

NOTA DE LOS EDITORES INVITADOS
EDICIÓN ESPECIAL CICLOS ECONÓMICOS
GLOBALES, CRISIS FINANCIERA Y SUS
EFECTOS EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Este número especial de la Revista *Ensayos sobre Política Económica* está dedicado al tema de los ciclos económicos globales, la crisis financiera y sus efectos en las economías emergentes. En el momento en el que se eligió el tema para este número especial, la economía mundial estaba inmersa en la crisis internacional y eran muchas las preguntas sobre los efectos que ésta podía tener en las economías emergentes. La respuesta a la convocatoria fue muy entusiasta y los trabajos elegidos fueron aquellos que, a nuestro juicio, dieron una mejor respuesta a esos interrogantes. También fueron esclarecedoras las intervenciones de los invitados internacionales que asistieron al seminario en el que se presentaron los trabajos elegidos. Los invitados internacionales fueron: Andrew Levin, Director de la División de Asuntos Monetarios de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Jean Charles Rochet, de la Universidad de Toulouse I, y Varadarajan Chari de la Universidad de Minnesota.

El desarrollo de la crisis financiera y económica mundial que inició en el 2007 puso en evidencia la vulnerabilidad de la actividad económica real ante fluctuaciones marcadas en los precios de los activos. Frente a esa situación, y para una economía como

la colombiana, es fundamental resolver los siguientes interrogantes: ¿cuál es la política monetaria óptima en una economía como la colombiana, expuesta a cambios significativos en los precios de los activos? y ¿cuáles son las implicaciones, en términos de pérdidas del Banco Central, cuando se sigue una regla simple y estándar en lugar de la política monetaria óptima?

El objetivo del trabajo de Martha López y Juan David Prada fue, justamente, resolver esas preguntas¹. Para ello, usaron un modelo dinámico y estocástico de equilibrio general (dsge, por sus siglas en inglés) con capital físico y salarios rígidos para la economía colombiana. Así obtuvieron como resultado la política monetaria óptima. A continuación, analizaron los efectos dinámicos de una noticia sobre una futura mejora tecnológica con la regla de la política óptima y, de manera alternativa, siguiendo especificaciones de reglas simples y definiciones de la brecha de producción.

En esa misma dirección David Mayes y Matti Virén exploraron la contribución de los precios de los activos a las fluctuaciones de la economía y a la inflación y, por lo tanto, a la política económica. Para ese propósito usaron un amplio panel internacional para el período comprendido entre 1970 y 2008. Los autores demostraron que los precios de la vivienda son importantes para determinar la actividad económica y la política monetaria, pero que los precios del mercado bursátil, aunque ofrecen información sobre muchos períodos, tienen una relación menos significativa y definida. Encontraron también que los efectos son asimétricos durante el curso del ciclo económico. Usando una Regla de Taylor ampliada demostraron también que la política monetaria no ha reaccionado significativamente a los precios de los activos, pero que las tasas de interés a largo plazo se ven claramente afectadas por la inflación de los precios inmobiliarios. Las relaciones tienden a ser más débiles en los últimos

¹ Véase en este número: López, M. ; Prada, J.D. (2010) "Política monetaria óptima y precios de los activos: el caso de Colombia"

años, probablemente como resultado de una mayor estabilidad en el crecimiento de la producción y la inflación. Apoyados en sus resultados los autores sugieren que los bancos centrales deberían considerar los precios de los activos en las decisiones relacionadas con la política monetaria.

Otro grupo de trabajos se preocupa por el tratamiento del sector financiero en la teoría económica predominante. Este aspecto es, para muchos, una de las claves de la crisis internacional en la medida en que los modelos y el instrumental con el que se contaba al desatarse la turbulencia, no eran adecuados para comprender sus causas y sus implicaciones.

