

Fundación Milenio

**LA CRISIS ECONÓMICA
INTERNACIONAL Y LA
ECONOMÍA BOLIVIANA**

COLOQUIOS ECONOMICOS

Nº 13

Diciembre de 2008

I. CONTEXTO GLOBAL: LA CRISIS SISTÉMICA

Mario Napoleón Pacheco*

“La crisis que estalló en los mercados financieros en agosto de 2007 se ha transformado en el shock financiero más grande desde la Gran Depresión y está infligiendo graves daños a los mercados e instituciones que conforman el núcleo del sistema financiero”¹

INTRODUCCIÓN

La economía mundial está siendo sacudida por la crisis mas intensa y profunda desde la Gran Depresión. Originada en los Estados Unidos en el ámbito financiero, a partir del otorgamiento de créditos hipotecarios de baja calidad, se ha extendido al sector real y ha adquirido una dimensión internacional por los efectos financieros y también en la producción. Las evaluaciones que se realizaron hasta el momento, coinciden en señalar que esta crisis ha rebasado toda estimación inicial en cuanto a sus efectos y alcances.

La turbulencia ha ocasionado una aguda inestabilidad financiera expresada en pérdidas de billones de dólares (un millón de millones) en Estados Unidos y en Europa, inyecciones millonarias de liquidez en los mercados financieros, por parte de las autoridades económicas y desesperadas medidas como una devolución impositiva temprana en Estados Unidos, inyecciones de liquidez, disminuciones de las tasas de interés y planes de rescate de los sistemas financieros, mediante la compra de activos en bancos.

No obstante, las acciones de los responsables de la política económica no pudieron restablecer la confianza en los mercados financieros y los efectos se extendieron al sector real. El Fondo Monetario Internacional (FMI), tuvo que revisar sus proyecciones de crecimiento mundial de octubre de este año por nuevas estimaciones a comienzos de noviembre, en las que el ajuste fue hacia la baja. En octubre se estimaba que el producto mundial en el 2008 crecería en 3.9 por ciento y ahora se proyecta 3.7 por ciento. Para el 2009 la estimación inicial fue de 3.0 por ciento y en este momento es de 2.2 por ciento. Para las economías avanzadas la proyección de crecimiento en el 2009 bajó de 0.5 por ciento a -0.3 por ciento.²

* Economista, director ejecutivo de la Fundación Milenio

1 Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial. Abril de 2008. La vivienda y el ciclo económico*. Washington, 2008. p. 4.

2 Ver: Ibid; Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial al día. Actualización de las proyecciones centrales*. Washington (6/noviembre/2008).

No obstante que la crisis global aún no se ha desplegado totalmente, es necesario realizar una evaluación preliminar de los efectos sobre la economía boliviana, de manera que se identifiquen los sectores que serán más golpeados y las trayectorias que seguirían en el futuro.

Este capítulo se divide en dos partes. En la primera, se realiza un examen teórico parcial de las crisis financieras y en la segunda se aborda el examen de la crisis actual.

1. CONSIDERACIONES TEÓRICAS

Cuando se examina la actual crisis financiera existe una tendencia a asumir que es un fenómeno nuevo y algunos incluso creen que representa el principio del final del sistema capitalista; sin embargo, la actual crisis financiera internacional constituye un episodio en la historia de las crisis financieras, por cierto que, como se afirmó, es la más importante desde la Gran Depresión, debido a sus características y su alcance mundial.

El historiador económico Kindleberger ha contabilizado 29 crisis financieras de gran alcance entre 1720 y 1987³. A las que debe agregarse la primera crisis de los "tulipanes" en Holanda, que transcurrió de 1634 a 1637⁴. A fines del siglo XX y con una extensión hacia América Latina debe contabilizarse la crisis mexicana de 1994-1995, la crisis asiática (ocurrida en Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Tailandia, Hong Kong y Taiwán) y que repercutió en Rusia, Turquía, Brasil, Argentina y en el resto de América Latina. Finalmente, en Estados Unidos a comienzos del nuevo milenio, entre el 2000 y 2001, ocurrió la crisis de las empresas puntocom, es decir de las compañías informáticas. En total 33 crisis financieras desde 1637 a 2001, unas más extensas que otras.

¿Qué significa esta cifra?, que las crisis financieras constituyen un factor permanente en el desenvolvimiento de las economías de mercado sean estas avanzadas o emergentes.

Una de las características de estas crisis es que generalmente se originaron y desarrollaron alrededor de uno o de varios objetos de especulación. Como se mencionó anteriormente, la primera alrededor del cultivo y venta de tulipanes, creación de empresas, importación de productos (trigo algodón), construcción de canales, exportación de productos, bonos gubernamentales, acciones mineras, terrenos edificables, tierras de cultivo, acciones de empresas ferroviarias, bancos privados, cobre, divisas, oro, nuevas industrias, construcción de viviendas y de edificios para oficinas, futuros sobre mercancías y opciones sobre acciones, entre

3 Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*. Buenos Aires, 1993.

4 Edgard Chancellor. *Sálvese quien pueda. Una historia de la especulación financiera*. Buenos Aires, 2000.

otros. Nótese que la construcción de viviendas ya fue objeto de especulación en Gran Bretaña en 1772 y en 1982 en el suroeste de Estados Unidos⁵

1.1 ¿Como definimos una crisis financiera y cuáles son sus características?

Las crisis financieras pueden conceptualizarse como "... un desorden, turbulencia o confusión de los mercados financieros"⁶, que impiden la canalización de recursos de forma eficiente hacia las empresas que tienen planes de inversión rentables. Una de las consecuencias más importante de este hecho es que este proceso determina una desaceleración o recesión de la actividad económica⁷.

