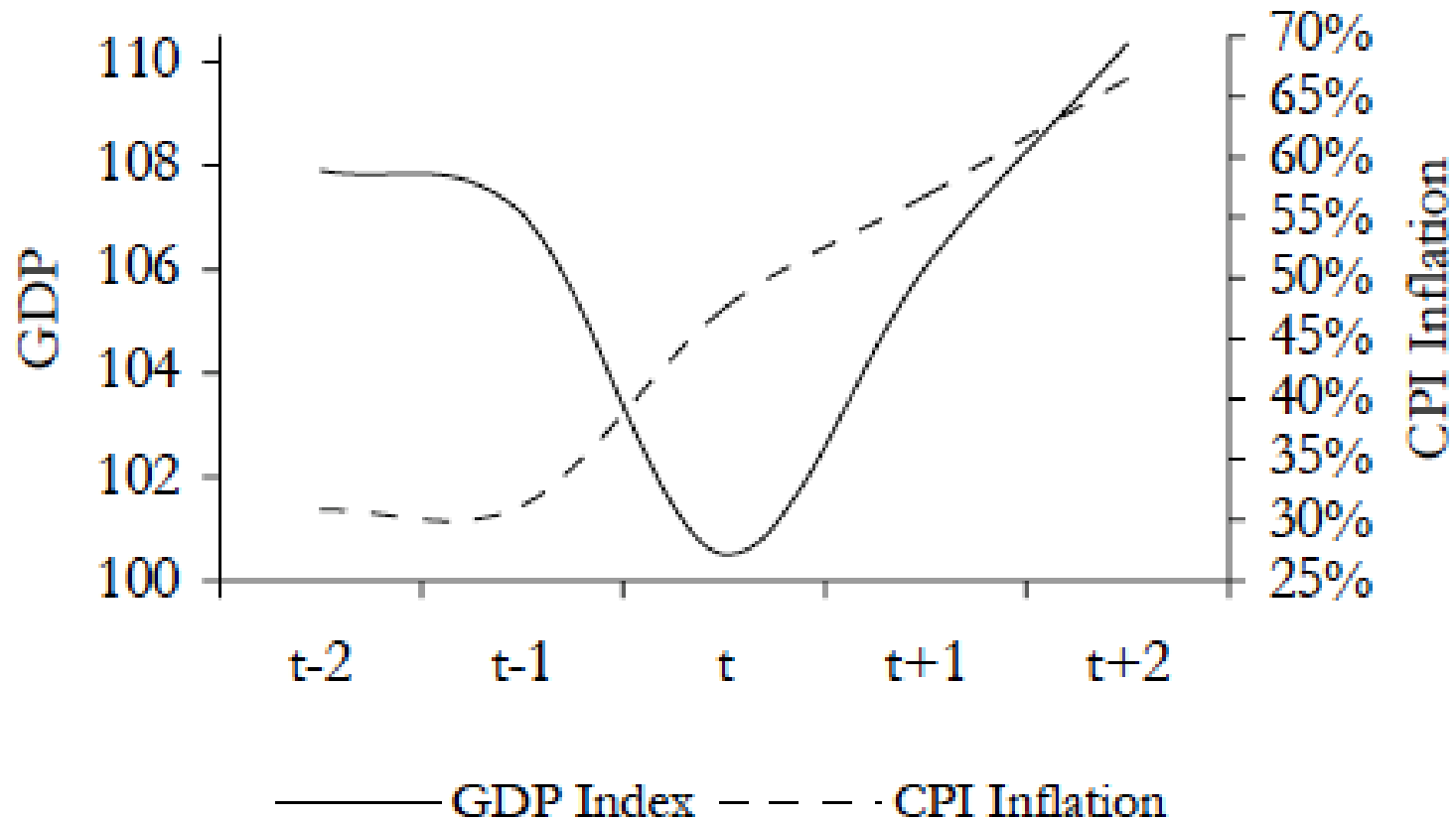
Source: G. Calvo, A. Izquierdo, E. Talvi, "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises," NBER WP 12101, March 2006

- Como SS son muy sorprendentes, el cambio de **precios relativos genera una ola de bancarrotas**
- lo que confunde a los **fijadores de precios** y, debido que el gobierno puede hacer muy poco bajo esas circunstancias, los induce a **descreer los anuncios de política económica**.
- Lo que el público percibe con claridad es el salto **inflacionario originado por el SS** —y no mucho más—. Eso induce a remarcar precios para protegerse, lo que genera **inflación crónica, difícil de controlar**.
- Si el banco central trata de frenar la inflación controlando la oferta monetaria, los resultados pueden ser nefastos: **fuerte caída del producto y del empleo**.

