

LA CRISIS FINANCIERA DE LOS ESTADOS UNIDOS Y POSIBLES EFECTOS EN LA ECONOMÍA BOLIVIANA

Juan Antonio Morales
Universidad Católica Boliviana.
Abril de 2008

Esquema de la presentación

1. La crisis financiera en los Estados Unidos.
2. Las posibles repercusiones en América Latina.
3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.
4. Las políticas de protección.

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

- Comienza con la crisis de los créditos hipotecarios de alto riesgo que se extiende afectando a:
 - muchos bancos comerciales
 - instituciones del mercado de capitales, ejemplo, a bancos de inversión.
- Se ha contagiado también a los mercados de Europa y, en menor medida, del Asia.

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

- Hay un proceso en marcha
 - de desinflado de la burbuja especulativa en el mercado de viviendas
 - de disminución del valor de las acciones en las bolsas de valores
 - la caída de los precios de las acciones del primer trimestre 2008 ha sido la peor desde 2002.
- Estas caídas de riqueza sumadas a la restricción crediticia han dado lugar a riesgos de recesión.

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

- Restricción crediticia: cuando buenos prestatarios no encuentran crédito o si lo encuentran es muy caro.

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

- Llama la atención que, a diferencia de experiencias anteriores, ni la crisis financiera ni los riesgos de recesión, hayan impactado a los mercados de materias primas (commodities).
- Mas bien, los precios de las materias primas han seguido aumentando muy rápidamente.
- El Índice de Precios de Materias Primas del FMI ha aumentado en 30% entre Diciembre 2006 y Diciembre 2007.
- En lo que va del año (mediados de marzo) ya ha aumentado en 10%.

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

Este impulso de precios de los commodities se ha debido a:

- la vigorosa demanda de las economías emergentes, especialmente China e India
- factores financieros
 - las materias primas son demandadas como activos
 - porque tienen un alto rendimiento
 - sus precios están débilmente correlacionados con otras clases de activos
 - por las razones anteriores se ha estado empleando las materias primas para fines de diversificación de cartera.

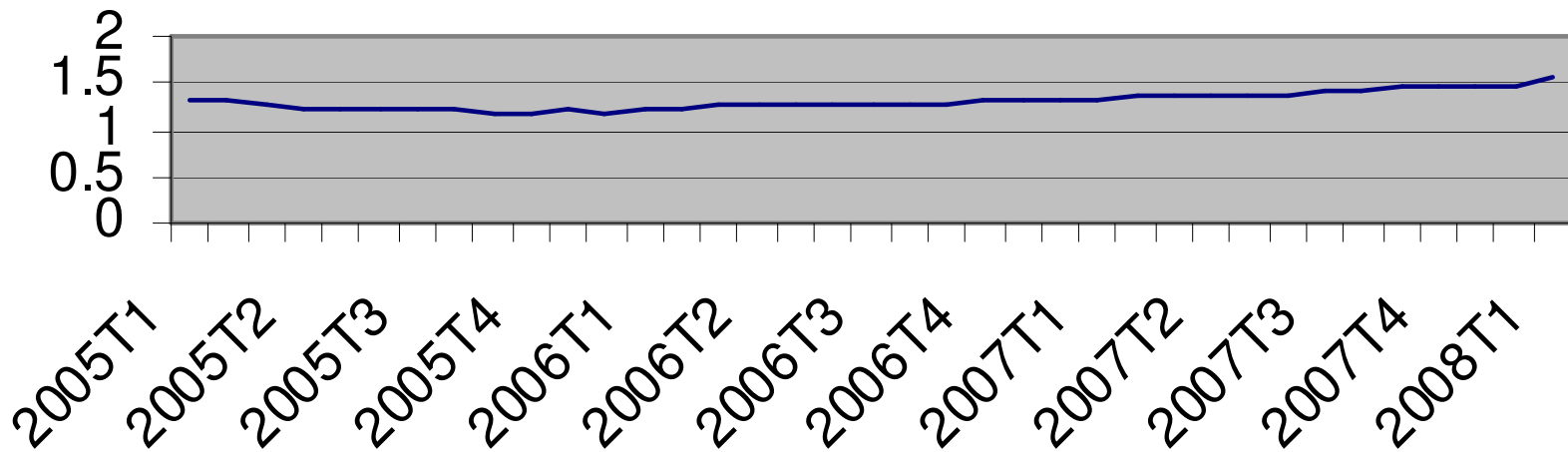
1. La crisis financiera de los Estados Unidos

A notar:

- gran debilidad de los mercados financieros de los Estados Unidos
- riesgos de recesión
- riesgos de contagio a otras economías industrializadas
- fuerte aumento de precios de los commodities, con derrames sobre la inflación internacional
 - » El temor a la inflación ha hecho que el Banco Central Europeo haya resistido a las presiones para bajar su tasa de interés
- depreciación muy significativa del dólar americano con relación al euro y al yen japonés.