En cuanto a su origen, Kindleberger afirma que "La causa remota de la crisis es la especulación y la expansión del crédito; la causa próxima es algún incidente que sesga la confianza del sistema, hace pensar a la gente en los peligros de la bancarrota y les conduce a volver a los productos, acciones, propiedades inmobiliarias, letras de cambio, pagarés, divisas –sea lo que sea- al dinero en efectivo. En si misma, la causa próxima puede ser trivial. ... Los precios bajan; las expectativas sufren un cambio de sentido; el movimiento gana velocidad. Hasta el punto que los especuladores están apalancados con dinero prestado, el descenso de los precios conduce a nuevas demandas de margen sobre ellos o de efectivo y a una nueva liquidación. A medida que los precios siguen bajando, se recortan los préstamos bancarios y o más bancos comerciales, bancos de descuento o de brokeraje quiebran. El propio sistema de crédito es inestable y la carrera en pos de la liquidez está en marcha"⁸

1.2 Tipos de crisis financieras

Una crisis financiera tiene varias tiene varias expresiones o, dicho de otra manera, existen diversas facetas del mismo fenómeno. Entonces debemos nombrar a las crisis: cambiaria, bancaria, bancarias sistémicas y crisis de deuda externa. Por otra parte, se debe tomar en cuenta a un factor esencial frente a las crisis financieras que es el prestamista de última instancia o recurso.

a) Crisis cambiaria

Emerge en el momento en que se produce un ataque especulativo contra el tipo de cambio de una moneda nacional, frente a la cual las autoridades pueden optar por defender el tipo de cambio, empleando las reservas internacionales o aumentando las tasas de interés. El resultado generalmente es que persistiendo la embestida la acción de las autoridades no la frena y las reservas tienden a agotarse obligando a realizar una devaluación o depreciación significativa⁹. La persistencia del ataque

5 Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs. Op. cit.*, pp. 67-68 y apéndice B.

6 Carlos Parodi. *Globalización y crisis financieras internacionales*. Lima, 2001, pp. 99-100.

7 *Ibid.* pp. 99-100.

8 Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs. Op. cit.*, pp. 144-145.

9 Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial*. Mayo de 1998. *Crisis financieras. Causas e indicadores*, Washington, FMI, 1998, p. 83.

especulativo expresa una pérdida rápida de confianza en el banco central respecto a su capacidad para mantener el tipo de cambio, este proceso se denomina crisis de balanza de pagos¹⁰. La devaluación o depreciación fuerte determina el cambio del régimen cambiario, habitualmente de un tipo de cambio fijo a uno flexible.

b) Crisis bancaria

Es una situación en la que "...los bancos privados pierden la capacidad de afrontar el retiro de los depósitos, lo que origina situaciones de iliquidez y/o de insolvencia"¹¹. Ahora una crisis bancaria interna puede generalizarse a tal grado que adquiera un carácter general, en este caso estamos hablando de crisis bancarias sistémicas; es decir, "...perturbaciones potencialmente severas de los mercados financieros que, al menoscabar su capacidad para funcionar eficazmente, pueden tener efectos negativos sobre la economía real. Una crisis financiera sistémica puede involucrar una crisis cambiaria..."¹²

c) Crisis de deuda externa

Se presenta cuando "...un país no puede atender el servicio de la deuda contraída con el exterior, ya sea soberana o privada"¹³. Este tipo de crisis se denomina también crisis fiscal y puede implicar la imposibilidad de obtener nuevos créditos externos, que a su vez ocasionarían una reestructuración de la deuda o una moratoria¹⁴.

1.3 Mecanismos de transmisión internacional o el contagio

Existieron crisis financieras solamente de alcance nacional, pero nos interesan las que se extienden internacionalmente, debido a que, según Kindleberger, "... incluyen una serie de elementos críticos (especulación, expansión monetaria, aumento del precio de los activos seguido de un descenso en picado y de una precipitación hacia el dinero"¹⁵.

El contagio de un país a otro puede definirse, según Eichengreen y Rose (1999) y Kaminsky y Reinhart (1999), como "una situación en la que una crisis en cualquier país aumenta la probabilidad de una crisis en los demás"¹⁶. Edwards identifica tres vías de propagación: 1° los cambios globales que impactan a todo el mundo, por ejemplo los incrementos en el precio internacional del petróleo; 2° canales comerciales; y 3° la extensión de la transmisión internacional es mayor a lo esperado, denominándose, en este caso, contagio¹⁷.

10 P. R. Krugman y M. Obstfeld. *Economía internacional. Teoría y práctica*, Madrid, 1995, pp. 599, 627.

11 C. Parodi. *Globalización y crisis financieras internacionales*. Op. cit., p. 98

12 Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial*. Mayo de 1998. Op. cit., p. 84.

13 Ibid; p. 84.

14 C. Parodi. *Globalización y crisis financieras internacionales*. Op. cit., p. 98

15 Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs*. Op. cit., p. 41.

16 Citado por Carlos Parodi. *Globalización y crisis financieras internacionales*. Op. cit., p. 116.

17 Citado por Carlos Parodi. Ibid., p. 116-117.

Sí la crisis es cambiaria, emergen tres posibles causas que originan un contagio. La primera se relaciona con una causa común, que habitualmente puede ser medidas o cambios económicos en los países industrializados, que tienen efectos en las economías emergentes, como por ejemplo el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos o la apreciación o depreciación del dólar frente a otras monedas. La segunda es que la crisis que emerge en un país, puede impactar en variables macroeconómicas fundamentales en otro país, por medio del comercio, de los mercados de capital o por “la interdependencia de las carteras de los acreedores (por ejemplo, la liquidez de un mercado obliga a los intermediarios financieros a liquidar activos en otros mercados)”¹⁸. La tercera se basa en las expectativas de los acreedores externos, que reexaminan la situación del país en el que tienen sus capitales y decidan, inclusive sin producirse cambio alguno en los fundamentos económicos, disminuir el riesgo de sus carteras y, en consecuencia, salir del país. En este caso se presenta lo que se denomina como contagio, que responde a una actitud de imitación de los inversionistas, que puede deberse a las asimetrías de información¹⁹.

