

Manejo de paridades cambiarias

Jonathan Garita*

Introducción

- Para los países con tipos de cambio fijos, los shocks positivos pueden ser el preámbulo de una crisis
- Por ejemplo, una caída en r^* incentiva la demanda interna e incrementa los salarios nominales.
- Pero cuando r^* regresa a su nivel normal, la economía experimenta una contracción y las rigideces nominales hacen que surja mayor desempleo (exceso de oferta laboral)
- Esta dinámica se conoce como el ciclo boom-bust
 - Un período de expansión (boom) producto de un shock positivo
 - Seguido de un período de recesión (bust) cuando el shock se disipa o entra uno negativo
- Los países de la periferia europea (Chipre, Grecia, Irlanda, España, Portugal) experimentaron un ciclo boom-bust entre el 2000-2011
 - Boom: empezando en 1999 con la introducción del euro como moneda común

*Basado en capítulo 14 de SUW

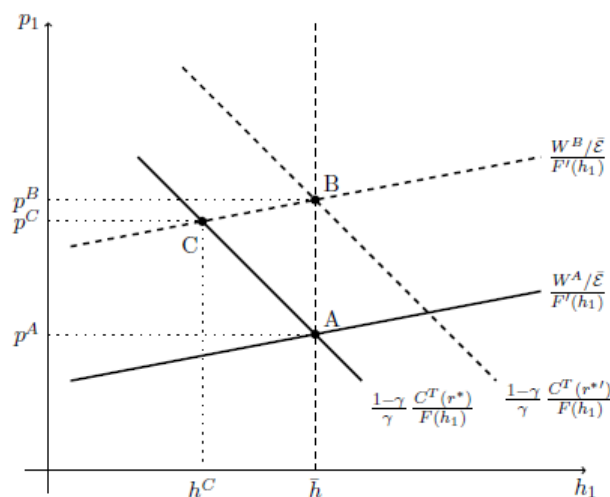
- Bust: La gran recesión de 2007-2009. La severidad de la contracción tuvo todas las características de una parada repentina
- Vamos a estudiar los mecanismos de un ciclo boom-bust bajo la óptica del modelo TNT con rigidez salarial a la baja

El ciclo boom-bust bajo el modelo TNT con rigidez salarial

Fase expansionaria del ciclo boom-bust

- Considere el modelo TNT con rigidez salarial estudiado previamente.
- Suponga que inicialmente la tasa de interés mundial r^* y el salario nominal es W^A . La autoridad monetaria fija el tipo de cambio en \bar{E} y el equilibrio inicial es el punto A

Figure 14.1: A Boom-Bust Cycle in the TNT-DNWR Model Under a Fixed Exchange Rate



- Suponga que la tasa de interés mundial cae a $r^{*'} < r^*$. Esto aumenta el consumo transable de $C^T(r^*)$ a $C^T(r^{*'})$. Como la dotación no transable no ha cambiado, esto deteriora la balanza comercial, $TB_1 = Q_1^T - C^T(r^{*'})$ y la cuenta corriente, $CA_1 = r_0 B_0 + TB_1$.
- El shock presiona los salarios nominales a la baja, de W^A a $W^B > W^A$ debido al exceso de demanda laboral ocasionado por la mayor demanda de bienes no transables.
- En el punto B, la economía sigue en pleno empleo, $h_1 = \bar{h}$, y el precio relativo de los bienes no transables aumenta $p_1 = p^B > p^A$
 - Es decir, el tipo de cambio real se aprecia

Fase contractiva del ciclo boom-bust

- Suponga que la tasa r^* regresa a su valor inicial
- Los consumidores reaccionan cortando su gasto, desplazando la curva de demanda a la izquierda
 - Asuma que la demanda regresa a su posición inicial
- Tal shock requeriría que los salarios nominales se reduzcan de W^B de nuevo a W^A . Pero la rigidez salarial lo impide
 - Esto impide que la curva de oferta regrese a su posición original
- El nuevo equilibrio es el punto C, con desempleo involuntario $\bar{h} - h^C$ porque el salario real W^B/\bar{E} es muy alto para aclarar el mercado laboral y no puede reducirse
- El precio relativo de los no transables pasa de p^B a p^C : el tipo de cambio real se deprecia. Pero menos que lo necesario para borrar el desempleo involuntario
- Es decir, bajo la paridad cambiaria, la fase boom garantiza las condiciones para el eventual estallido (bust)

- En lugar de tener un ajuste suave al final del shock positivo, se gesta un estallido de desempleo
- La causa es un ajuste insuficiente a la baja del salario real causado por una combinación de la rigidez salarial y el tipo de cambio fijo