Con el ánimo de comprender el papel de los bancos en la economía moderna George McCandless se pregunta por el valor social de éstos. El autor compara la utilidad de las familias en una economía con y sin bancos. Para hacer interesante la comparación, la economía sin bancos tiene dinero, tipo cash-in-advance. Las familias usan dinero para el consumo y para sus emergencias, y las empresas lo usan para pagar los salarios de sus trabajadores. En la economía con bancos, los ahorros para emergencias se depositan en los bancos y los bancos prestan estos fondos a las empresas. En general, en economías con bancos, el producto es más alto, las familias tienen más utilidad, y la gente vive durante más tiempo. El nivel de precios es más alto en la economía con bancos.

Por su parte, Alejandro Torres G, Remberto Rhenals y Wilman Gómez estudian los posibles impactos que tiene la política de prestamista de última instancia de los bancos centrales para superar las crisis financieras y sus implicaciones en términos de crecimiento. Para ello, construyen y calibran un modelo de equilibrio general dinámico donde incluyen explícitamente el sistema financiero y la política de apoyos de liquidez de la banca central. Los resultados de las simulaciones muestran que este tipo de política permite superar de manera más rápida las crisis financieras y económicas pero que retrasa el ajuste de la economía en el largo plazo y aumenta su volatilidad.

Las economías emergentes pueden tener un comportamiento diferenciado en la crisis. Se ha documentado que los canales de transmisión de una crisis internacional hacia estas economías se da por medio de la reducción de los flujos del comercio internacional al comprimirse la demanda, de los flujos de capitales como una consecuencia de la reducción de la confianza y la reducción de las remesas de los trabajadores migrantes al colapsar los mercados laborales de los países receptores de esa mano de obra. El siguiente grupo de trabajos profundiza en esos temas esenciales.

Andrés Fernández se interroga sobre la pertinencia de los modelos de economía pequeña y abierta sin fricciones, e impulsados únicamente por choques tecnológicos, para explicar los ciclos económicos en los países en desarrollo. El autor no encuentra evidencias que lo comprueben. Para mostrar su punto construye un modelo dinámico y estocástico de equilibrio general (dsge, por sus siglas en inglés) que incluye, además de choques tecnológicos, perturbaciones reales tales como políticas fiscales procíclicas y fluctuaciones en los términos de intercambio, y perturbaciones en el tipo de interés cambiario junto con fricciones financieras. Para la estimación de los parámetros del modelo utiliza métodos bayesianos en datos de alta y baja frecuencia de un país en desarrollo —y “tropical”—: Colombia. Encuentra que los choques en el tipo de interés son decisivos y que las fricciones financieras juegan un papel fundamental en la propagación de mecanismos de choque tecnológico transitorio. Estas dos fuerzas por sí mismas pueden ser las responsables de las propiedades identificadas en el ciclo económico colombiano. Otros choques estructurales, tales como las fluctuaciones en los términos de intercambio y los cambios de nivel en el proceso de la tecnología, no parecen haber sido relevantes en la última década y media, pero su importancia se aumenta cuando se estudian datos correspondientes a un período de tiempo más largo.

Marcelo Sánchez explora el papel de los factores domésticos y externos al explicar los ciclos de negocios y los desarrollos

en comercio internacional en quince economías emergentes. Los resultados obtenidos utilizando un var con restricciones de signo demuestran que los desarrollos en la producción real, la inflación y las variables de comercio internacional están determinados por los choques domésticos. Los choques externos, por lo general, son responsables del 10% o menos de la variación en las variables endógenas consideradas aquí. En cuanto a las respuestas de impulso, los precios al consumidor y las importaciones reales son, en términos generales, las variables endógenas más afectadas por los disturbios domésticos. Los precios al consumidor están determinados principalmente por la tecnología y los choques en las primas de riesgo. Los choques que producen los efectos más impactantes tienden a ser las perturbaciones monetarias, que se pueden atribuir a una política monetaria impredecible y poco definida. Estos choques generan impactos relativamente significativos en las importaciones reales —debido a las discretas reacciones en las exportaciones reales—, lo que a su vez produce un efecto en la balanza comercial, junto con cambios más modestos en los precios al consumidor y en la producción real.