Concretamente, si la crisis es cambiaria, los mecanismos de transmisión son el comercial y el financiero. El comercial actúa cuando en un país, como efecto de un ataque especulativo se pierden reservas aceleradamente y las autoridades se ven obligadas a devaluar abandonando el régimen cambiario vigente, situación que puede repetirse en otros países que, inclusive, pueden estar muy alejados geográficamente. El resultado puede ser el surgimiento de una “cadena” de devaluaciones que los países aplican no solamente para enfrentar la pérdida de reservas, sino también para no perder competitividad.

En síntesis, en la perspectiva de Kindleberger, la transmisión del auge, la depresión y el pánico de un país a otro se produce por medio del “contagio psicológico, la subida y bajada de los precios de los productos y de los títulos bursátiles, los movimientos de capital a corto plazo, los tipos de interés la subida y bajada de las existencias mundiales de mercancías... -y- ...estas conexiones pueden revestir diferentes formas”²⁰. Conexiones que pueden expresarse en el hecho de que una gran burbuja origina otras y muchas burbujas en un mercado financiero “parece inspirar la producción de otras en los demás países”²¹.

1.4 El prestamista de última instancia (PUI) o recurso

El concepto fue creado por sir Francis Baring en 1797, cuando se refería al Banco de Inglaterra como la última fuente de numerario y de crédito²², y reintroducido en el análisis por Kindleberger, que constató que cuando se produce una crisis

18 Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial. Mayo de 1998. Op. cit.*, p. 98.

19 *Ibid.*, pp. 93, 98.

20 Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras, op. cit.*, p. 159.

21 *Ibid.*, p. 1

22 J. A. Schumpeter. *Historia del análisis económico*. Barcelona, 1971, p. 766 (nota 12).

financiera "...la depresión que sigue ... es larga y duradera, en contraste con los episodios en los que hay un prestamista y la crisis pasa como una tormenta de verano"²³. Dicho de otra forma, tomando en cuenta que en las crisis financieras se produce una sobredemanda de dinero a cambio de otros activos, el rol del prestamista de última instancia es proporcionar la suficiente liquidez a todos los demandantes²⁴.

Las dimensiones de este actor son dos, una interna y otra externa. En el ámbito interno es el banco central del país en el que está por emerger o extendiéndose una crisis financiera²⁵. Externamente este rol lo debe cumplir el centro dominante en un periodo determinado, "...debe asumir la responsabilidad de actuar como prestamista de última instancia para otros países en periodos en los que se den las crisis financieras, cuando la inquietud amenaza con extenderse más allá de las propias fronteras"²⁶. Este rol fue desempeñando desde el siglo XVIII por el Banco de Inglaterra²⁷.

Los ejemplos más importantes y relativamente recientes de la acción del PUI se encuentran en la crisis mexicana de 1994-1995 y la crisis asiática de 1997-1998.

En el primer caso el PUI estuvo constituido por el Tesoro de Estados Unidos, el FMI y otros países, quienes conformaron un fondo que fue otorgado como préstamo de emergencia de US\$ 52.000 millones²⁸. En el segundo, la operación de rescate fue más grande y los aportantes fueron el FMI, el Banco Mundial, el Banco de Desarrollo Asiático, Estados Unidos, Japón, Singapur y otros países que asumieron el papel del PUI y prestaron en total US\$ 117.900 millones, que se otorgaron a Tailandia (15 por ciento), Indonesia (36 por ciento) y Corea (49 por ciento)²⁹.

2. EL ORIGEN DE LA CRISIS ACTUAL

Esta crisis emergió en los Estados Unidos a partir del 2001, cuando gradualmente se fueron combinando varios factores. Abundancia de crédito a bajo costo, debido a la disminución de tasas de interés que determinó el presidente en ese momento de la Junta de la Reserva Federal (FED) Alan Greenspan, innovaciones financieras de deuda y perspectivas de aumento permanente en los precios de las viviendas³⁰.

23 Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs*, op. cit., p 237.

24 Charles P. Kindleberger. "1929: diez lecciones para hoy", en: Charles P. Kindleberger. *Problemas históricos e interpretaciones económicas. Estudios de historia financiera*. Barcelona, 1993, p. 316.

25 C.P. Kindleberger. *La crisis económica, 1929-1939*, Barcelona, 1985, p. 346.

26 Charles P. Kindleberger. *Historia financiera de Europa*. Barcelona, 1988, p. 383.

27 Ibid. p. 124.

28 Carlos Parodi. *Globalización y crisis financieras internacionales*. Op. cit., p. 150.

29 Información del FMI, citada por Jérôme Sgard. *La economía del pánico. Como enfrentar las crisis financieras*. Buenos Aires, 2004, p. 134. En 1998 en el contexto de la crisis financiera que sufrió el Brasil, el FMI asumió el rol de PUI otorgándole un crédito de emergencia de US\$ 41.5 millones. FMI. *Perspectivas de la economía mundial*. Mayo de 1999. Washington, 1999, p. 32.

30 CEPAL. *Panorama de la inserción internacional de América Latina y e Caribe. Tendencias 2008*. Santiago, 2008, p. 30.

La crisis financiera del 2000-2001, denominada puntocom, motivada por la especulación en las acciones de las empresas informáticas en Estados Unidos, impulsaron al responsable de la FED a disminuir las tasas de interés de política monetaria de 6.50 por ciento en diciembre del año 2000 a 3.65 por ciento en agosto de 2001, con la finalidad de reactivar la economía. No habiéndose superado la crisis de las puntocom, ocurrieron inmediatamente los atentados del 11 de septiembre en varias ciudades de Estados Unidos, que implicaron una aguda desconfianza e incertidumbre sobre el futuro de la economía norteamericana. Esta situación nuevamente llevó a Greenspan a bajar las tasas sucesivamente hasta llegar a 1.00 por ciento entre julio del 2003 y mayo del 2004.