**POR LO TANTO ES PROBABLE
QUE LOS PRIMEROS ROUNDS
LOS GANEN LOS 50 MILLONES**

**¡Y LA INFLACIÓN SE SALGA
DE CAUCE!**

3S & INFLACIÓN



Source: G. Calvo, A. Izquierdo, E. Talvi, "Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises," NBER WP 12101, March 2006

EXPLOSIONES INFLACIONARIAS

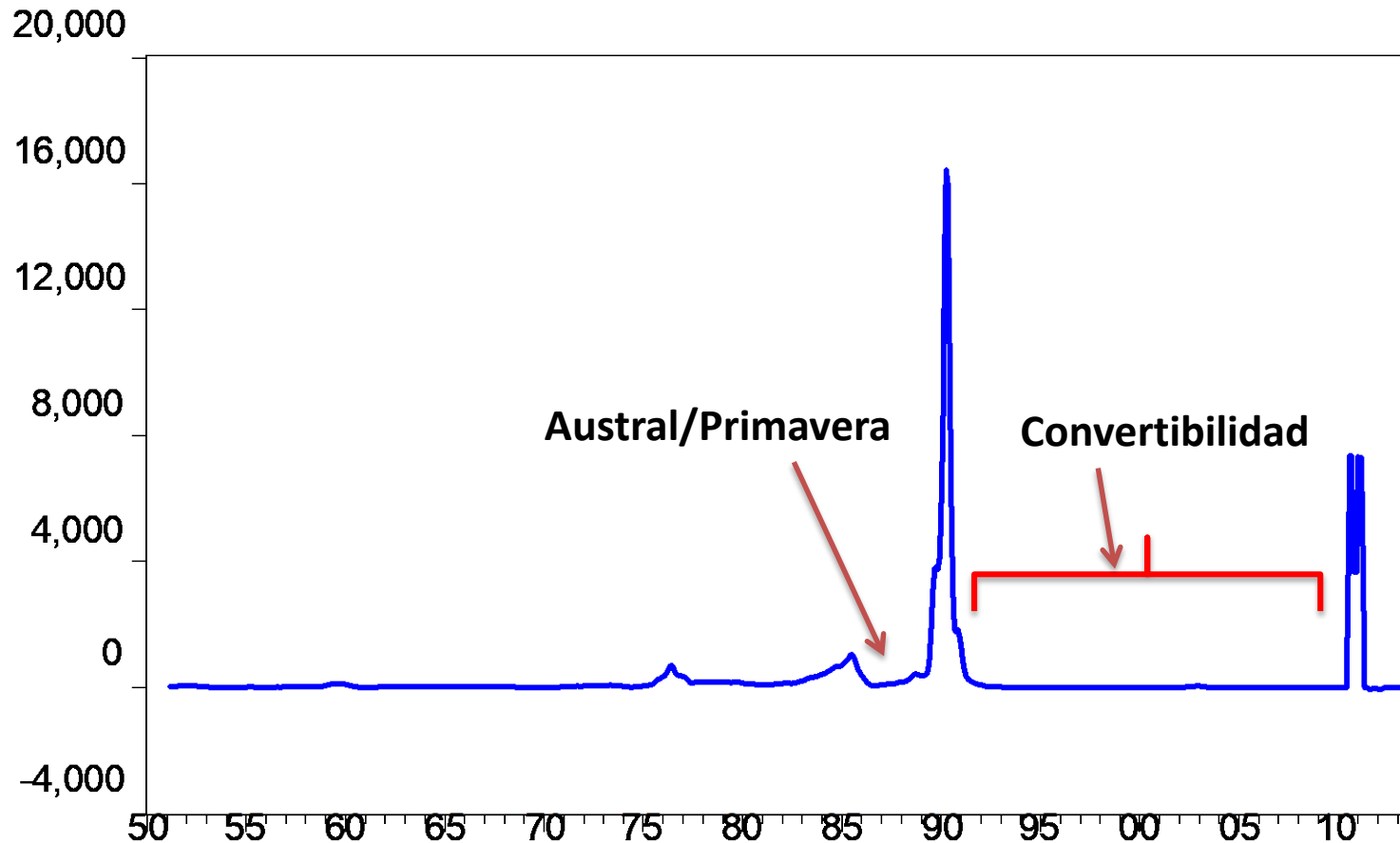
Argentina en los 80s y los 2000