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

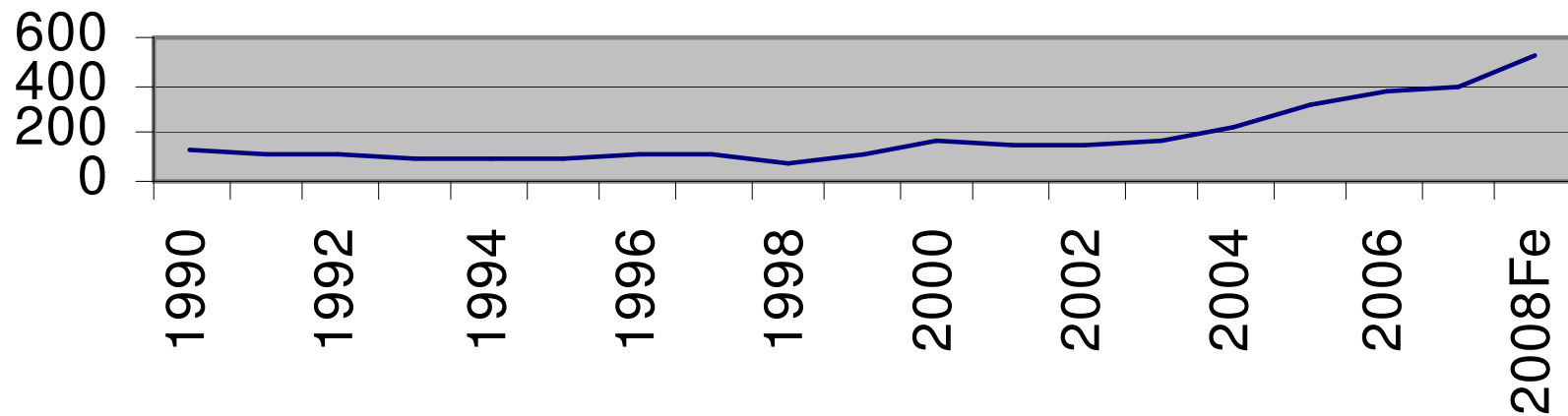
Gráfico 1. Tipo de Cambio USD/EUR



Fuente: Pacific Exchange Rate Service

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

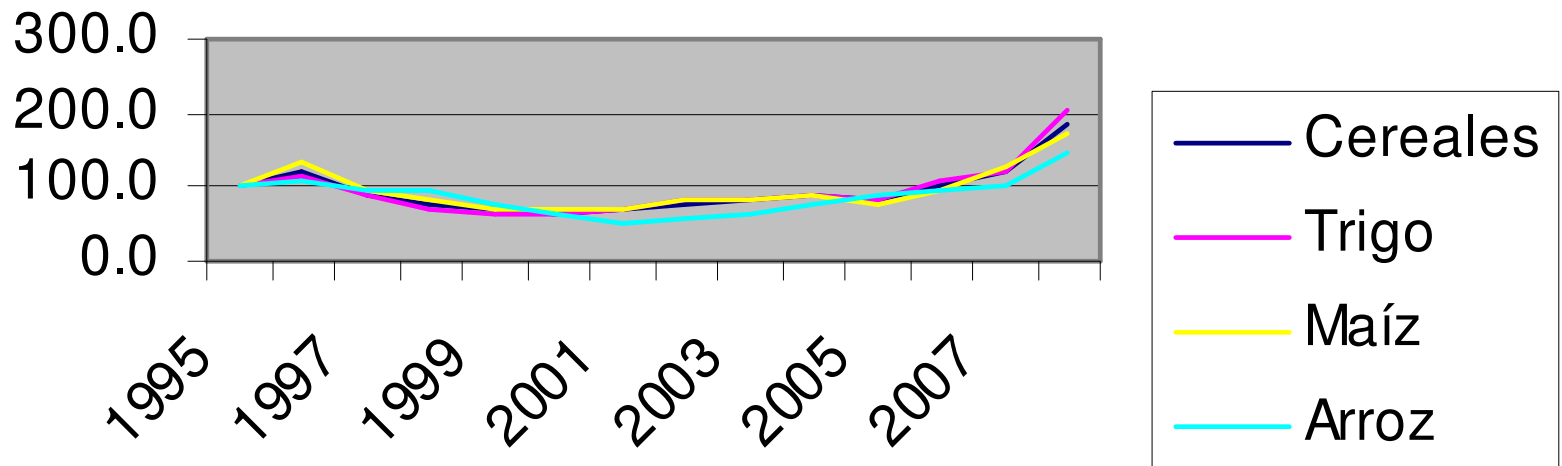
Gráfico 2. Índice de Precios del Petróleo (Base 1995=100)



Fuente: FMI. Commodity Prices

1. La desaceleración económica en los Estados Unidos

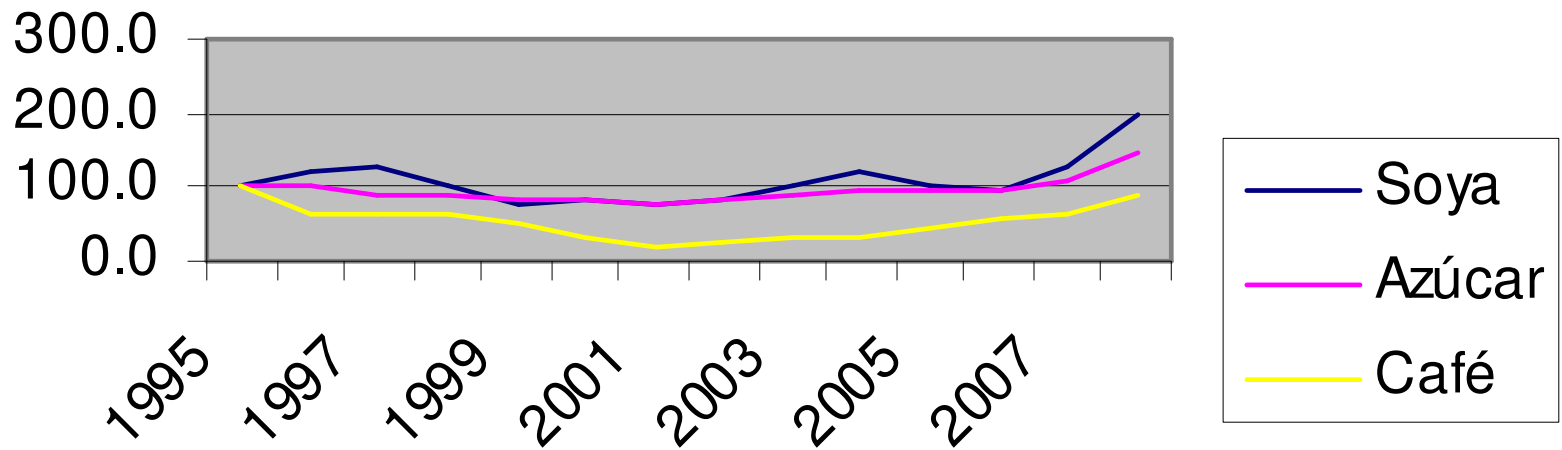
**Gráfico 3. Índice de precios de los cereales
(Base 1995 = 100)**



Fuente: FMI Commodity Prices

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

Gráfico 4. Índice de precios de alimentos de exportación (Base 1995 = 100)



Fuente: FMI. Commodity Prices

1. La crisis financiera de los Estados Unidos

Lecciones de los gráficos anteriores.

- Fuerte crecimiento del precio de los alimentos.
 - El aumento anual de precios del 2007 fue el más alto desde 1980. (Labor Department de los Estados Unidos).
- El incremento viene después de una década de precios muy bajos para la mayor parte de los alimentos.

2. Las posibles repercusiones en América Latina

En casi todos los países de América Latina se ha tenido hasta ahora buenos indicadores macroeconómicos:

- tasas de incremento de sus PIB significativamente más altas que el promedio de 1990 a 2003;
- considerables superávit en las cuentas corrientes de sus balanzas de pago;
- fuertes aumentos en reservas internacionales;
- superávit fiscales;
- disminución de su deuda pública y cambio en su estructura por monedas y plazos
- sistemas bancarios en crecimiento por el lado de los depósitos, pero, en cambio, tenue crecimiento de las carteras de crédito;

2. Las posibles repercusiones en América Latina

- La mosca en la sopa: inflaciones en aumento el 2007 y en lo que va del año con relación al 2006, después de haber bajado sustancialmente en los años anteriores.

2. Las posibles repercusiones en América Latina

- Hay una controversia: entre los especialistas si los buenos resultados se han debido a
 - un contexto externo muy favorable,
 - o políticas económicas bien concebidas y ejecutadas, que han enganchado con las ambiciosas reformas de los años noventa.
- ¿Qué repercusiones pudiera haber si las condiciones internacionales cambiaran?

2. Las posibles repercusiones en América Latina

- La mayoría de los análisis coinciden en que han sido las condiciones externas favorables las que han contribuido de manera decisiva al buen desempeño macroeconómico latinoamericano.
- Sin embargo, sale de los análisis que casi todos los países han aprovechado bien la coyuntura externa favorable y han reforzado sus macroeconomías. Por tanto no habría que temerle a la crisis internacional.

2. Las posibles repercusiones en América Latina

El peligro externo mayor para los países de América Latina vendría de

- una caída significativa de los precios de las materias primas de exportación.

Caídas fuertes de precios parecen improbables sobre todo si se mantienen las demandas de China e India.

Sin embargo, no se puede descartar enteramente la contingencia que ocurran caídas sustanciales sobre todo si la burbuja especulativa que hay en los altos precios se desinfla.

- no sería tanto la recesión como la explosión de la burbuja especulativa la que produzca la caída.