Claramente se priorizó la reactivación, pero la contrapartida fue la generación de un exceso de liquidez, que debía encontrar un cauce. La salida fue la canalización de los recursos hacia la compra de viviendas. En efecto, los operadores financieros dejaron de tener en cuenta las devoluciones de los préstamos hipotecarios para otorgar créditos a bajas tasas de interés y sin considerar la situación de las familias a las que ofrecieron los préstamos, que tenían baja capacidad de pago. Esta fue la forma de obtener una rentabilidad elevada en un escenario de abundancia de recursos.

Los receptores de los préstamos para la compra de viviendas fueron, generalmente familias, como se explicó, con bajos ingresos y escasos activos, clientes denominados como “ninja”, por las siglas en inglés, es decir clientes sin ingresos, empleo y activos. Los créditos otorgados a estos clientes fueron denominados *subprime*, o sea clientes de solvencia escasa a diferencia de los deudores *prime* que son solventes. Una característica de las hipotecas *subprime* fue que su riesgo alto era compensado con elevadas comisiones de los bancos y de las financieras.

En relación a las hipotecas *subprime* y los beneficiarios Greenspan sostiene que uno de los efectos de la crisis puntocom, que como explicamos obligó a recortar las tasas de interés, fue el incremento del precio de las viviendas en Estados Unidos y en varios países industrializados³¹. A partir de este hecho, afirma que cuando comenzó el *boom* de la construcción desde la baja de las tasas de interés, se generó un bienestar importante en los ciudadanos estadounidenses, debido a que aumentó el número de propietarios de viviendas, de 64 por ciento en 1994 a 69 por ciento en el 2006³². Además asevera que entre los principales ganadores de este *boom*, estuvieron “los hispanos y los negros, a medida que la creciente popularidad sumada a los incentivos gubernamentales y a los programas de hipotecas *subprime* permitía a muchos miembros de colectivos minoritarios convertirse en compradores de vivienda por primera vez”³³.

31 Alan Greenspan. *La era de las turbulencias. Aventuras en un nuevo mundo*. Barcelona, 2008, p. 253.

32 *Ibid.*, p. 259.

33 *Ibid.*, p. 259.

- AAA preferente: 62 por ciento
- AAA rango inferior: 14 por ciento
- AA: 8 por ciento
- A: 6 por ciento
- BBB: 6 por ciento
- Sin calificar: 4 por ciento

Los pagos a los tenedores tenían un orden de importancia, de forma que los tramos preferentes recibían el pago primeramente hasta llegar a los de mayor riesgo. Si se reducían los pagos esperados, el tramo *mezzanine* no captaba los pagos completos o no recibía ningún pago.

Debido a la fuerte demanda de títulos por parte del sistema financiero, los CDO fueron adquiridos por fondos de pensiones, empresas de seguros, fondos mutuos, bancos privados de varias partes del mundo, especialmente de Europa, y los fondos de cobertura (*hedge funds*). Una de las implicaciones de estas innovaciones financieras, fue que los vendedores amortiguaban los riesgos, sin embargo los compradores “no poseían suficiente información sobre la calidad de las hipotecas originales –y- las empresas calificadoras tampoco llegaron a comprender cabalmente los riesgos y justificaron las altas calificaciones con la garantía de aseguradoras de hipotecas que también estaban expuestas a instrumentos con garantía hipotecaria”³⁸. En ese sentido, el rol de las compañías aseguradoras más importantes, Stand & Poor’s, Moddy’s y Fitch, en la colocación de los nuevos productos está seriamente cuestionada.

Si bien existieron varias advertencias oficiales respecto a los peligros de este proceso e incluso de parte de algunos funcionarios de alto nivel de instituciones financieras, en el contexto de tasas de interés bajas y el exceso de liquidez, el mercado continuaba demandando los títulos con garantía hipotecaria de forma creciente hasta la primera mitad del 2007. Como la regulación de carácter laxa no permitía mayores controles para frenar la expansión de los títulos sobrevalorados, continuó su emisión y demanda, de modo que en tanto la música sonaba, había que seguir bailando.

En la perspectiva de Kindleberger esta es la fase maniaca del auge crediticio o la burbuja, marcada por la irracionalidad, en la que “la gente utiliza el dinero o lo toma prestado para comprar propiedades inmobiliarias o activos financieros difícilmente convertibles en efectivo”³⁹.

Es interesante conocer también la opinión en este aspecto del ex presidente de la FED. Sostiene que el auge de la construcción no dio lugar a una burbuja, en sus palabras: “no nos las veíamos con una burbuja sino con una espuma: montones

38 CEPAL. *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe. Tendencias 2008, op. cit.*, p. 30.

39 Charles P. Kindleberger. *Manías, pánicos y cracs, op. cit.*, p. 20.



de burbujas pequeñas y locales que nunca crecían hasta alcanzar una escala que pudiera amenazar la salud de la economía en general⁴⁰. Este criterio significa qué ¿Greenspan subestimó la amplitud y contenido del boom inmobiliario y, en consecuencia del impacto negativo que podría tener si terminaba bruscamente?

2.2 Del estallido de la burbuja, o crac, al pánico

Mientras la inflación fue baja las tasas de interés de política monetaria de la FED en Estados Unidos, se mantuvieron también bajas. Sin embargo, cuando la inflación subió de 2.7 por ciento el 2004 a 3.4 por ciento el 2005, la tasa de interés de política monetaria aumentó de 1.34 por ciento (2004) a 3.19 por ciento (2005). A comienzos del 2006 la inflación subió más aceleradamente y en junio se registró 4.3 por ciento. En respuesta la FED aumentó más fuertemente las tasas de interés, de 4.16 por ciento en diciembre del 2005 a 5.25 por ciento en julio del 2006 y la mantuvo hasta agosto del 2007. El efecto fue que la inflación tendió a moderarse hasta agosto del 2007 (2.0 por ciento), pero nuevamente subió y el año se cerró con 4.1 por ciento. Durante el 2008 la inflación que en enero fue de 4.3 por ciento en septiembre llegó a 4.9 por ciento.