- Argentina ilustra la posibilidad de que, **bajo SS, la inflación puede aumentar de forma inesperada y repentina —y hasta termine en hiperinflación—.**
- Esto fue claro a fines de los 80s cuando todavía no se había concretado el **Plan Brady**
- Y en 2001 cuando Argentina **abandona el plan de Convertibilidad.**

ARGENTINA:

Explosiones Inflacionarias

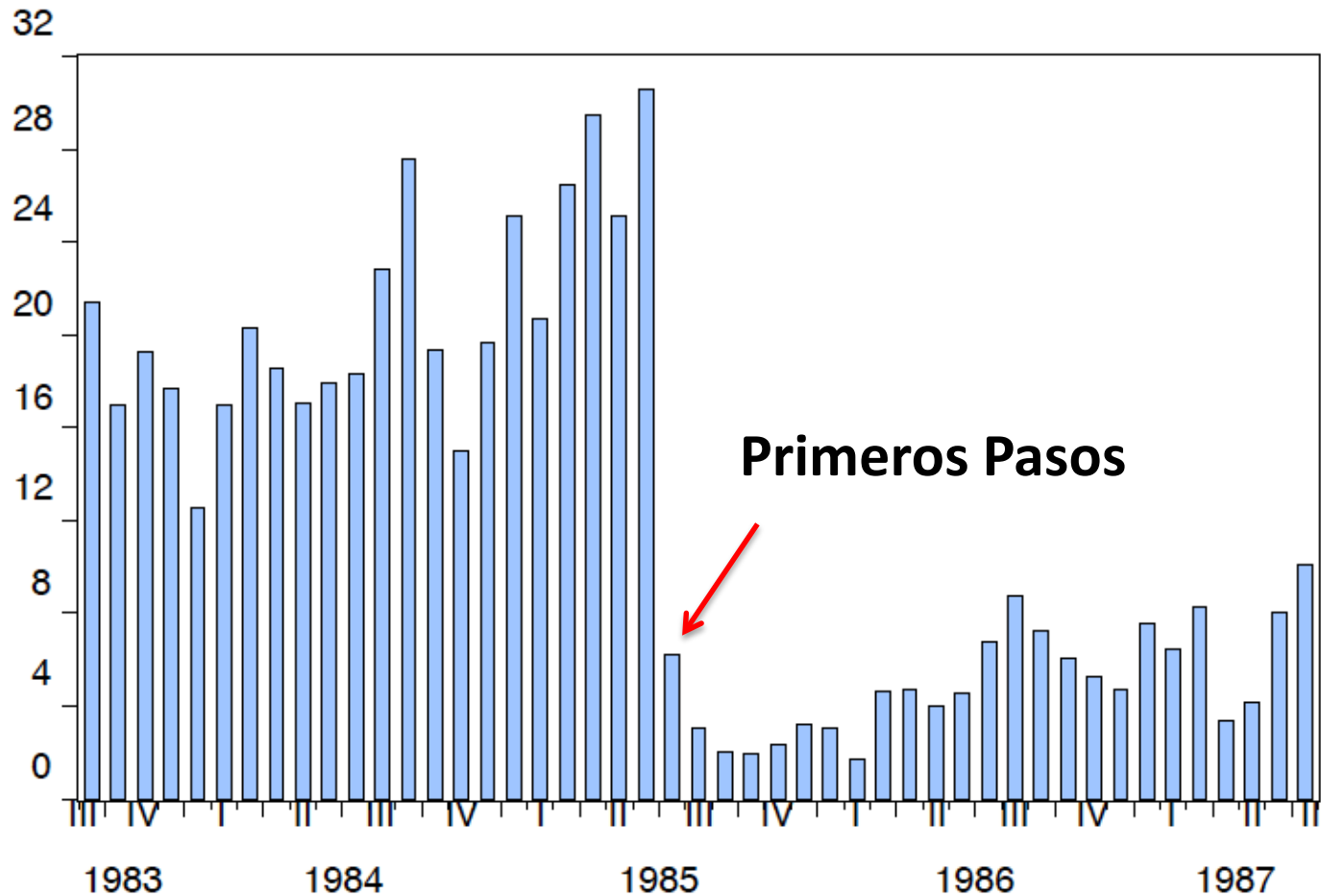
ARGENTINA: Inflation Rate (quarterly moving average % y/y)