2. Las posibles repercusiones en América Latina

En general, los países de América Latina han aumentado sus resistencias a choques externos (Anoop Singh). Han aprovechado bien la excepcional coyuntura externa de los años recientes y tienen ahora:

- 1) niveles muy altos de reservas internacionales
- 2) superávit fiscales o déficit fiscales muy bajos cuando los hay
- 3) mejores estructuras de deuda pública, que está más en moneda nacional y a más largo plazo
- 4) mejores instituciones de supervisión bancaria
- 5) más credibilidad de su política monetaria.

2. Las posibles repercusiones en América Latina

- En Bolivia se reúnen las condiciones 1) a 3).
- En cambio, hay más dudas sobre 4) y 5). Parece que se ha ido hacia atrás.

2. Las posibles repercusiones en América Latina

- Estudios numéricos del FMI muestran que aún si los precios internacionales de los productos de exportación bajaran en un 20%, no se produciría inestabilidad macroeconómica.
- Los precios tendrían que bajar en un 50% o más, para que haya repercusiones negativas en los países latinoamericanos.
- Una caída de 50% parece muy poco probable, salvo si el componente especulativo en los actuales precios fuera muy alto y la burbuja reventara.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

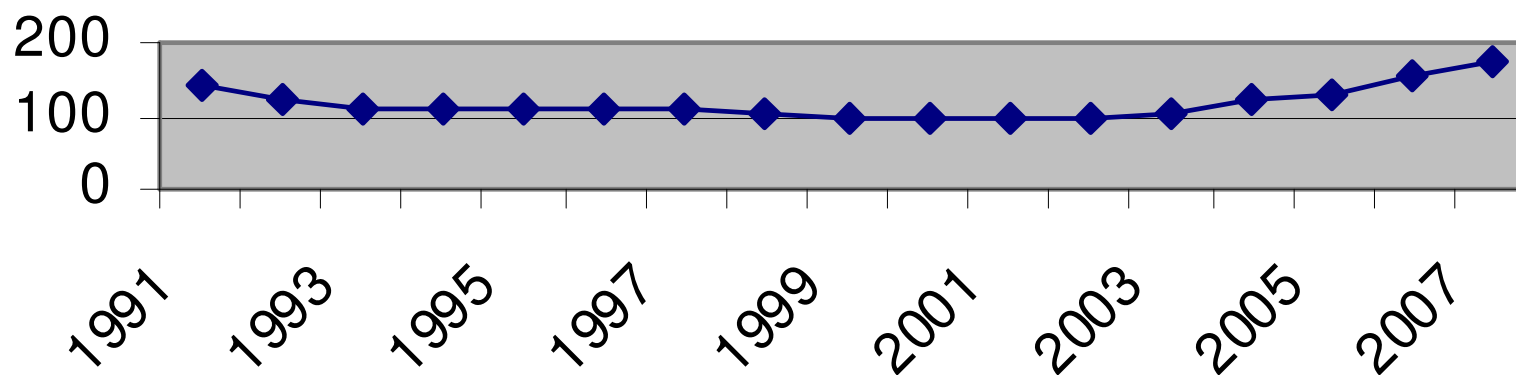
- Bolivia comparte con el resto de América Latina muchos de los buenos indicadores económicos. Una excepción notable es la inflación.
- Por otra parte, Bolivia es tal vez más vulnerable que el resto de América Latina a un deterioro de la economía internacional, por la excesiva dependencia de sus ingresos fiscales y de sus exportaciones de los precios internacionales de materias primas.
- También Bolivia ha sufrido en los dos últimos años un debilitamiento institucional considerable.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

- Bolivia, como muchos países de la región, se ha beneficiado fuertemente del aumento en sus Términos de Intercambio a partir del 2004.
- La mejora en Términos de Intercambio proviene, sobre todo, de los fuertes aumentos de precios de sus exportaciones.
- Bolivia ha estado constituyendo en los últimos años superávits sustanciales en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos.
- Es importante consignar que los superávits se han debido tanto a condiciones externas muy favorables como a un nivel de inversiones muy bajo.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

**Gráfico 5. Bolivia. Términos de Intercambio,
1991-2007
(Base 2000=100)**



Fuente: Banco Central de Bolivia

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

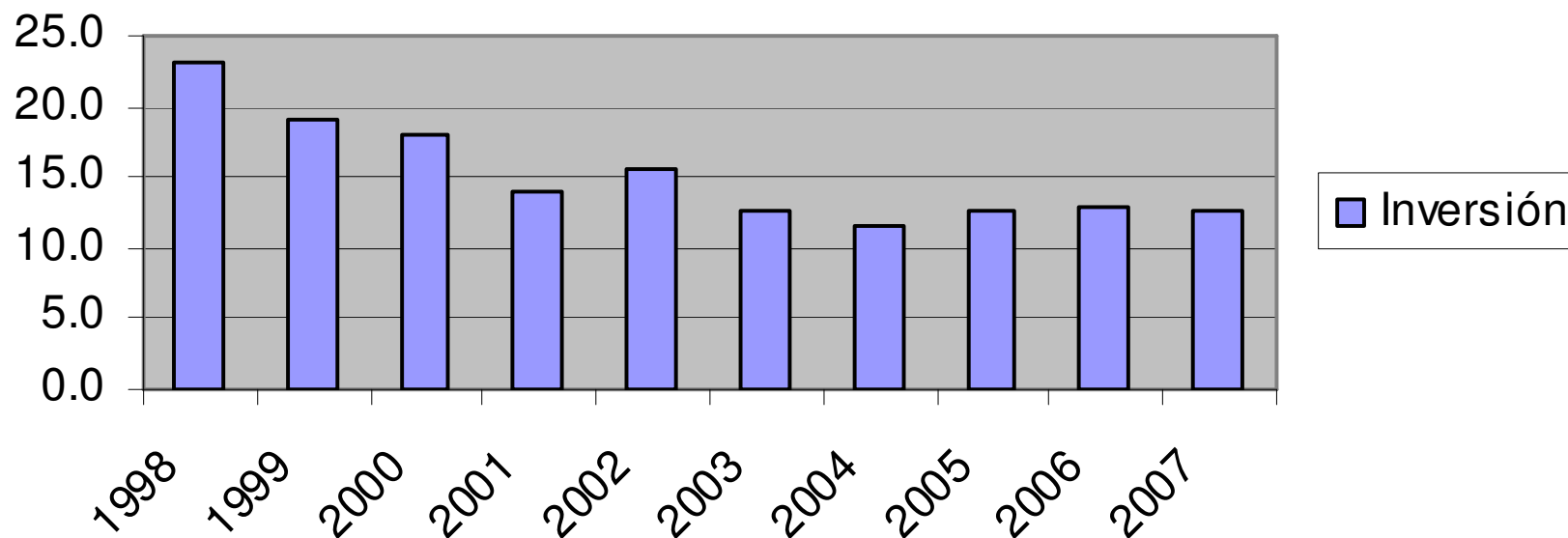
- Bolivia tiene reservas internacionales (netas) con relación al PIB mucho más altas que el promedio latinoamericano.
 - el país en vez de haber gastado los recursos que le da la buena suerte en construcciones, maquinaria y equipo,
 - lo ha estado haciendo en esos activos financieros internacionales que son las reservas.
- Las altas reservas nos están protegiendo de una crisis macroeconómica, por lo menos en lo inmediato
 - pero que no está dando lugar a un crecimiento sostenido