La externalidad de la paridad cambiaria

- La combinación de rigidez salarial a la baja y un tipo de cambio fijo causa que la economía se expanda más de lo deseado o eficiente en respuesta a shocks positivos
- La economía sufre de una externalidad:
 - Los agentes individuales saben que el shock expansionario va a llevar a alzas salariales nominales que, cuando el boom termine, van a causar desempleo
 - Pero los agentes individuales no internalizan tal efecto agregado (no restringen su consumo en respuesta de la caída en las tasas de interés)
 - Esto porque los hogares son muy pequeños para afectar la dinámica salarial agregada de equilibrio
- La presencia de la externalidad de la paridad cambiaria implica que existe espacio para intervención gubernamental que haga que los hogares internalicen los costos que genera la expansión del consumo en booms en el eventual estallido (bust)

Manejo de paridades cambiarias

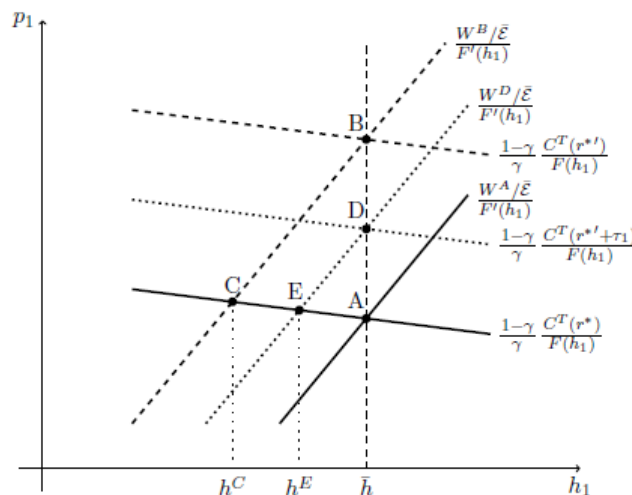
- ¿Qué políticas se pueden implementar en una economía con tipo de cambio fijo para evitar desempleo involuntario posterior a un shock negativo?

- Una obvia es devaluar (incrementar E_t) para reducir el salario real en términos de bienes transables a un nivel coherente con el pleno empleo
- Pero para muchos países esto no es opción (Ejemplo, los países de la Unión Europea o dolarizados)
- Una estrategia es establecer reformas estructurales en el mercado laboral para facilitar la reasignación de personas trabajadoras después de un shock
 - Por ejemplo, reducir costos de contratación o despidos
 - El problema es que estrategias de esta naturaleza toman años para negociarse e implementarse
 - No son viables en el muy corto plazo para enfrentar fluctuaciones inesperadas del ciclo económico
- Dos tipos de políticas:
 1. Políticas de primera instancia (first-best policies): buscan alcanzar el pleno empleo y alcanzar una eficiente asignación intertemporal del consumo.
 - (a) De naturaleza ex-ante (políticas macroprudenciales)
 - (b) Buscan resolver el problema directamente (la rigidez salarial real causada por la rigidez nominal y el tipo de cambio fijo)
 - (c) Ejemplo: Introducir subsidios o impuestos para corregir distorsiones
 2. Políticas de segunda instancia (second-best policies): buscan reducir el desempleo en recesiones.
 - (a) De naturaleza ex-post
 - (b) Políticas más fáciles que implementar para reducir los costos de las paridades cambiarias
 - (c) Ejemplo: gravar flujos de capitales internacionales

Políticas macroprudenciales de control de capitales

- Suponga un equilibrio inicial en el punto A con una tasa de interés r^*

Figure 14.2: Capital-Control Intervention During a Boom-Bust Cycle in a Currency Peg



- Suponga que la caída en la tasa de interés internacional a $r^{*'} < r^*$, con un eventual equilibrio en el punto B
 - $W^B > W^A$ y $C^T(r^{*'}) > C^T(r^*)$
- Cuando la tasa de interés regresa a r^* , el equilibrio se mueve al punto C
 - Desempleo de $\bar{h} - h^C$
- Un planificador benevolente buscaría una senda de consumo de los hogares que no incremente tanto en respuesta a la reducción de la tasa de interés mundial