Los aumentos de la tasas de interés determinadas por la FED ocasionaron el incremento de las cuotas para los tenedores de las hipotecas de vivienda, que gradualmente dejaron de cumplir con sus obligaciones, en razón a sus bajos ingresos, aumentando la mora y las ejecuciones en julio del 2007, procediéndose a reclasificar los títulos de alto riesgo. En agosto dos fondos de cobertura de Bear Stearns, intentaron liquidar una cantidad importante de esos valores, sin éxito, y luego se impidió que sus clientes retiren dinero en efectivo de uno de sus fondos de cobertura. En previsión de una demanda fuerte de efectivo, los fondos convirtieron sus carteras de depósitos bancarios y valores comerciales de mediano y largo plazo a "vencimientos ultracortos y a un día. Esto provocó una fuerte demanda de liquidez a corto plazo y un colapso del mercado de ABCP (papeles comerciales garantizados con activos)... Lo anterior dificultó la obtención de préstamos por parte de los bancos de Europa y Norteamérica a plazos mucho mayores de un día"⁴¹.

El resultado fue el estallido de la burbuja que dio lugar a la disminución acelerada en el precio de las viviendas. Entre "julio del 2006 hasta julio de 2008, los precios bajaron más de 20 por ciento y los compradores, que contaban con poder refinanciar o vender sus casas a un precio más alto, se encontraron con un mercado sin liquidez y pagos imposibles de cubrir. Esto derivó en un aumento de las tasas de morosidad"⁴². El efecto en la bolsa de valores fue inmediato, el Dow Jones cayó entre julio y agosto en 197.7 puntos.

La caída de los ABCP, llevó la atención hacia los *conduits* o vehículos de inversiones

40 Alan Greenspan. *La era de las turbulencias*, op. cit., pp. 260-261.

41 Randal Dodd y Paul Mills. "El flagelo de las hipotecas de alto riesgo", en FMI. *Finanzas y Desarrollo*, Junio de 2008, p. 16.

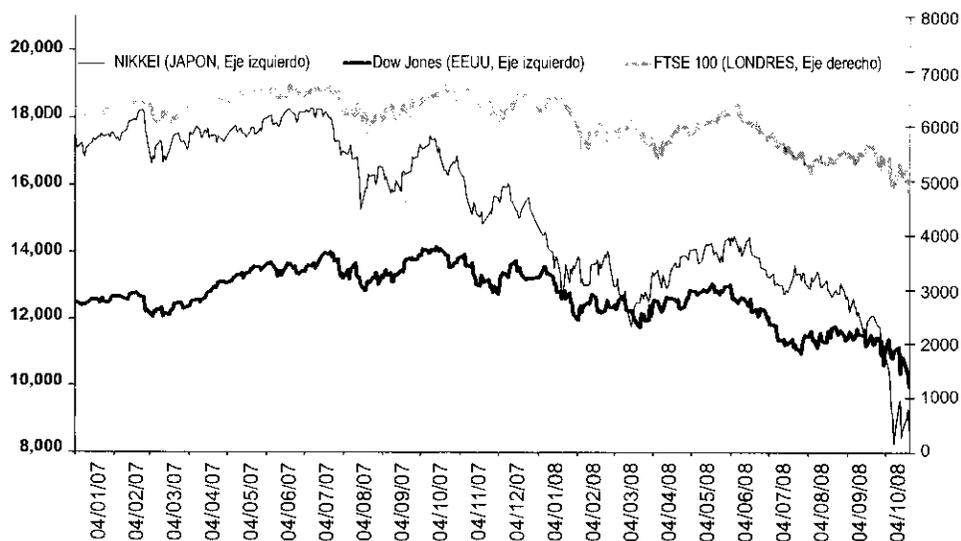
42 CEPAL. *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe. Tendencias 2008*. op. cit., p. 30.

estructuradas, en la medida en que los bancos tuvieron que prestar a estas entidades y debieron decidir si las incluían en sus balances. Al hacerlo, algunos bancos, no pudieron aumentar sus balances y capital, originándose una serie de ventas de activos y pérdidas para los inversionistas. Fue entonces que los bancos buscaron liquidez conservando los activos que más se aproximaban a efectivo, a la vez que disminuían los plazos de sus préstamos a otros bancos. En ese sentido los bancos se enfrentaron a una doble presión de liquidez. Por un lado, necesitaban conservar préstamos que podían realizar y, por otro, cumplir con compromisos de crédito que querían, en un contexto de negativa de los bancos a prestar a otros bancos. “El resultado fue una iliquidez sin precedentes en los mercados interbancarios⁴³”

Una de las expresiones del crac fue la fuerte volatilidad de las bolsas de valores en todo el mundo. El Dow Jones que registró la cifra más alta con 13,901.3 puntos en octubre del 2007, tendió a bajar en medio de fuertes convulsiones, llegando hasta fines de octubre del 2008 a 9,176.7 puntos, es decir perdiendo 4,724.6 puntos (-34 por ciento) La misma tendencia volátil y a la baja tuvieron las bolsas de valores de Europa y del Japón (ver gráfico1).

Gráfico 1

LAS PRINCIPALES BOLSAS DE VALORES HAN CONTINUADO CAYENDO



Fuente: Elaboración propia en base a cifras del Banco Central de Chile

El estallido de la burbuja o crac dio lugar a una nueva fase del ciclo, el pánico, es decir el momento en el cual “se produce el movimiento de conversión de activos inmobiliarios o financieros a dinero o a reembolso de la deuda, acompañado de un crac en los precios de los bienes, casas, edificios terrenos, acciones o bonos, en otras palabras, en lo que haya constituido el objeto de especulación⁴⁴”.