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

- Contrariamente a lo que era la experiencia histórica de Bolivia, el ahorro nacional es mucho mayor que la inversión.
- Los ingresos extraordinarios por la fuerte expansión del valor de las exportaciones han estado siendo colocados en activos financieros internacionales, es decir en Reservas Internacionales.
- Los datos de Términos de Intercambio, Inversión, Ahorro e Inversión y Cuenta Corriente de la Balanza de pagos son muy elocuentes.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

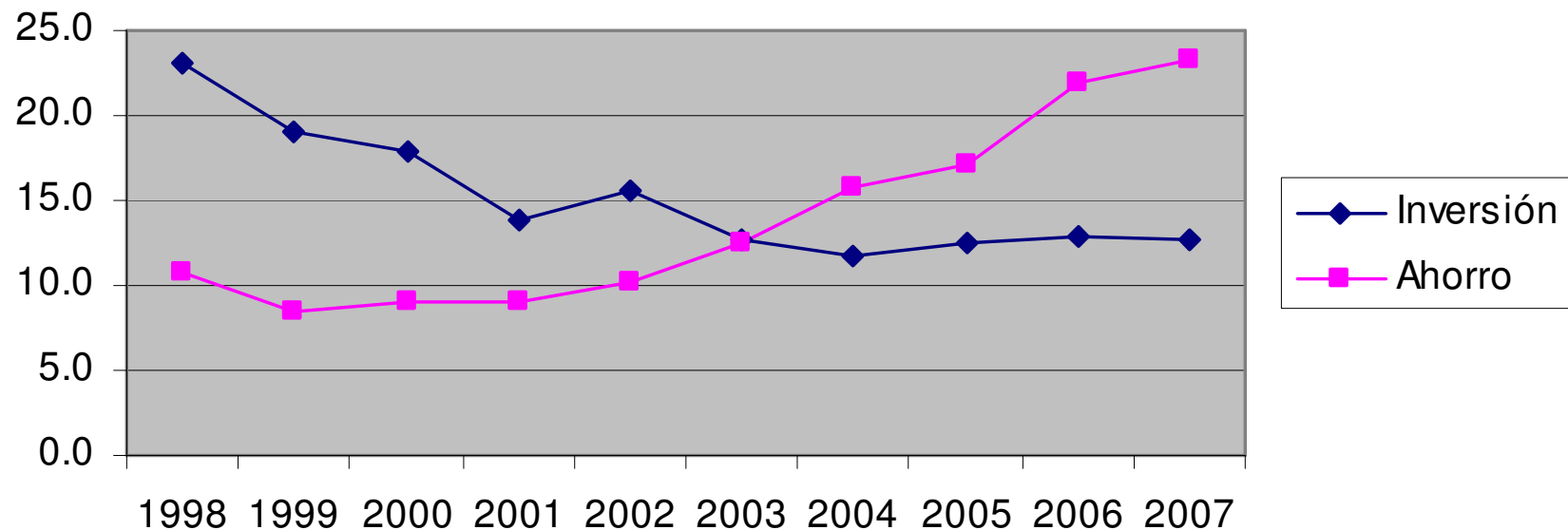
Gráfico 6. Tasas de inversión (% del PIB)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

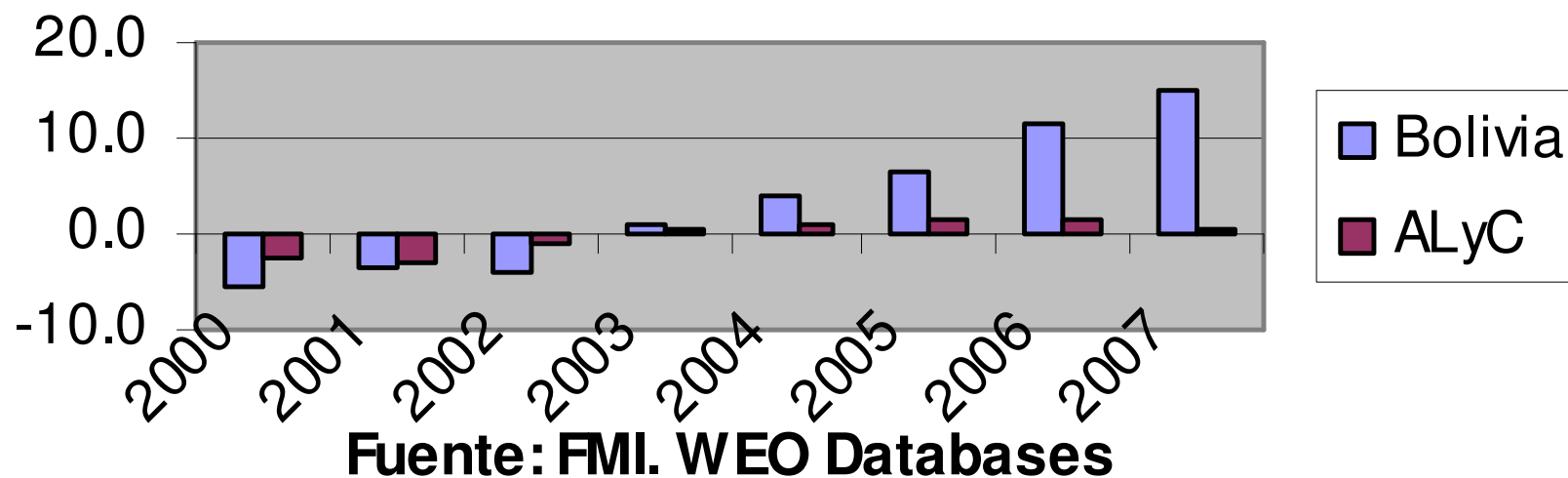
Gráfico 7. Ahorro-Inversión 1998-2007 (En % del PIB)



Elaboración del autor con datos del INE.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

**Gráfico 8. Saldo en cuenta Corriente de la BdP.
2000-2007
(% del PIB)**



3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

- Para reiterar, Bolivia es particularmente vulnerable a una fuerte caída de precios.
- Tanto
 - la cuenta corriente de la Balanza de Pagos
 - como los ingresos fiscales
- se han vuelto muy dependientes de las exportaciones, en valor, de hidrocarburos.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

Cuadro 3. Exportaciones de minerales y de hidrocarburos						
PRODUCTOS	2005 %		2006(p) %		2007(pp) %	
MINERALES	544.3	18.6	1,060.3	25.0	906.4	31.7
HIDROCARBUROS	1,427.5	48.9	2,039.8	48.2	1,395.1	48.8
MINERALES+HIDROCARBUROS	1,971.8	67.5	3,100.1	73.2	2,301.5	80.6
TOTAL EXPORTACIONES FOB	2,921.4	100.0	4,234.3	100.0	2,857.0	100.0

Fuente: Elaborado con datos del BCB.

Notas: p =preliminar
pp= preliminar y parcial a Septiembre 2007

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

Cuadro 4. Ingresos del sector público por hidrocarburos.

	En % del PIB			En % de Ingresos Totales (del Sector Público		
	Impuestos	Ventas	Total	Impuestos	Ventas	Total
	Hidrocarb.	Hidrocarb.		Hidrocarb.	Hidrocarb.	
2002	4.6	3.2	7.8	16.6	11.5	28.2
2003	4.6	4.4	9.0	15.8	15.2	31.0
2004	5.0	0.6	5.6	18.2	2.0	20.2
2005	9.1	0.8	9.9	28.2	2.5	30.8
2006	13.3	4.4	17.8	33.2	11.0	44.2

Fuente: Con datos del BCB.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

Hay empero factores de resistencia:

- alto nivel de reservas internacionales (6.1 millardos de USD)
- un superávit fiscal de 1.8% del PIB (aunque ha bajado desde el 4.6% que se tuvo el 2006.)