- Una menor entrada de capitales que garantice un menor crecimiento del consumo y que no infle excesivamente los salarios
- Esto permitiría que el potencial estallido (bust) sea más leve, con menos desempleo y una menor contracción del consumo
- El planificador puede lograr el anterior objetivo de varias formas. Una de ellas es imponer una restricción cuantitativa al endeudamiento/ahorro externo o imponiendo un impuesto a la entrada de capital o sobre la deuda externa
 - Es decir, imponer controles de capital
- Suponga que durante la expansión del ciclo, el gobierno impone un impuesto al capital τ_1 que aumenta la tasa efectiva de interés a $r^{*'} + \tau_1 \in (r^{*'}, r^*)$. Es decir, aumenta la tasa de interés externa percibida por los hogares
- La caída en la tasa de interés a raíz del impuesto mueve la curva de demanda hacia la derecha (con respecto a la curva antes del shock) pero menos que en el caso de libre movilidad de capitales
- El nuevo equilibrio es en el punto D, donde el salario y el consumo transable es más alto, pero menos que bajo la libre movilidad de capitales
 - $W^D \in (W^A, W^B)$ y $C^T(r^{*'} + \tau_1) \in (C^T(r^*), C^T(r^{*'}))$
- Cuando la tasa de interés regrese a r^* , el desempleo va a aumentar, pero en menor grado
 - $(\bar{h} - h^E < \bar{h} - h^C)$
- Es decir, imponiendo controles de capital durante la fase expansiva del ciclo, el gobierno garantiza un ajuste más leve posterior a que el shock positivo inicial se disipe
- Aunque los controles de capital pueden aumentar el bienestar, no necesariamente representan una política de primera instancia (first-best) pues distorsionan la tasa de interés, lo cual distorsiona la asignación temporal del consumo

- Es decir, los hogares no toman completa ventaja de la caída de la tasa de interés mundial
- Por tanto, estos controles son política de segunda instancia (second-best)

Devaluaciones fiscales

- Una política para compensar las ineficiencias causadas por la falta de flexibilidad del tipo de cambio nominal es aplicar subsidios o impuestos que afecten los incentivos a emplear personas trabajadoras
- Considere, por ejemplo, un subsidio salarial, s_t , pagado a las empresas en el sector no transable
 - s_t es una fracción de la planilla de la empresa que el gobierno paga
- Las ganancias del sector no transable entonces son:

$$\Pi_t = P_t^N F(h_t) - (1 - s_t) W_t h_t$$

- La condición de primer orden de la empresa es ahora $P_t^N F'(h_t) = (1 - s_t) W_t$. Por tanto:

$$p_t = \frac{(1 - s_t) (W_t / E_t)}{F'(h_t)}$$

- Por tanto, el precio del bien no transable, en equilibrio, igual al costo marginal de producción después del subsidio.
 - Entre mayor sea el subsidio, mayor será el movimiento de la curva de oferta hacia abajo y la derecha
 - Este subsidio salarial tiene, para efectos prácticos, el mismo efecto de una caída en el salario nominal o una devaluación
- La empresa no le importa si al caída en el costo marginal se debe a un subsidio salarial, una caída en la tasa salarial nominal o porque el banco central devalúe la moneda

- Por eso, el subsidio laboral usado para incentivar el empleo bajo una paridad cambiaria se le llama devaluación fiscal
- La curva de demanda no cambia con la introducción del subsidio: Asuma que el subsidio salarial es financiado mediante un impuesto de renta proporcional, τ_t^y , sobre los hogares.
- La restricción presupuestaria del gobierno viene dada por:

$$s_t W_t h_t = \tau_t^y \left(\bar{E} Q_t^T + W_t h_t + \Pi_t \right)$$

- La restricción presupuestaria del hogar en el período 1 y 2 son:

$$\bar{E} C_1^T + P_1^N C_1^N + \bar{E} B_1 = (1 - \tau_1^y) \left(\bar{E} Q_1^T + W_1 h_1 + \Pi_1 \right)$$

y

$$\bar{E} C_2^T + P_2^N C_2^N = (1 - \tau_2^y) \left(\bar{E} Q_2^T + W_2 h_2 + \Pi_2 \right) + (1 + r^*) \bar{E} B_1$$

- Consolidando ambas restricciones en una intertemporal:

$$C_1^T + p_1 C_1^N + \frac{C_2^T + p_2 C_2^N}{1 + r^*} = \bar{Y}$$

con

$$\bar{Y} \equiv (1 - \tau_1^y) \left(Q_1^T + W_1 / \bar{E} h_1 + \Pi_1 / \bar{E} \right) + \frac{(1 - \tau_2^y) (Q_2^T + W_2 / \bar{E} h_2 + \Pi_2 / \bar{E})}{1 + r^*}$$

