



BOLETÍN INFORMATIVO

Nº 167 • año 15 • junio 2008

EDITORIAL

La crisis del mercado hipotecario subprime en Estados Unidos y su efecto en la economía boliviana

La crisis del mercado hipotecario de Estados Unidos se originó en los altos grados de incumplimiento en el pago de las hipotecas subprime o de alto riesgo que ocasionaron grandes pérdidas en productos crediticios estructurados a través de la titularización.

La crisis generó presiones en los balances de los bancos que conjuntamente la incertidumbre sobre el tamaño y la distribución de las pérdidas crediticias, presionaron sobre la liquidez de los bancos y originaron una de las mayores crisis de liquidez y aversión al riesgo de los últimos años. Esta situación obligó al Banco Central de Estados Unidos (Fed) y otros bancos centrales de los países industrializados a intervenir agresivamente para proveer liquidez y mantener la actividad normal de los mercados financieros internacionales.

La fuerte contracción del sector inmobiliario en los últimos dos años afectó la actividad de la economía estadounidense. La disminución de la inversión residencial como consecuencia de esta contracción redujo la tasa de crecimiento anual del PIB en más de 1% en la segunda mitad de 2007.

Además del impacto directo en la economía estadounidense a través de la contracción del sector de la construcción se espera que la crisis afecte el crecimiento de esta economía por el lado de la demanda del consumidor, que explica más de la mitad del PIB estadounidense.

La crisis tendría efectos sobre el consumidor provenientes del incremento en los niveles de desempleo especialmente en los sectores de la construcción por la crisis del mercado de viviendas y financiero por los reajustes de personal de los bancos destinados a mitigar sus pérdidas, reduciendo de esta manera la confianza del consumidor sobre la recuperación de la economía. Otro de los aspectos importantes en la contracción del consumo provendría de las restricciones crediticias para préstamos de consumo en el sector bancario debido a las nuevas exigencias de los bancos al momento de conceder un préstamo de consumo.

Los efectos de la desaceleración de la economía americana se pueden evidenciar en: i) la pronunciada disminución en los

precios de las viviendas y la consecuente caída en la construcción de las mismas; ii) la crisis del mercado hipotecario subprime que generó un incremento sustancial en los spreads crediticios disminuyendo considerablemente la liquidez y generando pérdidas a los bancos; y iii) una disminución en los préstamos de viviendas y refinanciamiento de hipotecas que podría causar fuertes disminuciones en el gasto del consumo.

Con respecto al efecto de la crisis del mercado hipotecario subprime en los países de Latinoamérica, éstos se encuentran mejor preparados que hace 10 o 15 años atrás, ya que cuentan con economías con mayores reservas internacionales y con menores niveles de endeudamiento.

En este sentido, se espera que el impacto de la crisis sobre los países de la región esté acotado, aunque existen algunos flujos de capital que podrían verse afectados.

Una desaceleración de la economía global como consecuencia de una disminución en la actividad económica de Estados Unidos y Europa podría afectar la demanda de productos exportados por los países latinoamericanos. Por otro lado, en algunos países más que en otros, afectaría de manera significativa la disminución de remesas de las familias que trabajan en el exterior. De acuerdo al FMI, la entrada de remesas hacia América Central representó casi el 10% del PIB en 2007.

Destaca que a diferencia de crisis anteriores, los precios de los commodities no se han visto afectados y han mantenido niveles altos, explicados principalmente por la constante demanda de India y China, lo cual podría contrarrestar un efecto negativo sobre el valor de las exportaciones de los commodities de los países de la región por la desaceleración de la economía mundial.

El impacto en la economía boliviana se enmarcaría en los efectos globales en la región, con una disminución en los flujos de ingresos provenientes de las exportaciones y de las remesas de las familias, ya que se mantiene un importante comercio con Estados Unidos y existe una comunidad boliviana trabajando en ese país, principalmente en los sectores de servicios y construcción.