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

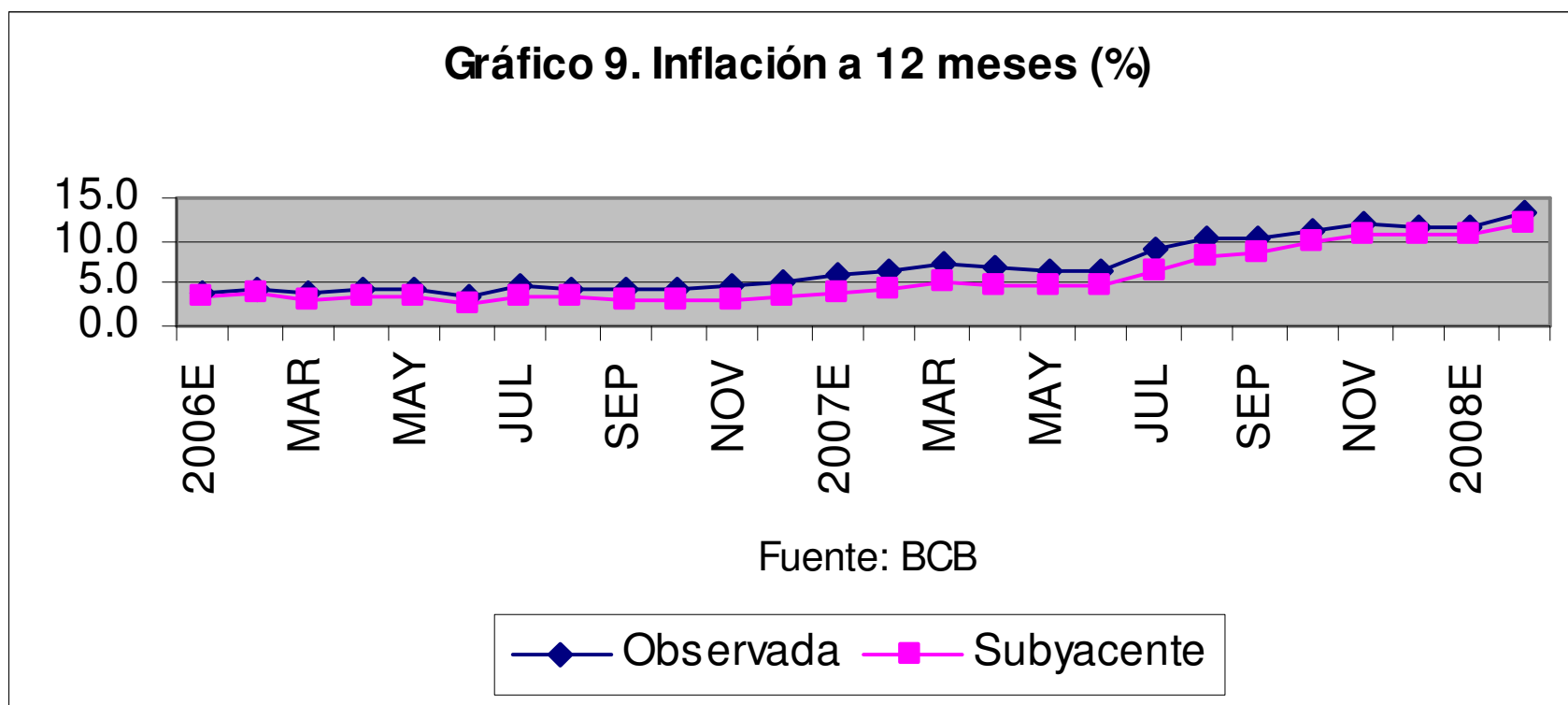
- Tasas de crecimiento del PIB
 - 2006 4.6%
 - 2007 estimado 4.2% (4.0 según la CEPAL)
 - 2008 proyectado 5.3% (a)
- (a) Proyección del FMI, WEO Database de Octubre 2007.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

En la coyuntura actual el riesgo mayor de fuente externa es el de inflación.

- En el cuarto trimestre de 2006 emergieron las presiones inflacionarias.
- La inflación anual (de diciembre 2006 a diciembre 2007) fue de 11,7%
- La inflación acumulada en los dos primeros meses de 2008 fue de 3.74 ; la de doce meses (febrero 2007 a febrero 2008) fue de 13.3%.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.



3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas.

- La evolución de los precios internacionales de alimentos y de combustibles, sumada a los problemas de desabastecimiento de alimentos causados por El Niño, La Niña y otras interrupciones, han conducido a choques adversos de oferta que han hecho aumentar precios.

3. Las fortalezas y vulnerabilidades bolivianas

Obviamente detrás de la inflación hay también factores de demanda, que son más internos

- un tipo de cambio real que está todavía muy depreciado
- una muy rápida acumulación de RIN
 - que tiene por contraparte, una muy gran expansión de la emisión monetaria en Bolivianos
- una política fiscal expansiva aún si hay un superávit fiscal.

4. Las políticas de protección.

- El gran reto de política económica está en la política de tipo de cambio
 - para atenuar en el corto plazo el efecto de choques exógenos inflacionarios
 - A la vez que simultáneamente preserve los objetivos de crecimiento y desarrollo.

4. Las políticas de protección.

- La bonanza de los mercados de materias primas está dando lugar a un dilema
 - o se deja apreciar nominalmente el tipo de cambio para mitigar la inflación
 - o se congela el tipo de cambio, para tal vez proteger a la producción, pero al riesgo de una mayor inflación
- En ambos casos se habrá de producir una apreciación cambiaria real, aún si hasta el momento ha sido moderada.
- Hay el peligro de que caigamos en la enfermedad holandesa.
- Con consecuencias negativas para el crecimiento de la economía y, peor aún, que nos debilitara frente a una recesión internacional prolongada.