- Dado que el hogar toma \bar{Y} exógenamente, entonces el hogar va a tener las mismas condiciones de optimalidad que el caso sin impuestos:

$$\frac{C_2^T}{C_1^T} = \beta (1 + r^*)$$

y

$$\frac{C_1^N}{C_1^T} = \frac{1-\gamma}{\gamma} \frac{1}{p_1}$$

- Combinando tales ecuaciones con la condición de aclaramiento del mercado no transable, $C_t^N = F(h_t)$, se llega a la misma restricción intertemporal:

$$C_1^T + \frac{C_2^T}{1+r^*} = Q_1^T + \frac{Q_2^T}{1+r^*}$$

- Note que el hecho que sea idéntica a una economía sin impuestos (no aparezcan ni s_t ni τ_t^y) es porque en equilibrio, la reducción del ingreso disponible por el impuesto de renta se compensa totalmente por el incremento en los dividendos recibidos de la empresa por el subsidio salarial.
- Combinando las ecuaciones de Euler y la restricción presupuestaria intertemporal, se obtiene que:

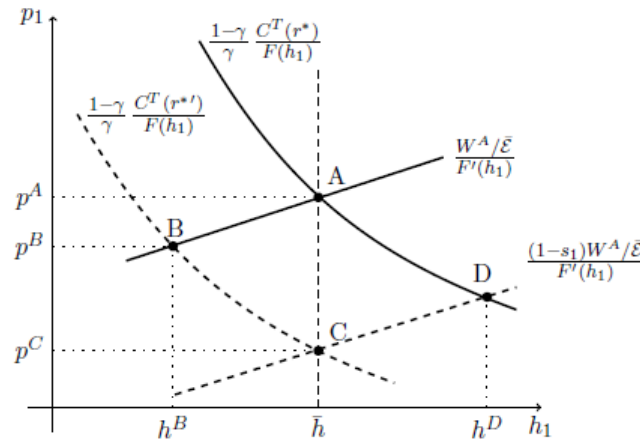
$$C_1^T = \frac{1}{1+\beta} \left[Q_1^T + \frac{Q_2^T}{1+r^*} \right]$$

- Por tanto, la curva de demanda sigue la forma:

$$p_1 = \frac{1-\gamma}{\gamma} \frac{C^T(r^*, Q_1^T, Q_2^T)}{F(h_1)}$$

- Que es exactamente la misma del caso de una economía sin impuestos

Figure 14.3: A Fiscal Devaluation in the TNT-DNWR Economy



- Para determinar el efecto del subsidio slaarial en el ajuste de un aumento en la tasa de interés, considere una economía inicialmente en el punto A (pleno empleo)
- El aumento en la tasa de interés a $r^{*/'} > r^*$ mueve la curva de demanda hacia abajo y la derecha.
- El nuevo equilibrio sería el punto B, con desempleo involuntario.
- Con un subsidio, $s_1 > 0$, mueve la curva de oferta hacia abajo y la derecha, sin alterar la curva de demanda
- El nuevo equilibrio se alcanzaría en el punto C, donde se restaura el pleno empleo y el precio relativo de los no transables se reduce, $p^C < p^B$
- La única diferencia entre una devaluación fiscal y una devaluación nominal es el comportamiento de la inflación subyacente:

- En la devaluación fiscal, el precio nominal de los bienes no transables es $P_1^N = (1 - s_1) W_1 / F'(\bar{h}) < W_1 / F'(\bar{h})$. Es decir, la imposición del subsidio tiene efectos deflacionarios
- Una devaluación nominal no cambia el precio nominal de los bienes no transables: $P_1^N = W_1 / F'(\bar{h})$
- ¿Qué tan grande tiene que ser el subsidio salarial para garantizar el pleno empleo? Igualando las curvas de oferta y demanda, ambas evaluadas en $h_1 = \bar{h}$, y despejando para s_1 :

$$\begin{aligned} s_1 &= 1 - F'(\bar{h}) \frac{1 - \gamma}{\gamma} \frac{C^T(r^{*'})}{F(\bar{h})} \frac{\bar{E}}{W^A} \\ &= 1 - \frac{C^T(r^{*'})}{C^T(r^*)} \end{aligned}$$

- Es decir, si el shock externo causa una reducción en el consumo transable de 10%, por ejemplo, el subsidio debe ser igual a 10%.
- Además, el subsidio es una función creciente del cambio en la tasa de interés
 - Entre mayor sea el shock negativo externo, mayor debería ser el subsidio salarial que asegure el pleno empleo de vuelta
- Es importante enfatizar que cuando el incremento en la tasa de interés mundial se disipe, el subsidio salarial debería retirarse.
 - Mantener el subsidio por mucho tiempo podría incrementar el subsidio que eventualmente se necesitaría en el futuro en caso que surja un nuevo shock negativo
 - Si la curva de demanda vuelve a la posición original después de que la tasa de interés regrese al nivel r^* , la economía experimentaría un exceso de demanda laboral $h^D - \bar{h} > 0$
 - Esto presionaría el salario nominal al alza, aumentando la curva de oferta hacia arriba y a la derecha a su posición original (punto A)