Por último, Verónica Bayangos y Karel Jansen exploran la dinámica cíclica de las remesas, y adicionalmente, analizan su impacto macroeconómico y las implicaciones que tienen en la política monetaria. Para esta tarea utilizaron como ejemplo el caso de Filipinas, uno de los países donde las remesas tienen una alta importancia en el sistema económico. Usaron un modelo dinámico estructural macroeconómico trimestral de las Filipinas para identificar los diversos canales a través de los cuales las remesas ejercen un impacto sobre las principales variables económicas. Las remesas también deben ser consideradas como un canal de transmisión al momento de evaluar el impacto de la crisis financiera global del 2008. Los autores lograron establecer que las remesas están impulsadas por el ciclo económico de los países con mayor población inmigrante y que, en consecuencia, la recesión actual traerá como resultado una disminución en las transferencias. A través de dicho modelo definieron el impacto de los cambios en las remesas

sobre importantes variables económicas tales como la demanda agregada, la oferta monetaria y los tipos de interés, el tipo cambiario, la oferta laboral y los salarios. Los autores establecieron, además, que las fluctuaciones en el flujo de remesas a lo largo de los años han tenido un efecto muy significativo, y que, por lo tanto, deben ser tenidas en cuenta por quienes diseñan las políticas económicas. Las simulaciones del modelo demostraron que el impacto de la recesión de Estados Unidos en la economía de Filipinas es aún mayor cuando se considera el carácter endógeno y procíclico de las remesas.

ANDRÉS GONZÁLEZ GÓMEZ
ENRIQUE LÓPEZ ENCISO
EDITORES INVITADOS EDICIÓN ESPECIAL

NOTE OF THE GUEST EDITORS SPECIAL
EDITION ON GLOBAL BUSINESS CYCLE,
THE FINANCIAL CRISIS AND ITS EFFECTS
ON EMERGING ECONOMIES

This special issue of the journal *Ensayos sobre Política Económica* focuses on global business cycles, the financial crisis and its effects on emerging economies. When the subject for this special number was chosen the global economy was in the midst of an international crisis and there were many questions about the effects this situation would have on emerging economies. Our call was enthusiastically received by many and we selected those works that, in our estimation, best answer such questions. Also, the contributions made by the international guests to the seminar where the chosen papers were introduced were extremely helpful. These guests were: Andrew Levin, Director of the Division of Monetary Affairs of the Board of Governors of the United States Federal Reserve, Jean Charles Rochet, from the University of Toulouse I, and Varadarajan Chari from the University of Minnesota.

The unfolding of the global financial and economic crisis which began in 2007 has made evident the vulnerability of real economic activity to strong fluctuations in asset prices. Given this situation, and for an economy such as the one in our country, it is essential to understand certain issues: which is the optimal

monetary policy in an economy like the Colombian, exposed to swings in asset prices? , and what are the implications, in terms of central bank losses, when a standard simple rule is followed instead of the optimal monetary policy?

The aim of the paper written by Martha López and Juan David Prada was, precisely, to give answer to these questions¹. With this purpose, they use a Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) model with physical capital and sticky wages for the Colombian economy. The result was the optimal monetary policy. Then, they analyze the dynamic effects of news about a future technology improvement under the optimal policy rule and, alternatively, under specifications of simple rules and definitions of the output gap.

Along the same line, David Mayes and Matti Virén explore the contribution that asset prices make to fluctuations in the economy and to inflation, and hence to monetary policy. For this, they use a large international panel for the 1970–2008 period to find that house prices are important in the determination of economic activity and monetary policy, but that stock market prices, while offering information in many periods, have a weaker and less well determined linkage. They also discover that the effects are asymmetric over the course of the economic cycle. Using an augmented Taylor rule, they show that monetary policy has not reacted much to asset prices but that long-run interest rates are clearly affected by house price inflation. Relationships tend to be weaker in recent years, probably as a result of greater stability in output growth and inflation. Based on the results obtained, the authors suggest that it would be important for central banks to consider asset prices in deciding monetary policy.

Another group of articles explores the perspective of the financial sector in mainstream economic theory.

¹ Refer to López, M. and Prada, J. D. "Optimal Monetary Policy and Asset Prices: the Case of Colombia" in this issue.