Source: BCRA

AUSTRAL: Comienzo Promisorio

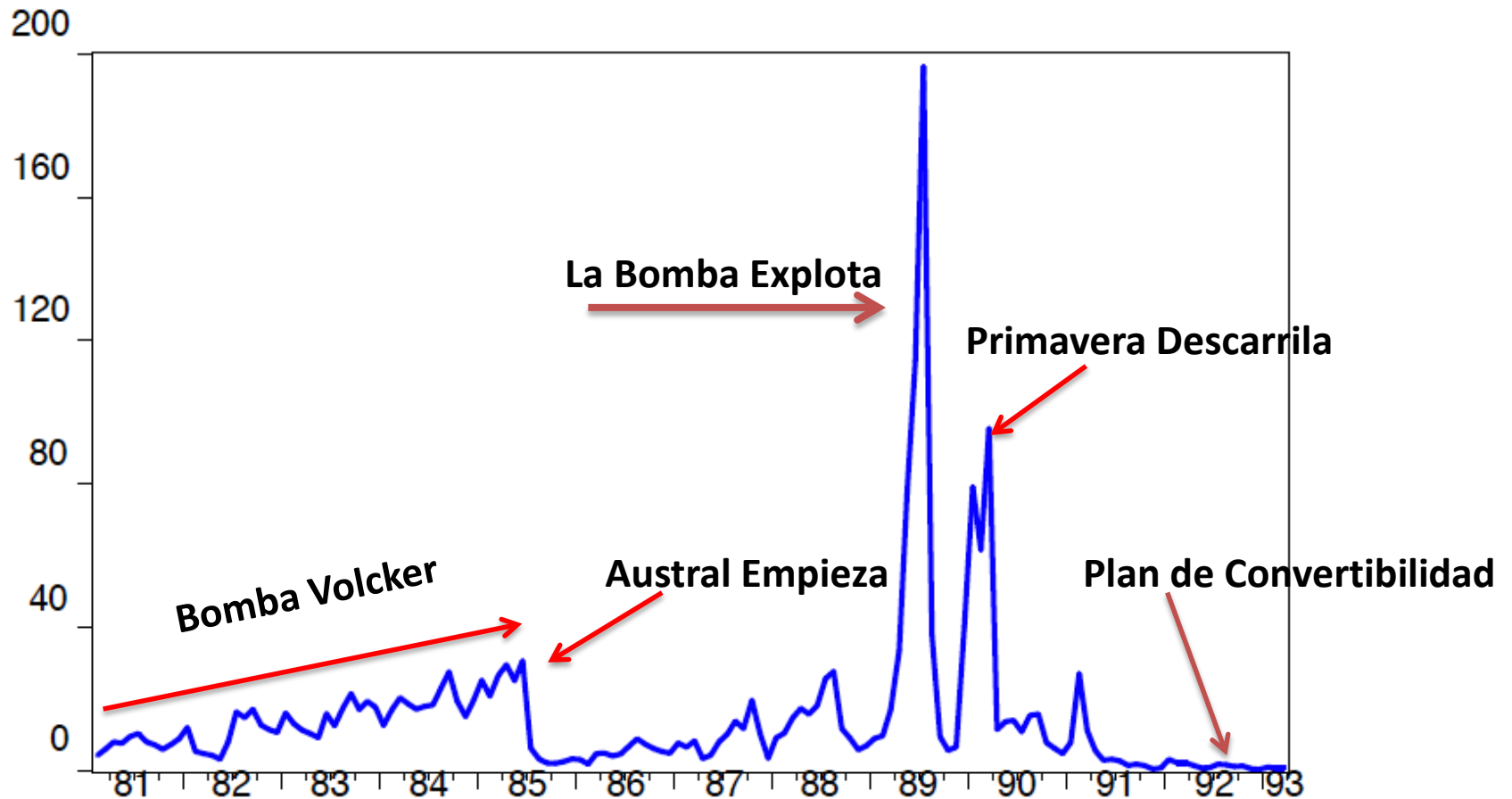
ARGENTINA: Monthly Inflation (%, m/m)