- En el punto A, el nuevo equilibrio es distinto al equilibrio original (un subsidio positivo y un salario nominal más alto)
 - Si la tasa de interés r^* vuelve a incrementarse y la autoridad fiscal mantiene el subsidio sin cambiar, se gestaría desempleo involuntario
 - Para eliminar el desempleo, el gobierno tendría que incrementar nuevamente el subsidio
 - Si esto se vuelve sistemático, en el límite el gobierno terminaría subsidiando toda la planilla de la empresa ($s_t \rightarrow 1$)
 - El gobierno debe dismantelar todo subsidio cuando el incremento en la tasa de interés concluya
 - El gran problema son las complicaciones políticas que se podrían generar cuando se busque dismantelar el subsidio
- Muchos países implementan impuestos salariales que son parcialmente pagados por empresas. En este caso, la devaluación fiscal podría pensarse como cortar parte de las obligaciones patronales
 - Por ejemplo, antes del shock las empresas pagaban un impuesto proporcional τ_t sobre el salario, tal que las ganancias están dadas por $P_t^N F(h_t) - (1 + \tau_t) W_t h_t$. En optimalidad:

$$p_t = (1 + \tau_t) \frac{W_t / \bar{E}}{F'(h_t)}$$

- Claramente, una reducción en τ_t mueve la curva de oferta hacia abajo y la derecha.
- Una devaluación fiscal puede en este caso concebirse como un recorte en el impuesto sobre el salario. La lógica de la temporalidad del ajuste y la dinámica de ajuste es esencialmente la misma que el caso previo
- También puede pensarse en otros mecanismos para una devaluación fiscal: recortes en el impuesto sobre las ventas o el consumo en el sector no transable

- Las devaluaciones fiscales fueron parte del menú de opciones discutidas en la periferia europea a raíz de la crisis financiera internacional del 2008
 - Recortes en los impuestos salariales financiados con un incremento en el impuesto al valor agregado propuesto para Grecia para evitar una salida de la Unión Monetaria y devaluación¹
 - En Portugal en 2011 se discutió activamente redistribuir la carga patronal de la seguridad social hacia los trabajadores
 - Todas estas medidas llevaron a una marcada convulsión social en estos países

Inflación más alta en la Unión Monetaria

- Otra política de primera instancia (first-best) para llevar a la economía al pleno empleo bajo rigidez salarial y tipo de cambio fijo es un incremento en el precio internacional del bien transable, P^{T*}
- Esta opción es atractiva para aquellos países pertenecientes a una unión monetaria, tal como al Unión Europea
 - Los países afectados asimétricamente por el shock negativo pueden hacer lobby para que la autoridad monetaria incremente la inflación de la unión como un todo, incrementando P^{T*}
 - Esto bajaría el salario real medido en unidades de bien transable e incrementaría la demanda laboral de las empresas
- Hasta ahora hemos asumido que $P^{T*} = 1$. Relajando este supuesto, suponga que P^{T*} puede tomar distintos valores dependiendo de cuán expansionaria es la política monetaria de la unión
- En una unión monetaria, todos los países miembros usan la misma moneda, por ejemplo el euro. Entonces, el tipo de cambio entre dos países miembros siempre es 1

¹Ver Domingo Cavallo y Joaquín Cottani, "For Greece, A Fiscal Devaluation Is A Better Solution Than A Temporary Holiday From The Eurozone," VoxEU, February 22, 2010

- Es decir, es posible pensar en una unión monetaria como una paridad cambiaria donde el tipo de cambio está fijado en la unidad, $\bar{E} = 1$

- Por la ley del único precio, el precio local del bien transable en el período 1 es $P_1^T = \bar{E}P_t^{T*}$. Entonces:

$$p_1 = \frac{W_1 / (\bar{E}P^{T*})}{F'(h_1)}$$

- Asuma que la posición externa inicial es cero, $B_0 = 0$. En este caso, la curva de demanda no cambia:

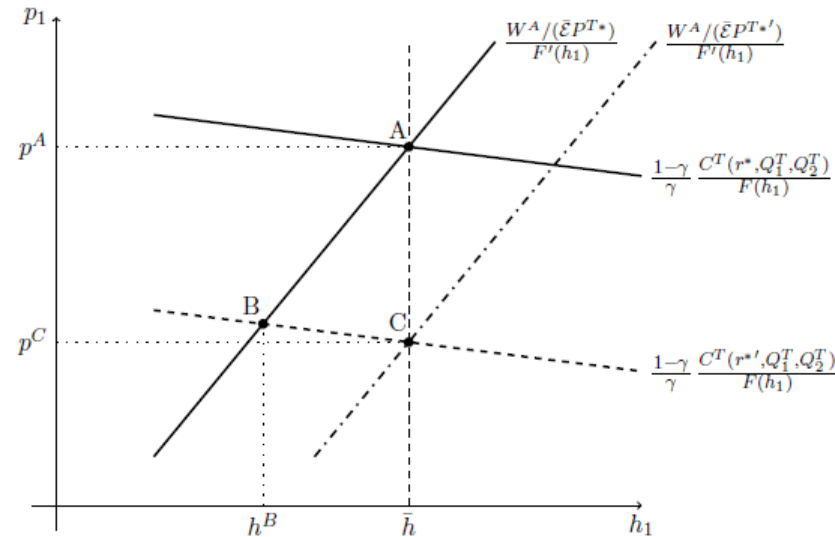
$$p_1 = \frac{1 - \gamma}{\gamma} \frac{C^T(r^*, Q_1^T, Q_2^T)}{F(h_1)}$$

- Por tanto, de las dos anteriores expresiones se desprende que un incremento en el nivel de precios de la unión monetaria tendría el mismo efecto que una devaluación:

- Se mueve la curva de demanda hacia abajo y la derecha sin afectar la posición de la curva de demanda

- Es decir, un país miembro de la unión monetaria que es golpeado por un shock externo negativo, tal como un incremento en la tasa de interés mundial, puede minimizar los efectos en el desempleo si la unión monetaria permite inflación más alta
- Detalladamente, suponga que la economía empieza en el punto A, con un nivel de precios transables externo de P^{T*} , con una tasa de interés de r^* , y el salario nominal W^A . La economía goza de pleno empleo inicialmente.
- Suponga que la tasa de interés mundial sube a $r^{*'} > r^*$. Como consecuencia, la curva de demanda se desplaza hacia la izquierda. Si la autoridad monetaria (por ejemplo, el Banco Central Europeo) no reacciona con política alguna, la economía se equilibra en el punto B con un desempleo igual a $\bar{h} - h^B$

Figure 14.4: Adjustment to an Interest Rate Shock with Union Wide Inflation



- Si la autoridad monetaria responde con un incremento en el nivel de precios a $P^{T*'} > P^{T*}$
 - Esto desplaza la curva de oferta a la derecha
 - En el nuevo equilibrio (punto C), la economía alcanza el pleno empleo nuevamente y el tipo de cambio real se deprecia
 - Esta depreciación real adicional permite una reasignación más fuerte en favor de los bienes no transables, lo cual garantiza el pleno empleo
- Para los países que son deudores externos netos, como la mayoría de los países europeos de la periferia durante la Gran Recesión de 2008, una inflación común más alta puede tener efectos expansionarios adicionales mediante una reducción del valor real del valor de los pasivos externos netos

- Para ver este punto, asuma que $B_0 < 0$, que la posición externa es una cantidad nominal (medida en unidades de moneda extranjera). Su valor real en unidades del bien transable es B_0/P^{T*} . La restricción intertemporal del hogar se vuelve entonces:

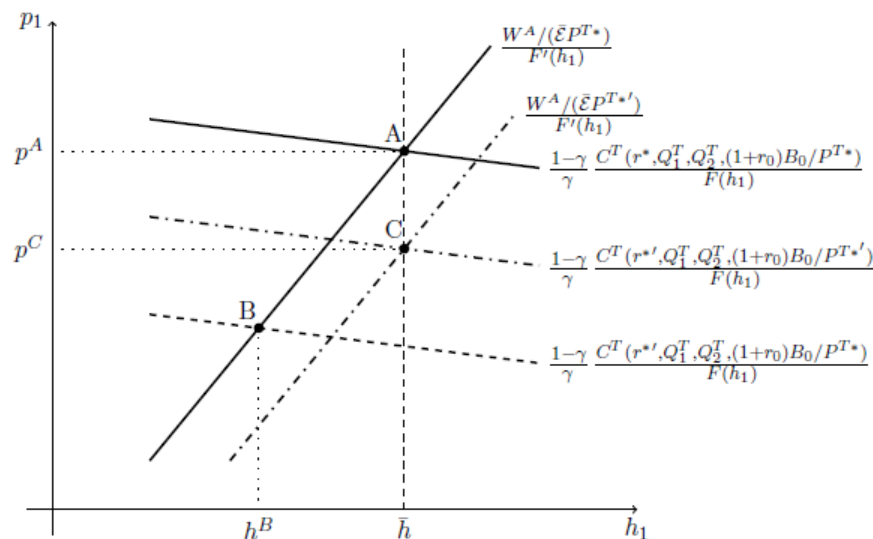
$$C_1^T + \frac{C_2^T}{1+r^*} = (1+r_0) B_0/P^{T*} + Q_1^T + \frac{Q_2^T}{1+r^*}$$