43 Randal Dodd y Paul Mills. “El flagelo de las hipotecas de alto riesgo”, op. cit., p. 17.

44 Charles P. Kindleberger. Manías, pánicos y cracs. op. cit., p. 21.

2.3 Política anticrisis

A fines del 2007 el gobierno estadounidense hizo aprobar con el Congreso una devolución impositiva a los contribuyentes por US\$ 150,000 millones, la misma que se ejecutó en los primeros meses del 2008. La finalidad de esta medida fue estimular el consumo privado y la inversión. Posteriormente, las autoridades económicas de los países avanzados han actuado en tres frentes: proporcionaron liquidez, actuaron como PUI aplicando planes de rescate y disminuyeron las tasas de interés. En las siguientes líneas describiremos brevemente cada uno de estos aspectos.

a) Inyecciones de liquidez

Como el problema de la iliquidez y de la insolvencia transcurrió no solamente en los bancos de Estados Unidos, sino también en Europa, afectándose negativamente el funcionamiento de los mercados financieros en el mundo, las autoridades en los países industrializados, apuntaron sus baterías primeramente a otorgar liquidez y luego recapitalizar a las instituciones financieras que lo necesiten. Las inyecciones de liquidez que proporcionaron los bancos centrales y otros entes estatales, de Estados Unidos, la Unión Europea (15 países), Reino Unido, Japón, Australia y Suecia, llegaron hasta mediados de octubre, a US\$ 3.1 billones, cifra que expresa la magnitud de la crisis global ⁴⁵.

b) Los PUI y los planes de rescate

Debe tenerse en cuenta que los gobiernos elaboraron paquetes de rescate con la finalidad de devolver la confianza y la certidumbre a los mercados financieros y bursátiles, pero en la mayoría de los casos sin éxito, posiblemente por las deficiencias en su diseño o aplicación, incluyendo el paquete del gobierno de Estados Unidos por US\$ 700,000 millones, aprobado a comienzos de octubre del 2008.

El gobierno del Reino Unido también elaboró un plan de rescate que por su contenido se lo considera más apropiado y fue adoptado, en sus aspectos centrales por el resto de los países europeos. Sus componentes son los siguientes: "i) inyección de liquidez al sistema financiero; ii) recapitalización de las instituciones financieras debilitadas, a cambio de participación accionaria del Estado; iii) garantías a las deudas interbancarias; iv) seguro para los depósitos bancarios, y v) compra pública de los activos de menor calidad"⁴⁶.

Últimamente el presidente electo de Estados Unidos, Barack Obama, ha planteado utilizar una parte importante de los US\$ 700.000 millones en el rescate de la industria automotriz norteamericana. Por su parte, el 10 de noviembre, la China anunció la implementación de un programa de estímulo económico por US\$ 586.000 millones a su economía.

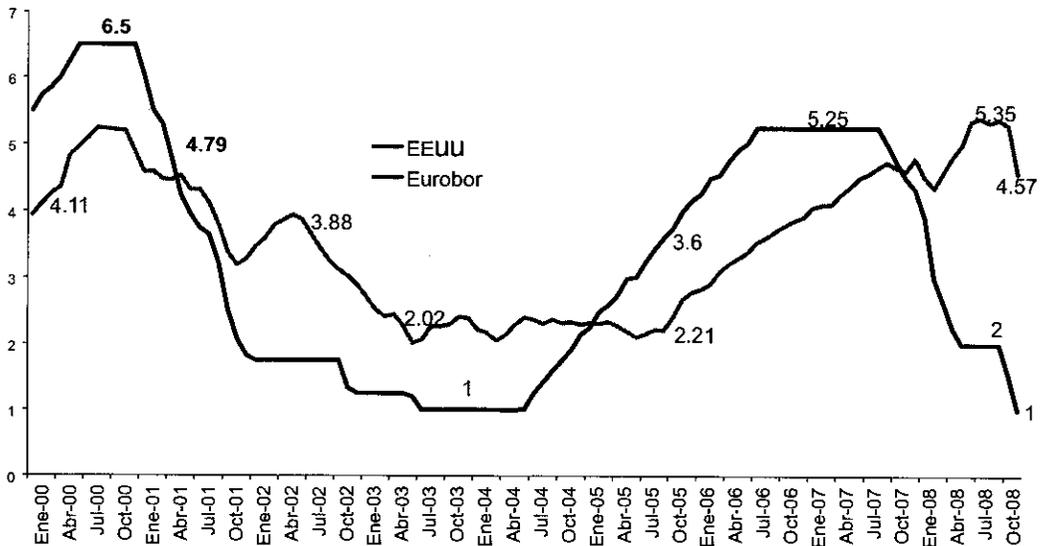
45 CEPAL. *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe. Tendencias 2008. op. cit.*, p. 6.

46 *Ibid.*, p. 6.

c) Disminuciones de las tasas de interés

En Estados Unidos la FED comenzó a disminuir las tasas de interés de política monetaria a partir de septiembre del 2008, de 5.25 por ciento en agosto a 5.01 en septiembre, continuándose con la medida hasta octubre cuando se bajaron a 1.54 por ciento. El 10 de octubre del 2008, por primera vez se coordinó una disminución de las tasas de interés entre los principales bancos centrales de los países desarrollados, con la finalidad de frenar la crisis financiera (ver gráfico 2). Es importante hacer notar que el Banco Central Europeo, desde nuestra perspectiva, bajó la tasa de interés tardíamente debido a que priorizó la estabilidad de precios. Esta decisión en el marco de la profundización rápida de la crisis financiera no permitió un enfrentamiento más oportuno al problema.