INDICADORES ECONÓMICOS

	Abr. 07	Abr. 08		Abr. 07	Abr. 08
TIPO DE CAMBIO VENTA (Fin de Periodo)(Bs x 1 \$us)	7,99	7,40	INFLACIÓN (acumulada en el año)	2,32%	5,52%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS BCB (Mill. \$us)	3.733,76	6.513,25	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS ACTIVAS (M/E)(2)	8,26%	7,99%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS RESTO SISTEMA FINANCIERO (Mill. \$us)	1.033,49	790,34	TASAS DE INTERÉS NOMINALES A 180 DÍAS PASIVAS (M/E)(2)	3,30%	4,49%
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, CONSOLIDADAS (Mill. \$us)	4.767,24	7.303,58	TASAS DE REPORTOS BCB (M/N) (3)	5,25%	7,50%
EMISIÓN MONETARIA (SalDOS en Mill. Bs)	8.795,36	14.337,37	TASAS DE REPORTOS BCB (M/E) (3)	7,25%	7,75%
M ³ (Mill. Bs) (1)	42.738,87	55.623,70	TASA LIBOR (a 6 meses)	5,36%	2,99%

(1) Corresponde al sistema financiero; (2) Promedios mensuales ponderados por el monto efectivo de operaciones realizadas; (3) Tasa mesa.

ANÁLISIS

La crisis del mercado hipotecario subprime en Estados Unidos y su efecto en la economía boliviana

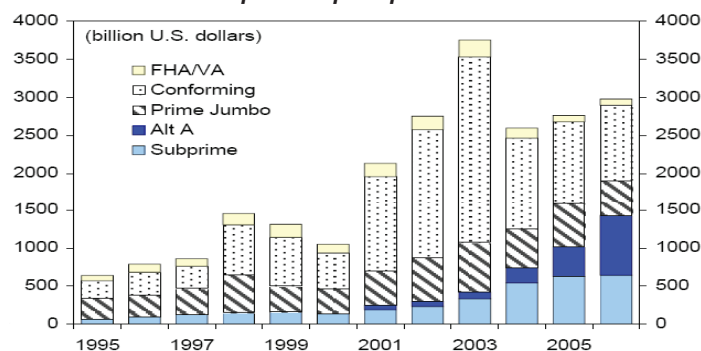
1. El mercado hipotecario de EE.UU. y la crisis subprime

El mercado hipotecario de Estados Unidos tuvo un crecimiento significativo en los últimos años, motivado principalmente por las facilidades crediticias generadas a partir de la reducción de las tasas de interés originada en la crisis de principios de la presente década.

Como se muestra en el Gráfico 1, el mercado hipotecario creció rápidamente en los últimos años, la mayoría de estas hipotecas son prime o de alta calidad¹.

Sin embargo, debido a la inflexibilidad de los requerimientos de los préstamos prime y a la alta demanda de las hipotecas, en los últimos tres años se observa un crecimiento de los productos más riesgosos como los préstamos Alt-A² y los subprime o de alto riesgo³.

GRÁFICO 1
Nuevas hipotecas por tipo de calificación

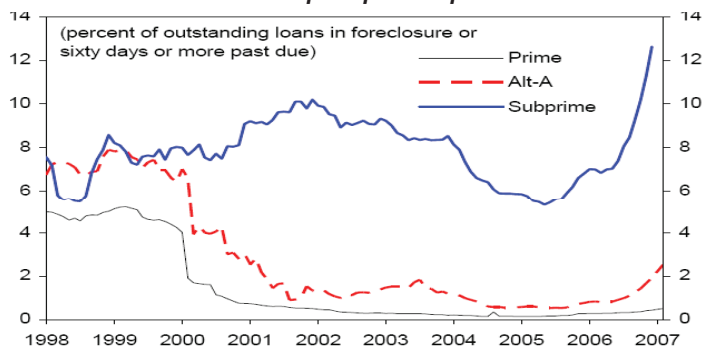


Source: Inside Mortgage Finance.

Con el crecimiento de este mercado también se incrementó su titularización⁴, por lo que los riesgos de incumplimiento se trasladaron de las instituciones de préstamo hacia los mercados de capitales.