- Si $B_0 < 0$, un incremento en el nivel de precios transable externo reduce el valor de su deuda, haciendo a los hogares más ricos. Es decir:

$$C_1^T = C^T \left(\underset{-}{r^*}, \underset{+}{Q_1^T}, \underset{+}{Q_2^T}, \underset{+}{(1+r_0) B_0/P^{T*}} \right)$$

- Un incremento en P^{T*} , en el caso de un deudor neto, desplaza la curva de demanda hacia arriba y la derecha

Figure 14.5: Adjustment to an Interest Rate Shock with External Inflation and Initial Debts



- Partiendo de una situación de equilibrio inicial en el punto A, en ausencia de cualquier política intervencionista, un

incremento en la tasa de interés mundial generaría un nuevo equilibrio en el punto B, con desempleo involuntario

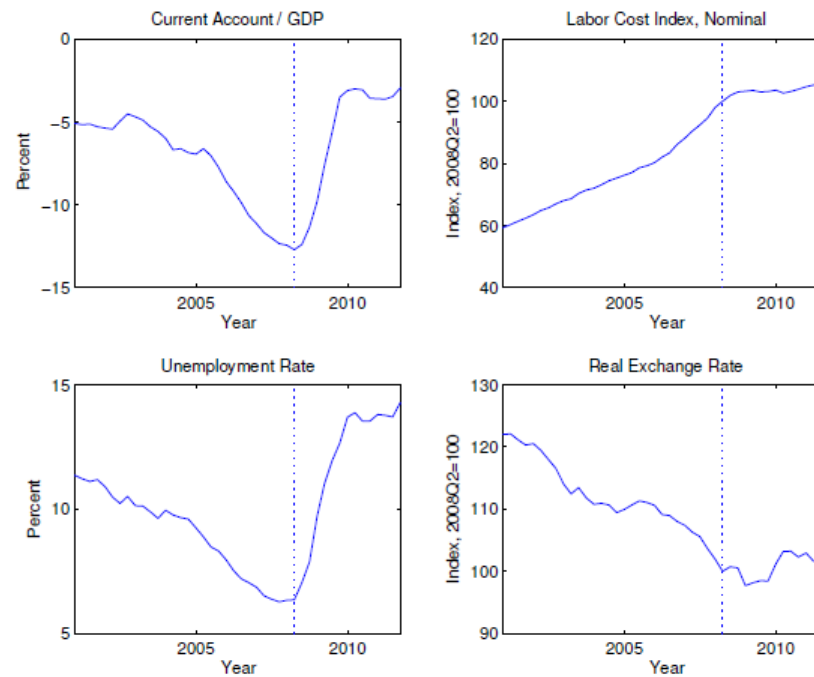
- Si la autoridad monetaria decide incrementar el nivel de precios a $P^{T*'} > P^{T*}$, entonces esto desplaza tanto la curva de oferta (hacia la derecha y abajo) como la de demanda (hacia la arriba y la derecha), ubicando a la economía en un equilibrio en C
 - En el punto C, el tipo de cambio real se deprecia con respecto a la situación en A
 - Pero el cambio en el gasto (y por tanto la depreciación real) requerido es menor comparado a la situación donde el país empieza con una posición neta de cero, $B_0 = 0$
- Es decir, mayor inflación externa incentiva el empleo de equilibrio mediante dos canales:
 - Baja el costo real del trabajo en términos transables, $W^A / (\bar{E}P^{T*'}) < W^A / (\bar{E}P^{T*})$
 - Reduce el valor real de la posición externa neta negativa inicial del país, $(1 + r_0) B_0 / P^{T*'} > (1 + r_0) B_0 / P^{T*}$
- Durante la crisis financiera de 2008, varios economistas abogaron por mayor inflación dentro de la Unión Europea como una manera de dar un respiro a los países miembros altamente endeudados de la periferia
- A pesar de que el Banco Central Europeo acuerpó las solicitudes de incrementar la inflación, la eurozona consistentemente registró tasas de inflación por debajo de su meta (2%) a lo largo de la crisis financiera y por una buena parte de la recuperación

El ciclo boom-bust en la periferia europea: 2000-2011

- En 1999, varios países de Europa occidental decidieron formar una unión monetaria con una moneda en común, el euro
- Los países miembros renunciaron a su moneda local y adoptaron el euro como la común