ARGENTINA: Hiperinflación

Sic Transit Gloria Mundi

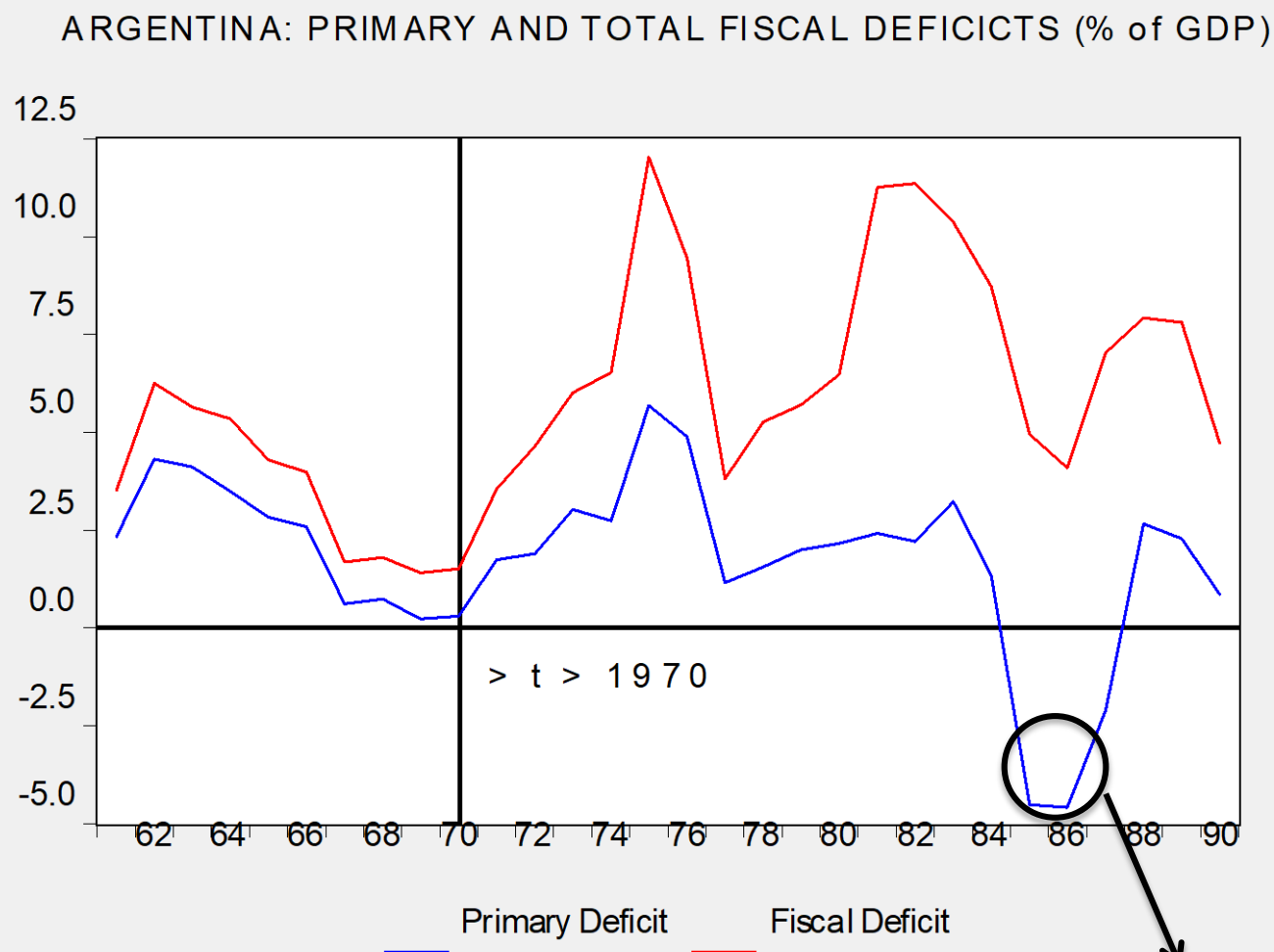
ARGENTINA: Monthly Inflation (% m/m)



Source: BCRA

ARGENTINA: DÉFICITS PRIMARIO Y FISCAL (% of GDP)

¡El Primario no Tuvo la Culpa!