La titularización de activos del mercado hipotecario subprime se mantuvo en constante crecimiento hasta 2006. A partir de ese año se observa un rápido deterioro de los préstamos hipotecarios, debido principalmente a la disminución de los precios de las viviendas, que ocasionó un importante incremento de los incumplimientos y moras en las hipotecas subprime pactadas desde el año 2006, como se observa en el siguiente gráfico:

GRÁFICO 2
Morosidad por tipo de hipoteca



Source: Citigroup.

Las hipotecas a tasa variable fueron las más afectadas ya que entre 2004 y 2006 la tasa de referencia del Banco Central de Estados Unidos de Norteamérica (Fed) se incrementó de 1% a 5.25% con el consiguiente aumento del costo de estas hipotecas.

De esta manera, los préstamos hipotecarios de alto riesgo (subprime) ocasionaron una crisis financiera. La combinación de precios de vivienda más bajos desde 2006 y tasas hipotecarias más altas, tuvieron como consecuencia el deterioro de la cartera y un aumento en la prima de riesgo para los títulos respaldados por esta clase de activos, como los Asset Backed Securities (ABS), Mortgage Backed Securities (MBS), Asset Backed Commercial Papers (ABCP). Ello, a su vez, generó altos niveles de desconfianza entre los participantes de los mercados de capital.

2. El impacto de la crisis subprime en los mercados financieros

Pese a que desde el año 2006 se empezaron a observar incumplimientos en los préstamos hipotecarios subprime, la crisis en el mercado de capitales se desencadenó en agosto de 2007. Hasta la fecha, se han producido dos réplicas adicionales de esta crisis, en los meses de octubre-noviembre de 2007 y febrero-marzo de 2008. Durante los meses de octubre-noviembre de 2007, entidades financieras como Merrill Lynch y Citigroup, para citar algunos casos comenzaron a reconocer importantes pérdidas asociadas a posiciones en instrumentos estructurados con respaldo hipotecario.

El impacto de la crisis subprime alcanzó a los mercados financieros en Europa y Asia. Las entidades financieras europeas más afectadas fueron UBS, HSBC y Royal Bank of Scotland y las asiáticas Mizuho Financial Group y Nomura Holdings. El amplio impacto en el sistema financiero internacional obligó a una acción concertada del Fed con los bancos centrales de las economías desarrolladas para proveer altos niveles de liquidez a sus mercados de capitales.

El Fed respondió a la crisis subprime iniciando la disminución de su tasa de interés de referencia en septiembre de 2007, luego de haberla mantenido estable desde junio de 2006. En el transcurso del tercer cuatrimestre de 2007 la tasa de interés disminuyó de 5,25% a 4,25%.

¹ Entre los préstamos de alta calidad se encuentran los Prime Jumbo, Conforming y aquellos garantizados por el Federal Housing Association y Veterans Affairs Department.

² Los préstamos llamados "Alt-A" están considerados en un nivel intermedio entre subprime y prime.

³ Son considerados subprime aquellos prestamistas con baja calificación de crédito, altos ratios de servicio de deuda respecto a sus ingresos y altos niveles de préstamo de la hipoteca respecto al valor de la vivienda.

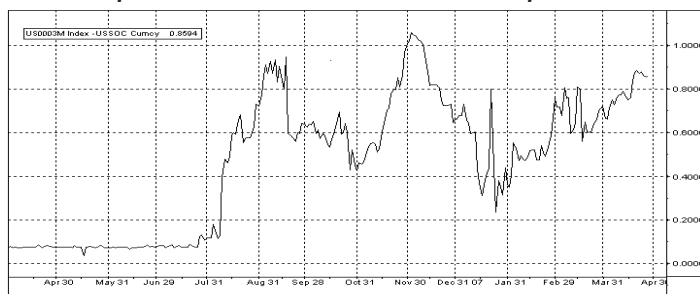
⁴ La titularización de estos préstamos crean las estructuras financieras conocidas como títulos con respaldo hipotecario y títulos con respaldo de activos (Mortgage y Asset Backed Securities - MBS y ABS).