This is, for many, one of the key aspects of the international crisis since models and tools available when this situation set off were not suitable to fully understand its causes and implications.

With the purpose of comprehending the role of the banks in modern economies, George McCandless explores their social value. The author compares the utility of individuals in an economy with and without banks. To make the comparison interesting, the economy without banks has cash-in-advance money. Families use this money for consumption and for precautionary (emergency) purposes and firms use it to pay their wage bill. In the economy with banks, precautionary funds are deposited in banks, which lend this money to firms. In economies with banks output is generally higher, people have a higher utility and live longer. The price level is usually higher too.

In turn, Alejandro Torres, Remberto Rhenals and Wilman Gómez explore the possible effects of the Lender of Last Resort Policy of central banks on the process of overcoming financial crises and its implications in terms of growth. To this end, they use a customized Dynamic General Equilibrium Model which explicitly includes the financial system and the Liquidity Support policy of the central bank. The simulations have shown that this type of policy facilitates overcoming financial crises in less time, but that it also delays the economy's readjustment in the long term and increases its volatility.

Emerging economies can have a distinct behavior during crises. It has been documented that when an international crisis occurs, transmission channels to such economies are the reduction of international trade flows as demand contracts, of capital flows as a result of a decrease in confidence, and the reduction of remittances from migrant workers as labor markets collapse in host countries. The next group of articles explores these fundamental issues in more depth.

Andrés Fernández questions the ability of frictionless small open economy models driven solely by technology shocks to

account for business cycles in developing countries. The author does not find evidence of it. To prove this, he builds a DSGE model that jointly includes a variety of real perturbations in addition to technology shocks, such as procyclical fiscal policies, terms of trade fluctuations, and perturbations to the foreign interest rate coupled with financial frictions. To estimate the model's parameters the author uses Bayesian methods on high and low frequency data from a developing —and “tropical”— country, Colombia.

He finds that interest rate shocks are crucial and that financial frictions play a central role as propagating mechanisms of transitory technology shocks. These two driving forces alone can account well for the observed properties of the Colombian business cycle. Other structural shocks, such as terms of trade fluctuations and level shifts in the technology process, do not appear to be relevant in the past decade and a half, but their importance increases when a longer span of data is considered.

Marcelo Sánchez investigates the role of domestic and external factors in explaining business cycle and international trade developments in fifteen emerging market economies. Results obtained using a sign-restricted VAR show that developments in real output, inflation and international trade variables are dominated by domestic shocks. External shocks, on average, explain a fraction of no more than 10% of the variation in the endogenous variables considered in this study. Concerning impulse responses, consumer prices and real imports are overall the endogenous variables most affected by domestic disturbances. Consumer prices are mostly driven by technology and risk premium shocks. The shocks inducing the largest effects tend to be monetary disturbances, which can be traced to unpredictable monetary policy. These shocks generate relatively large impacts on real imports, which —owing to muted reactions in real exports—, carry over to the trade balance, alongside more modest changes in consumer prices and real output.

In closing, Veronica Bayangos and Karel Jansen explore the cyclical dynamics of remittances and analyze the macroeconomic impact of remittances and the monetary policy implications. In this endeavor they use the case of the Philippines —one of the countries where remittances are highly important for the economic system— as an example. Through a dynamic structural quarterly macroeconometric model of the Philippines the authors trace the various channels through which remittances affect the main macroeconomic variables. When assessing the impact of the 2008 global financial crisis, remittances should also be considered as a transmission channel. The authors find that remittances are driven by the economic cycle of the main host countries and that the ongoing recession will thus lead to a decline in transfers. Using the aforementioned model they identify the impact of changes in remittances on important economic variables such as aggregate demand, money supply and interest rates, the exchange rate, and labor supply and wages. Additionally, the authors establish that fluctuations in remittance flows have had a significant effect over the years, and consequently, economic policy makers must take them into account. The model simulations show that the impact of the US recession on the Philippine economy is more severe once the endogeneity and procyclicality of remittances are taken into account.

ANDRÉS GONZÁLEZ GÓMEZ
ENRIQUE LÓPEZ ENCISO
GUEST EDITORS SPECIAL EDITION