4. Las políticas de protección

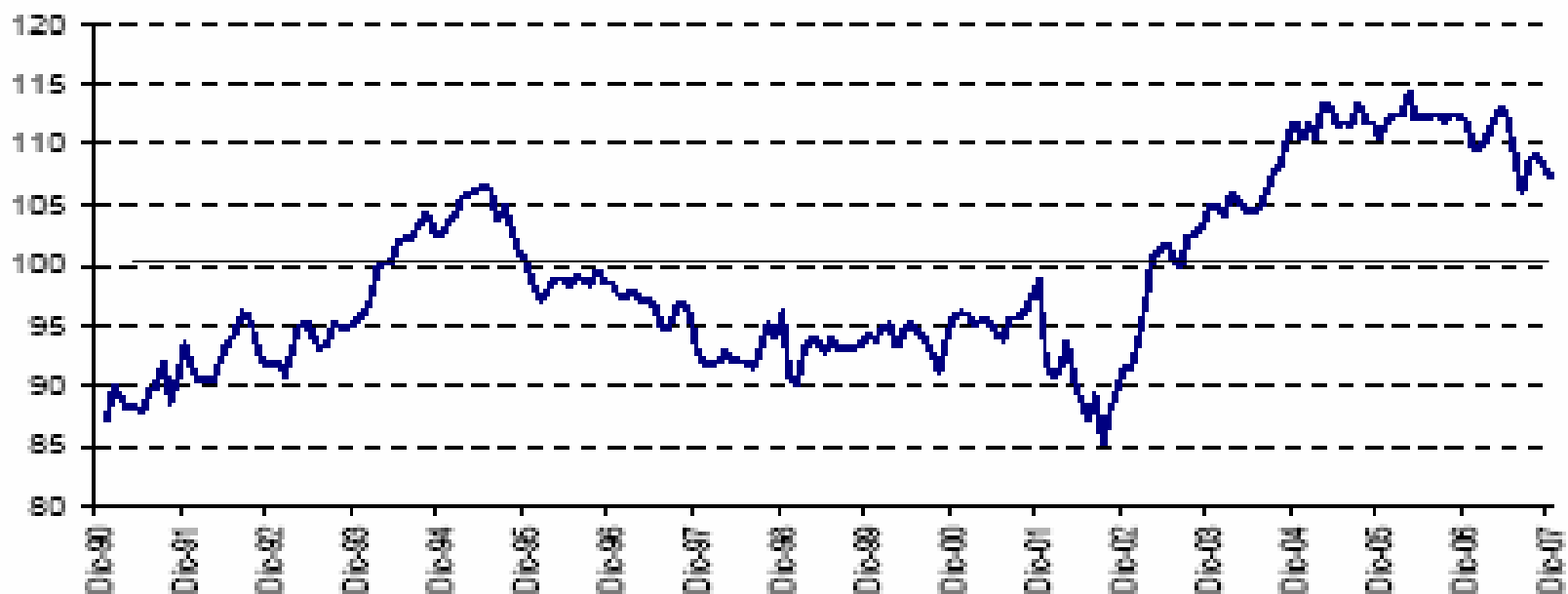
Si bien los datos agregados, en gran parte determinados por lo que está pasando en los mercados de exportación de materias primas, no parecen mostrar una apreciación real significativa,

- hay algunos sectores que están sintiendo fuertemente los efectos de la apreciación
- efectos de apreciación aparecen también por mercados de destino de las exportaciones.

4. Las políticas de protección

Gráfico 10

Índice de Tipo de Cambio Efectivo y Real
(Base agosto 2003 = 100)



Fuente: BCE, INE, Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y páginas web de Bancos Centrales e Institutos de Estadísticas

Elaboración: BCE

4. Las políticas de protección

- Las políticas públicas han estado concentradas, con razón, en el control de la inflación. Se ha estado empleando dos tipos de políticas:
 - políticas monetarias y cambiarias
 - políticas sectoriales
- Los esfuerzos de política fiscal, en cambio, han sido más limitados.

4. Las políticas de protección

La política del BCB consiste principalmente en:

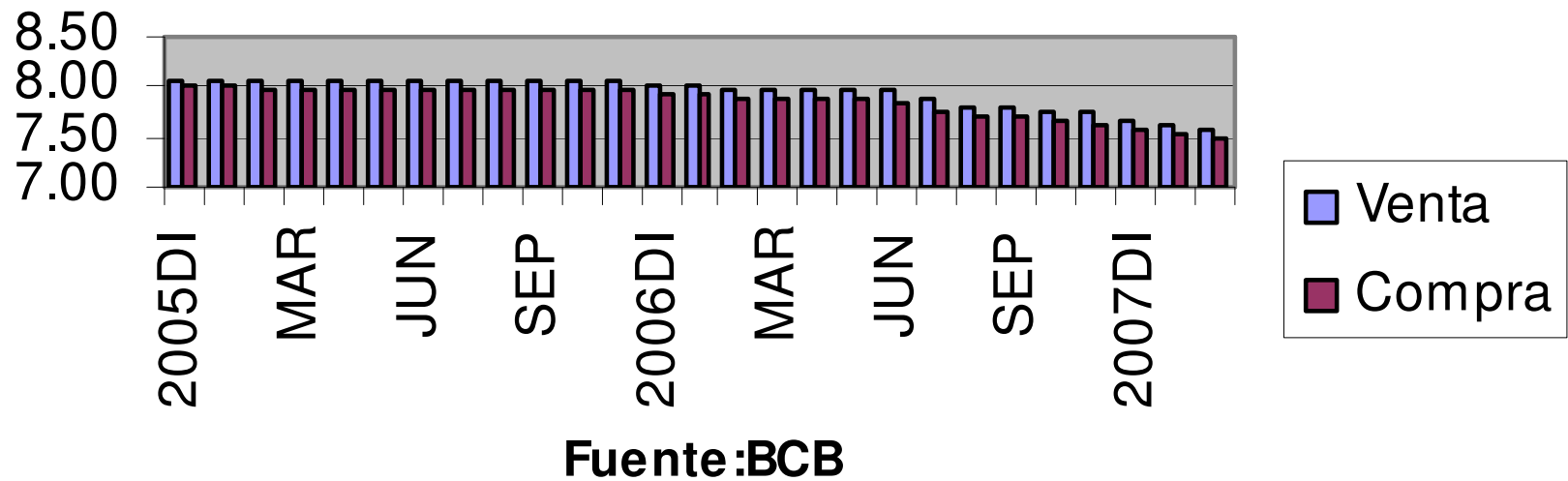
- Apreciación del tipo de cambio
- Recoger liquidez mediante OMAs

Estas medidas están en la dirección correcta.
pero, exigen mucha sintonización fina.

Es bien conocido que políticas de sintonización fina son difíciles de ejecutar bien y que las probabilidades de cometer errores son grandes.