En el mes de enero de 2008 el Fed aceleró su política de disminución de tasas de interés, de 4,25% a 3%, e incrementó su provisión de liquidez a través de préstamos directos a entidades financieras, tranquilizando a los mercados y provocando una contracción en los niveles de spreads respecto a los títulos emitidos por el Tesoro norteamericano. No obstante, durante febrero-marzo de 2008, los mercados vuelven a experimentar altos niveles de aversión al riesgo como respuesta a la crisis que atraviesan los aseguradores de instrumentos colateralizados y los potenciales efectos adversos sobre los balances de las entidades financieras con exposición a estos títulos.

La desconfianza en los mercados alcanzó niveles extremos a mediados de marzo de 2008, hasta el punto de comprometer la continuidad operativa de la reconocida firma de inversión Bear Stearns. Como respuesta, el Fed nuevamente disminuyó su tasa referencial, de 3% a 2,25%, y amplió su provisión de liquidez a instituciones financieras no depositarias, así como el universo de títulos aceptados como colateral en sus operaciones de inyección de liquidez. La determinación del Fed en la resolución de la crisis quedó evidenciada en su participación en la adquisición de Bear Stearns por JPMorgan.⁵

La disminución de 300 puntos básicos en la tasa referencial del Fed entre septiembre de 2007 y marzo de 2008 sumada a las medidas adicionales para proveer liquidez al sistema financiero, brindaron relativa tranquilidad a los mercados financieros. Sin embargo, aún queda por evaluar en el futuro inmediato la efectividad de tales medidas. Las tasas relevantes al sector privado estadounidense se redujeron en menor proporción debido a la persistencia de la desconfianza en el sistema financiero. El Gráfico 3 muestra los altos niveles de spread que las tasas LIBOR mantienen respecto a la evolución de la tasa referencial del Fed.

Gráfico 3
Spread 3m Tasa LIBOR vs. Tasa Fed Esperada⁶



Fuente: Bloomberg

4. El impacto de la crisis subprime en la economía estadounidense

Durante los últimos dos años, la actividad de la economía estadounidense fue afectada por la continua contracción del sector inmobiliario, que se intensificó a partir de la segunda mitad de 2007. Las ventas de viviendas y los precios disminuyeron significativamente, lo cual se tradujo en un menor ritmo de nuevas construcciones en respuesta a la débil demanda y a los elevados inventarios. La disminución de la inversión residencial redujo la tasa de crecimiento anual del PIB en más de 1% en la segunda mitad de 2007.

5 Inicialmente el Fed participó en la provisión de liquidez inmediata a Bear Stearns por un monto aproximado de 30 billones de dólares, favoreciendo de esta manera la adquisición definitiva de sus activos por JPMorgan.

6 La tasa Fed esperada para los próximos 3 meses se mide a través del Overnight Index Swap a 3 meses.

La venta de viviendas existentes cayó en 33% desde mediados de 2005 a principios de 2008 y la venta de viviendas nuevas lo hizo en 62%.

Gráfico 4
Venta de viviendas nuevas y Precio de viviendas (S&P Case Shiller)



Fuente: Bloomberg

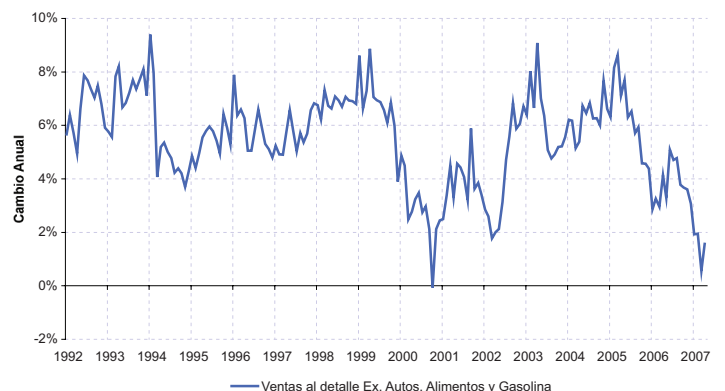
De esta manera el sector de viviendas se constituyó en la raíz de los siguientes problemas con efectos negativos en el crecimiento de la economía estadounidense:

i) La fuerte disminución en los precios de las viviendas y la consecuente caída en el sector de la construcción; ii) la crisis del mercado hipotecario subprime, con un importante incremento en los spreads crediticios y con efectos en la liquidez y en los resultados (pérdidas) de los bancos; y iii) una disminución en los préstamos de viviendas, refinanciamiento de hipotecas e incremento del desempleo con consecuencias en el gasto del consumidor.