Source: Ferreres

Comienzos del Plan Austral

¿POR QUÉ LA HÍPER EN 1989?

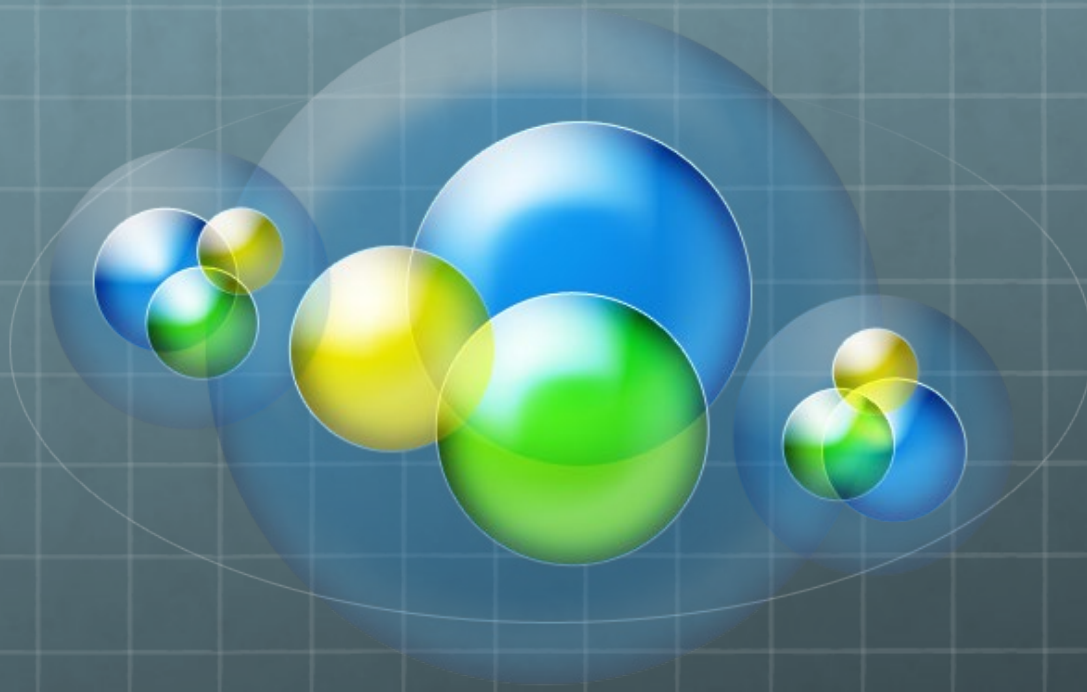
- El déficit fiscal no parece haber jugado un papel preponderante
- Más bien, SS asociado con la Bomba Volcker, Dominancia de Precios y Período Electoral tomaron el centro de la escena.
- Esto dejó al gobierno con sólo una “bala”: el señoreaje inflacionario.
- Sospecho a que la híper la causó la amenaza de Menem de repudiar la deuda e implementar un salarizado
 - cosa que no hizo...más bien hizo todo lo contrario!!

EN RESUMEN

- En los últimos 15 años **la tasa de cambio ha sido un instrumento efectivo en LAC para hacer los ajustes sin inflación**, aun cuando LAC sufrió fuertes shocks en los términos de intercambio. **Colombia es un caso ejemplar.**
- Sin embargo, **la tasa de cambio puede perder su efectividad si se empeoran las condiciones financieras que enfrenta la región**
- lo que puede dar lugar a un retorno de la **Inflación Crónica!!**
- Además, bajo esas condiciones **no se pueden descontar Explosiones Inflacionarias.**

¿QUÉ HACER?

- **No confiarse en que la inflación es cosa del pasado.**
- Estar listos para utilizar **efectivamente** las Reservas Internacionales (Brasil 1998, 2002)
 - Peligro: malgastar las reservas financiando huida de capitales y proyectos populistas.
- Reforzar líneas de crédito con el Fondo, China
- Abrir mercados para las exportaciones.
- Explicarle al público los peligros que acechan, antes de que se materialicen
 - esto puede facilitar la adopción de buenas políticas durante un SS y, especialmente, **evitar la pérdida de “credibilidad”!!**



SUDDEN STOP Y EL FANTASMA DE LA INFLACIÓN CRÓNICA

Guillermo A. Calvo

www.columbia.edu/~gc2286