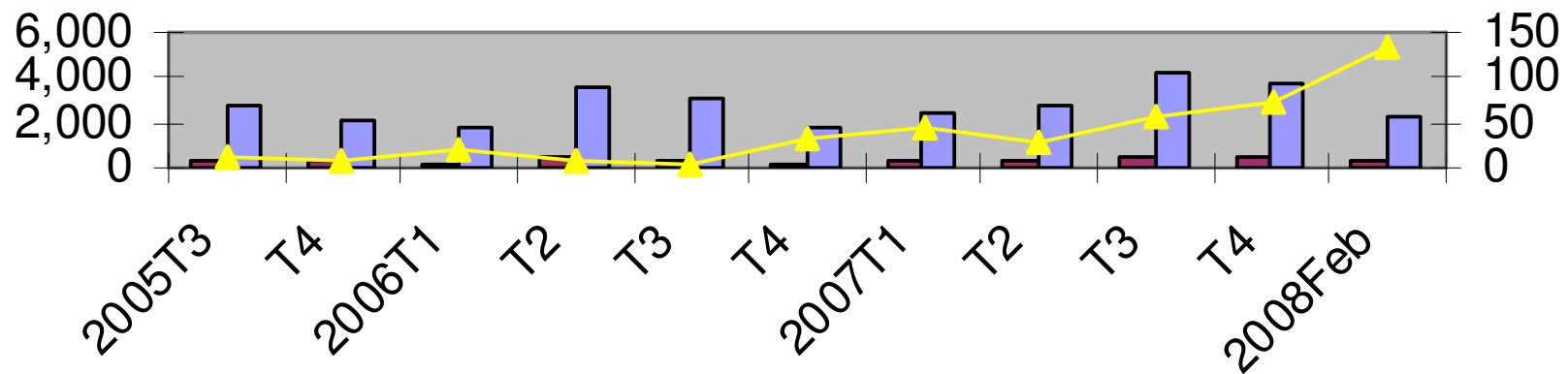
4. Las políticas de protección

**Gráfico 11. Tipos de Cambio Nominales. Dic 2005-
Feb. 2008**



4. Las políticas de protección

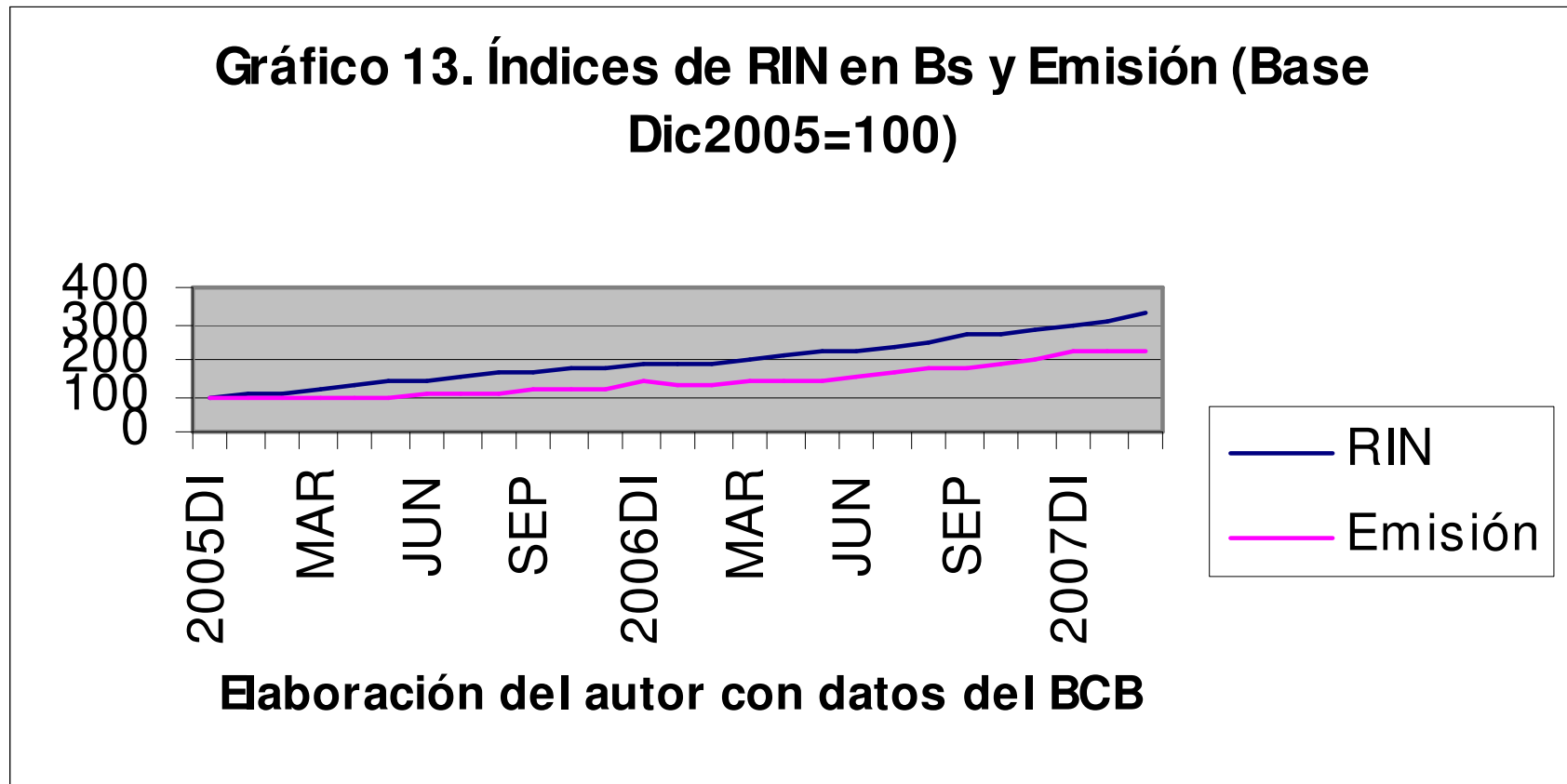
Gráfico 12. Esterilización de las compras de U\$ por el BCB



Fuente: Con datos del BCB

■ Compra U\$ ■ Compra U\$ En Bs. —▲— % Esterilización

4. Las políticas de protección



4. Las políticas de protección

- La política monetaria del BCB ha sido generalmente contractiva.
- En contradicción con esa posición, recientemente ha extendido un crédito por USD 600 millones al Tesoro General de la Nación para que este financie el de Fondo para la Reconstrucción, Seguridad Alimentaria y Apoyo Productivo.
- Para otorgar este crédito el BCB le da una interpretación muy elástica a la excepción a) del artículo 22 de su ley.
 - El artículo 22 prohíbe al BCB la otorgación de créditos al Sector Público, salvo casos excepcionales.
 - El núcleo mismo de la independencia del BCB y de la credibilidad de la política monetaria está justamente en el artículo 22.

4. Las políticas de protección

- Al margen de las políticas del BCB, el gobierno ha adoptado un conjunto de políticas sectoriales para controlar la inflación.
 - Liberación temporal de aranceles para la importación de algunos alimentos.
 - Prohibición temporal de exportación de algunos alimentos.
- Las medidas anteriores son de dudosa eficacia para el control de la inflación y tienen costos de largo plazo para los productores.

4. Las políticas de protección

El año 2007 ha sido un buen año par el sistema de intermediación financiera:

- buen crecimiento de los depósitos
- crecimiento más lento de la cartera de créditos, pero al fin y al cabo crecimiento
- reducción sustancial de la mora
- altos ROES, es decir altas rentabilidades par el capital invertido en las instituciones de intermediación financiera.