Desde el año 2006 la demanda del consumidor se ha visto afectada por la desaceleración de la economía estadounidense y la crisis del mercado hipotecario de alto riesgo aceleró su disminución a partir de mediados de 2007. Este efecto podría repercutir de manera importante sobre el crecimiento de la economía debido a que el consumo explica aproximadamente el 60% del crecimiento de la economía estadounidense.

Como lo refleja el Gráfico 5, el indicador de ventas al detalle excluyendo autos, alimentos y gasolina (el más representativo del consumo) ha registrado una disminución anual que lo acerca a niveles similares a la recesión de principios de la década.

Gráfico 5
Ventas al detalle sin autos, alimentos y gasolina (1992-2008)



Fuente: U.S. Census Bureau

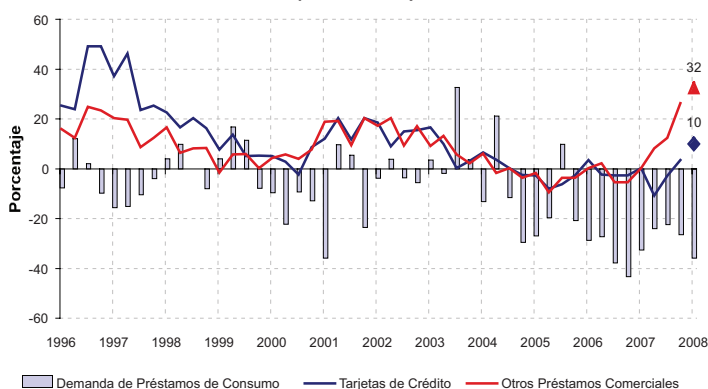
La contracción del consumo responde a los datos de desempleo y confianza del consumidor.

La contracción del empleo tiene un efecto directo en el comportamiento del consumidor y en sus expectativas. Desde mediados de 2007 el desempleo en la construcción y en el sector financiero (principales sectores ligados a la crisis en el mercado hipotecario de alto riesgo) han sido constantes y han generado un efecto contagio en el resto de la economía con datos negativos registrados desde inicios de 2008.

El desempleo de Estados Unidos se incrementó de 4,5% en el mes de mayo de 2007 a 5% en el mes de abril de 2008. Este creciente desempleo modificó las expectativas sobre la economía y disminuyó de manera significativa la confianza del consumidor que alcanzó los niveles de la recesión de principios de los años 90.

Otro de los aspectos importantes que podría afectar a la demanda del consumidor son las exigencias más estrictas para préstamos de consumo establecidas en el sector bancario como consecuencia de la crisis. Según el Fed, 32% de los bancos encuestados han incrementado sus exigencias para otorgar préstamos de consumo, lo que ha generado que la demanda de estos préstamos se contraiga en aproximadamente 40%.

Gráfico 6
Exigencias para préstamos de consumo: tarjetas de crédito y otros, y demanda de préstamos de consumo (1996-2008)



Fuente: Senior Loan Opinion Survey on Bank Lending Practices (Marzo 2008).

Con respecto al sector hipotecario, los datos son mucho más extremos. Las exigencias para préstamos prime y subprime se han incrementado en 53% y 72% de los bancos encuestados y su demanda ha disminuido en 60% y 72%.

5. Los efectos de la crisis subprime en Latinoamérica y Bolivia

Latinoamérica en su conjunto, se encuentra mejor preparada que antes para enfrentar una crisis en los mercados de capital mundiales o una recesión en las principales economías del mundo, debido principalmente a que son economías que actualmente cuentan con altos niveles de reservas internacionales y un menor nivel de endeudamiento externo.