Gráfico 2
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA DE POLÍTICA MONETARIA DE LA FED Y DE LA UNION EUROPEA (Eurobor) (Porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base a cifras del Banco Central de Chile

2.4 El carácter sistémico de la crisis

Está fuera de toda duda que la crisis actual ha ocasionado incertidumbre en los ámbitos financieros y una volatilidad acentuada en las bolsas de valores, perturbando seriamente el funcionamiento del crédito. En ese sentido, existe consenso en caracterizar a esta crisis como la más profunda desde la Gran Depresión, en la medida en que tiene su epicentro en la economía más importante del mundo, los

Estados Unidos que contribuye con el 21.4 por ciento al PIB mundial y con el 37.9 por ciento al PIB de las economías avanzadas⁴⁷.

El despliegue de la crisis ha obligado al "rescate de Bear Stearns por parte de JP Morgan Chase, la compra de Merrill Lynch por el Bank of America, la quiebra de Lehman Brothers y la fusión de Goldman Sachs y Morgan Stanley, que se transformó en un *holding* bancario regulado, en apenas seis meses desaparecieron los cinco principales bancos de inversión estadounidenses. Si a eso le agregamos el rescate que el Tesoro de los Estados Unidos hizo de Fannie Mae y Freddie Mac, las principales detentoras de hipotecas del país, y la intervención y el rescate de American International Group Inc. (AIG), la principal aseguradora, y Washington Mutual, un importante banco comercial, se advierte que estamos en presencia de una crisis sistémica, con serias repercusiones en el sector financiero mundial, sino también en la economía real"⁴⁸. Se debe agregar que en Estados Unidos, hasta mediados de noviembre, quebraron 20 bancos⁴⁹.

2.5 Pérdidas financieras

La magnitud de la crisis ha determinado billonarias pérdidas. Hasta septiembre del 2008, el FMI ha estimado que el monto de las pérdidas solamente de los bancos y aseguradoras, estaba entre los US\$ 640,000 millones y US\$ 735,000 millones. Mientras que las pérdidas del conjunto del sistema financiero podrían alcanzar a US\$ 1.3 billones, quebrantos que en buena parte se relacionan directamente no solo con las hipotecas *subprime*, sino también con hipotecas de bajo riesgo⁵⁰. Por su parte el Banco de Inglaterra ha estimado que las instituciones financieras en el mundo, perdieron aproximadamente US\$ 2.8 billones⁵¹.

2.6 Impacto en el sector real: la recesión

La magnitud de la crisis está ocasionado un efecto negativo en el sector real, en la medida en que los gastos en consumo e inversión disminuyen y, en consecuencia, el nivel de actividad económica sufrirá una reducción.

En efecto, en Estados Unidos el consumo privado está desacelerándose desde el segundo trimestre del 2007 y el tercer trimestre del 2008 se contrajo (-3.1 por ciento). También la inversión bruta doméstica ha estado bajando ininterrumpidamente desde el segundo trimestre del 2006 y el tercer trimestre del 2008 su variación fue negativa (-1.9 por ciento), y la inversión en construcción residencial se contrae desde el primer trimestre del 2006 (ver cuadro 1)

47 Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial. Abril de 2008, op. cit.*, p. 260.

48 CEPAL. *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe. Tendencias 2008. op. cit.*, p.5.

49 Ver: Fundación Milenio. *Informe Nacional de Coyuntura. No. 8 (14 de Noviembre de 2008)*

50 CEPAL. *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe. Tendencias 2008. op. cit.*, p. 33.

51 www.BBCMUNDO.com (10/noviembre/28)

Cuadro 1
ESTADOS UNIDOS: CRECIMIENTO DEL PIB, INVERSIÓN Y CONSUMO
(En porcentajes)

CONCEPTO	2006	2007				2008		
		I	II	III	IV	I	II	III
PIB	2,8	0,1	4,8	4,8	-0,2	0,9	2,8	-0,3
CONSUMO PERSONAL	3,0	3,9	2,0	2,0	1,0	0,9	1,2	-3,1
INVERSIÓN BRUTA DOMÉSTICA	2,1	-9,6	6,2	3,5	-11,9	-5,8	-11,5	-1,9
INVERSIÓN RESIDENCIAL	-7,1	-16,2	-11,5	-20,6	-27,0	-25,1	-13,3	-19,1

Fuente: elaboración propia en base a cifras de U.S. Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis.

Como puede observarse la economía norteamericana se achicó en el tercer trimestre del 2008 (-0.3 por ciento). Asimismo, cuando se terminaba este trabajo, se anunciaba que el producto en el Área del Euro también decreció en el tercer trimestre del 2008 en -0.5 por ciento y en Gran Bretaña, en -2.0 por ciento. La situación del Japón está más complicada debido a que oficialmente se encuentra en recesión, por primera vez desde el 2001, considerando que el segundo trimestre del 2008 el crecimiento fue negativo, 0.9 por ciento, y el tercer trimestre -0.1 por ciento⁵².

Asimismo, como se hizo notar anteriormente, las proyecciones de crecimiento para el 2008 y 2009, muestran un achicamiento importante del producto a nivel mundial. Las economías avanzadas ingresarán a una recesión el 2009 impulsada por los Estados Unidos y por el área del euro, situación que arrastrará al resto del mundo a una desaceleración marcada y a un incremento del desempleo, que tendió a aumentar en el 2008 (ver cuadro 2).

Cuadro 2
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO, 2008-2009
(En porcentajes)

PAÍS	PIB		DESEMPLEO		
	2008	2009	Dic-07	2008	2009
Mundo	3.7	2.2	---	---	---
Economías avanzadas	1.4	-0.3	OCDE: 5.6	OCDE: agosto: 6.0	---
Estados Unidos	1.4	-0.7	5.0	Octubre: 6.5	7.3
Área del Euro	1.2	-0.5	7.2	Septiembre: 7.5	8.6
Japón	0.5	-0.2	---	Septiembre: 4.0	4.4
China	9.7	8.5	---	---	---
India	7.8	6.3	---	7.2	---
América Latina	4.5	2.5	---	---	---

Fuente: elaboración propia en base a información del FMI, Banco de España, The Economist (13/nov/2008) y de la OCDE.