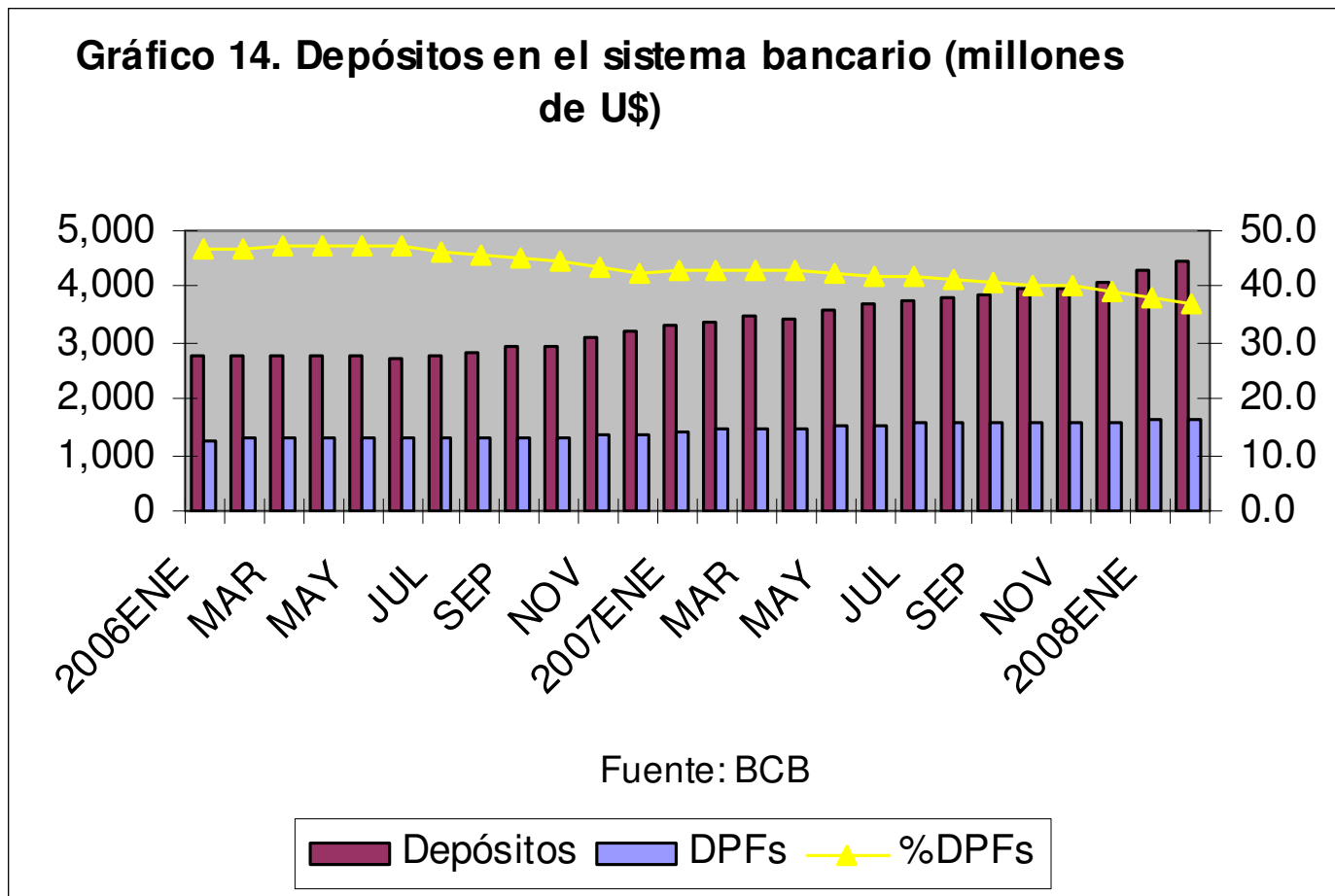
4. Las políticas de protección

- Los altos ROEs se explican principalmente, más no únicamente, por
 - reversión de provisiones
 - disposición de bienes adjudicados
 - ingresos por operaciones cambiarias (la brecha entre el tipo de cambio de compra y de venta)

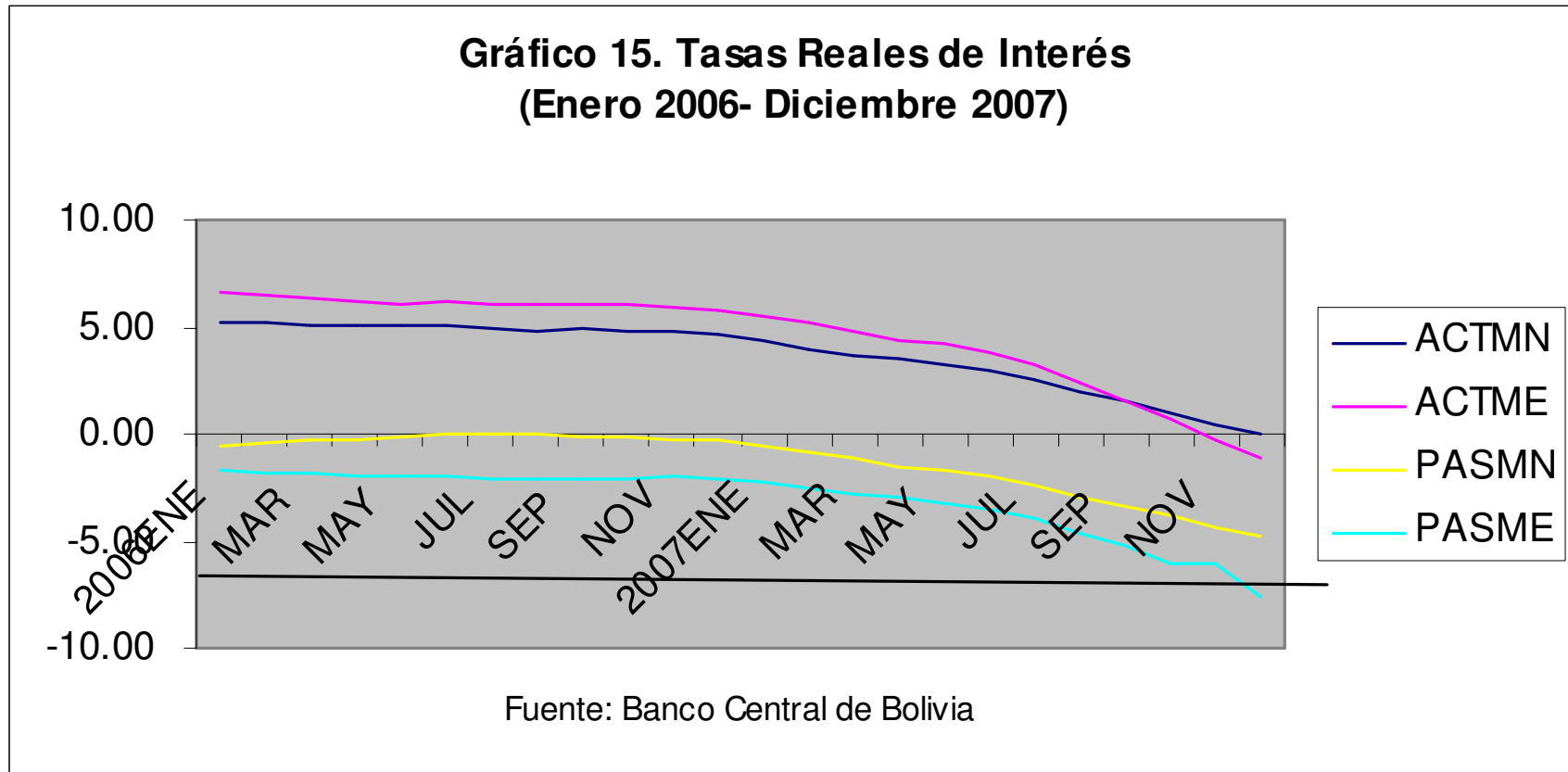
4. Las políticas de protección

- Mirando hacia adelante pudiesen presentarse vulnerabilidades a las que hay prestarles atención:
 - la estructura de los depósitos y la caída en la participación de los DPFs en el total de los depósitos
 - por las tasas reales de interés pasivas fuertemente negativas
 - por el acortamiento generalizado de las operaciones bancarias, tanto activas como pasivas
 - por las fuertes fluctuaciones cambiarias y la estructura de activos y pasivos por monedas, a pesar de las regulaciones sobre posición de cambios.

4. Las políticas de protección



4. Las políticas de protección



4. Las políticas de protección

Tasas pasivas reales negativas

- si bien contribuyen a mejorar los ROEs y, más generalmente, la situación patrimonial
- no pueden ser sino transitorias y conllevan vulnerabilidades tales como
 - una fuga de capitales al exterior tan pronto aparezca una compuerta
 - a que el público prefiera adelantar sus gastos de consumo, más bien que ahorrar (lo que retroalimenta a la inflación)
 - el acortamiento de plazos de los depósitos y caída en la proporción de DPFs en el total.

»GRACIAS