Según el FMI⁷, las expectativas de crecimiento para Latinoamérica para 2008 se sitúan en 4,5%, sin embargo, este crecimiento podría ser menor dependiendo de la magnitud y efectos de la crisis. A nivel mundial se estima un crecimiento de 3,2% y de Estados Unidos de 1,6%.

⁷ Documento "Estudios económicos y financieros. Perspectivas económicas Las Américas". Abril 2008. FMI

La crisis hipotecaria subprime, el posible riesgo de recesión en la economía estadounidense, y sus efectos expansivos en las economías de Europa, podrían afectar a los países de Latinoamérica en una disminución de las exportaciones por debilidad en la demanda externa y en una reducción de los ingresos originados en las remesas provenientes de Estados Unidos y de Europa.

En el siguiente gráfico se puede observar un incremento significativo de las exportaciones de Latinoamérica entre los que se encuentra una importante participación de las destinadas a Estados Unidos que aproximadamente iguala a las de los países del resto del mundo.

Cuadro 1
Tasa de crecimiento del PIB (en porcentajes)

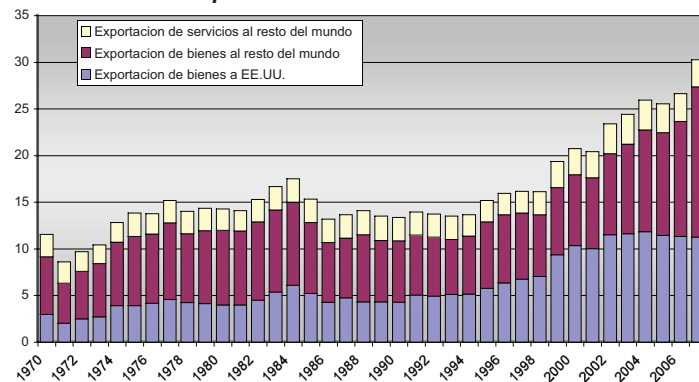
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mundo	1.7	2.7	4.0	3.3	3.9	3.8	3.2
USA	1.6	2.7	4.2	3.1	2.9	2.2	1.6
Latinoamérica	0.0	1.7	5.9	4.3	5.2	5.4	4.5

Fuente: LATINFOCUS Concensus Forecast, March 2008

En consecuencia, una disminución en la demanda de los países desarrollados junto con menores flujos de remesas, podrían tener efectos negativos sobre el crecimiento de los países de la región.

La disminución en remesas provendría principalmente de una caída en los ingresos de los inmigrantes que trabajan en el exterior debido al incremento en el desempleo especialmente en el sector de la construcción. De acuerdo con el FMI, muchos inmigrantes trabajan en el sector de la construcción en Estados Unidos, generando riesgos sobre todo para América Central, cuya entrada de remesas representó casi el 10% del PIB en 2007.

Gráfico 7
Exportaciones de Latinoamérica



Fuente: FMI, WEO 2008

Adicionalmente, si la crisis y la desaceleración de crecimiento a nivel mundial afectan los precios de las materias primas⁸, se podrían esperar efectos de disminución en el valor de las exportaciones y en algunos países disminución en los ingresos fiscales. Especialmente en el caso de Bolivia los ingresos fiscales son muy dependientes de los impuestos provenientes de las exportaciones de gas.

El impacto en la economía boliviana provendría de una disminución en los flujos de ingresos por exportaciones y por las remesas del exterior. Es importante mencionar que actualmente la economía boliviana se encuentra mejor preparada para enfrentar crisis externas por su alto nivel de reservas internacionales, bajo nivel de endeudamiento externo y superávit fiscal.

⁸ En los últimos años los precios de las materias primas se han mantenido en niveles récord debido principalmente a la demanda de la China e India. A diferencia de otros periodos los precios de las materias primas no se han visto afectados por la crisis ni por el riesgo de recesión en Estados Unidos.