- En el momento de la fundación, el nivel de ingreso entre los miembros era heterogéneo
 - Un grupo de países altamente desarrollados, tales como Alemania y España
 - Un grupo de países de menor desarrollo y en la periferia, tales como Chipre, Grecia, Irlanda, Portugal y España
- Para los países de la periferia, entrar a la Zona Euro implicó fijar su tipo de cambio con los otros miembros a la unidad
- Otros países no miembros adoptaron el euro como preparación para una posible adhesión futura (Estonia, Lituania, Latvia, Eslovenia, Eslovaquia, entre otros)
- La comunidad internacional interpretó la creación de la Unión Europea como una señal de que los miembros iban a garantizar una convergencia en los estándares de vida entre los miembros
- Es decir, los acreedores internacionales empezaron a percibir a la región como una zona con bajo riesgo para colocar su ahorro
- Como resultado, entre 2000 y 2008, la periferia europea experimentó un boom marcado en su actividad económica, alimentada por una entrada masiva de capitales a bajas tasas de interés

Figure 14.6: Boom-Bust Cycle in Peripheral Europe: 2000-2011



Notes. Arithmetic mean of Bulgaria, Cyprus, Estonia, Greece, Ireland, Lithuania, Latvia, Portugal, Spain, Slovenia, and Slovakia. The vertical line indicates 2008Q2, the beginning of the recession according to the Euro Area Business Cycle Dating Committee. Data Source: Eurostat.

- Como muestra el panel superior izquierdo del gráfico anterior, el resultado de esta dinámica fue un deterioro en la cuenta corriente de los países de la periferia
 - Estos desbalances permitieron financiar la expansión de la demanda agregada

- En promedio, los déficits en cuenta corriente promediaron cerca de 8% del PIB
- La marcada expansión de la demanda interna vino acompañada por un marcado crecimiento en los salarios nominales (panel superior derecho) y una significativa contracción del desempleo (panel inferior izquierdo)
- Además, estas economías registraron una apreciación real explicado por un incremento en el precio de los bienes no transables (una apreciación cercana a 25%). Es decir, los países de la periferia se tornaron relativamente más caros que los países del núcleo de la Unión Europea
- Recordando la representación gráfica del modelo, esta fase expansiva estaría representada por el movimiento del punto A al B:
 - El modelo predice, como en los datos, entrada de capitales, un deterioro en la cuenta corriente, un incremento en el salario nominal y una apreciación real
 - Sin embargo, el modelo no predice una reducción en el desempleo, pero esto es porque asumimos que la economía del modelo empezaba en el pleno empleo. La situación se puede arreglar asumiendo que la economía del modelo empieza con algún nivel de desempleo
- La fase expansiva en la periferia europea tuvo un fin abrupto a raíz de la Crisis Financiera de 2008, que se originó en EE.UU. y se esparció por Europa rápidamente
- Para la periferia europea, la crisis financiera global significó que los acreedores externos interrumpieran abruptamente sus créditos
- Como resultado y según muestra el gráfico (??), esto conllevó a una reversión de la cuenta corriente y contrajo la demanda interna

- Sin embargo, el mismo gráfico muestra que dicho ajuste no estuvo acompañado por una reducción de los salarios nominales en un contexto de recesión severa e inflación cercana a cero, lo que sugiere rigidez salarial a la baja
- Además, las economías de la periferia experimentaron fuertes incrementos en la tasa de desempleo y depreciaciones reales
 - Sin embargo, el tipo de cambio real no retornó a los niveles pre-crisis y permaneció cerca de 20% más apreciado en 2011 que en 2000
- Bajo la óptica del modelo, la contracción a raíz de la crisis financiera internacional se explica como un movimiento del punto B al punto C del gráfico (??).
 - El modelo coincide en una mejora de la cuenta corriente, incapacidad del salario nominal de reducirse, y apreciación real insuficiente para permitirle a la economía evitar un mayor desempleo
- El ciclo boom-bust en la periferia europea se comportó muy similar a las predicciones del modelo. Esto sugiere que la combinación de rigideces salariales a la baja y un tipo de cambio fijo pueden ser factores relevantes que moldean el ajuste de una economía a shocks externos
- La Zona Euro se ha fundamentado en dos bloques: una moneda común y libre movilidad de capitales. Estos componentes han sido los vehículos para buscar la convergencia entre sus miembros heterogeneos
- Sin embargo, la crisis financiera global de 2008 ha mostrado que estos dos componentes también son debilidades fuertes:
 - Recordando la trinidad imposible, un país con libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo no puede mantener política monetaria autónoma: la tasa de interés local está determinada por la tasa de interés del país central de la unión
 - Es decir, la periferia no tiene herramientas de política monetaria para responder a shocks agregados

- Ante ello, medidas alternativas como controles de capital macroprudenciales, devaluaciones fiscales e inflación dentro de la unión podrían ser útiles para compensar la falta de autonomía monetaria