52 Es importante anotar que cuando una economía tiene crecimiento negativo por dos trimestres consecutivos, técnicamente está en recesión.

2.7 Impacto sobre América Latina

Los canales de transmisión, como siempre ocurre, transcurrirán por dos vías: la financiera y comercial. En el ámbito financiero la región tendrá problemas de acceso al financiamiento externo debido a que los capitales buscarán activos y países más seguros, y puede enfrentar tasas de interés más altas, posiblemente por el aumento de las primas de riesgo.

Comercialmente, la turbulencia financiera y la reducción del crecimiento ya impactaron negativamente en los precios de las materias primas, especialmente desde el mes de septiembre. Para el 2009, la recesión de las economías avanzadas, reducirán aún más la demanda de las exportaciones y continuaran las caídas en los precios de la materias primas. El FMI ha estimado que en el 2009, las importaciones de las economías avanzadas se reducirán en -0.1 por ciento, aunque las correspondientes a las economías emergentes crecerán en 5.2 por ciento. Sin embargo, debe hacerse notar que el 2007 las importaciones de estas economías aumentaron en 14.4 por ciento.

Las estimaciones, también del FMI, para los precios de las materias primas, con excepción del petróleo, preveen para el 2009 una reducción de 18.7 por ciento, mientras que el 2007 subieron en 14.1 por ciento. Las proyecciones para el 2009 en el precio del petróleo señalan una disminución del 31.8 por ciento y un precio base promedio de 68.00 US\$/barril. En el 2008 el precio base del petróleo fue de 99.75 US\$/barril.

Adicionalmente debe considerarse que existe otro factor que influye en el precio de las materias primas, este es la depreciación del dólar. Se dispone de evidencia empírica, para 1998-2008, respecto a que existe una correlación inversa entre el tipo de cambio del dólar estadounidense, efectivo nominal y efectivo real, con el precio de las materias primas⁵³. Es decir, la pérdida de valor del dólar, desde el 2004 especialmente frente al euro (2003: 1 €=1.1313 US\$; 2004: 1€= 1.2433 US\$; 17 de julio/2008:1€= 1.5990 US\$), impulsó la demanda de las materias primas elevando su precio, debido a que se buscó refugio en las materias primas ante la desvalorización del dólar. Ahora en el contexto de la crisis a partir de agosto del 2008, la relación €/US\$ se ha invertido (septiembre/2008: 1€= 1.4370; 19/noviembre: 1€=1.2616 US\$); en consecuencia, el dólar a tendido a apreciarse frente el euro. Entonces el estímulo es comprar dólares abandonando las materias primas, factor que significa ahondar la caída en el precio de éstas.

Finalmente, varios estudios han demostrado que cerca de la mitad de las variaciones del producto en América Latina, se explican por una combinación entre el crecimiento del producto en Estados Unidos y en el mundo, los precios de las materias primas y las condiciones financieras externas. En consecuencia en el actual contexto de

53 Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial. Abril de 2008, op. cit.* (Recuadro 1.4.)

crisis sistémica, el entrelazamiento de la disminución en los precios de las materias primas, la recesión externa y los problemas financieros de la banca norteamericana y europea que opera en la región, debilitará considerablemente el crecimiento en América Latina⁵⁴

II. DEL BOOM DE INGRESOS EXTERNOS A LA CRISIS ECONÓMICA INTERNACIONAL

Equipo técnico de la Fundación MIlenio

1. EL COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA ECONOMÍA

La economía boliviana acaba de atravesar por uno de los contextos económicos externos más favorables de su historia, caracterizado por elevados precios de exportación de materias primas, minerales e hidrocarburos, e importantes ingresos por concepto de remesas de bolivianos residentes en el exterior. El boom de ingresos externos comenzó en 2005 y se acentuó notablemente en los años 2006, 2007 y 2008.

Los precios promedio de las exportaciones bolivianas crecieron entre 2004 y 2007 en 87.9 por ciento. Los precios de exportación de la minería aumentaron en promedio en 139 por ciento, mientras que el de hidrocarburos lo hicieron en 121 por ciento. Los precios de las exportaciones no tradicionales por otra parte, solo mostraron un crecimiento de 9.5 por ciento.

El boom de ingresos externos se debió casi en forma exclusiva al efecto de mayores precios, ya que las cantidades exportadas no tuvieron un incremento equivalente al de los precios. El volumen de exportación de minerales por ejemplo, solo creció en 25.5 por ciento entre 2004 y 2007, mientras que el de exportaciones no tradicionales lo hizo en 4.6 por ciento. Las exportaciones de hidrocarburos tampoco exhibieron tasas significativas durante este periodo, habiendo aumentado el volumen de exportaciones de este sector en solamente 23.6 por ciento.

Las remesas del exterior por su parte, se incrementaron de US\$ 168 en 2004 a US\$ 870 millones en 2007. Hasta junio de 2008 ésta llegan a US\$ 442 millones.

Como resultado, los ingresos externos, por concepto de exportaciones y remesas, se incrementaron en US\$ 3,200 millones por año del 2004 al 2007. El espectacular incremento en los ingresos externos se tradujo en una reversión de los déficit crónicos fiscal y externos que históricamente había experimentado la economía boliviana. El balance en cuenta corriente de la balanza de pagos registró superávit

54 *Ibid.*, pp. 92-93.

Fundación Milenio

www.fundacion-milenio.org

fmilenio@entelnet.bo

Telf.: (591-2) 2312788

Fax: (591-2) 2392341

Casilla: 2498