

PARTE II

# ECONOMÍA MUNDIAL



# 1

## ECONOMÍA MUNDIAL

### 1.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL

La economía mundial moderó su crecimiento a partir de la segunda mitad de 2007 debido a los efectos de la crisis del mercado inmobiliario estadounidense y a la respuesta de los bancos centrales para atenuar las presiones inflacionarias observadas en la mayoría de los países del mundo. El producto mundial creció 4,9% (Cuadro 2.1) debido a la desaceleración en el crecimiento de las economías avanzadas (2,7%) compensada por la expansión de las economías emergentes y en desarrollo (7,9%).

La economía de Estados Unidos creció 2,2% impulsada por las exportaciones netas y una leve expansión del gasto público. Sin embargo, este impulso no fue suficiente para contrarrestar el menor crecimiento de la demanda interna debido a la contracción de la inversión residencial y el menor crecimiento del consumo privado como resultado de la crisis en el mercado hipotecario *subprime*. Asimismo, el menor dinamismo de las ganancias corporativas llevó a que las empresas incrementaran sus obligaciones con terceros para financiar sus inversiones, exponiendo en perspectiva su calidad

crediticia por el endurecimiento de las condiciones financieras.

En la Zona del Euro, la fortaleza de sus fundamentos económicos permitió mantener un crecimiento económico moderado en torno a 2,6%, aunque con una desaceleración en el último trimestre por el desempeño económico de Alemania y Francia. Los gastos de consumo privado, inversión fija y exportaciones netas disminuyeron su crecimiento como efecto del incremento sostenido en las tasas de interés, la apreciación real del euro y el deterioro de la confianza empresarial y del consumidor, exacerbados por la crisis financiera internacional. Por su parte, la actividad económica en Japón también fue afectada a la baja, explicada por una menor confianza de los consumidores y empresarios.

En contraposición, las economías emergentes y en desarrollo crecieron a un ritmo apreciable. Este desempeño fue liderado por China e India. En el primer caso, destacó el crecimiento sostenido del índice de producción industrial debido a las altas tasas de crecimiento de la inversión fija y del consumo interno, así como a una continua expansión de sus exportaciones.

CUADRO 2.1

**CRECIMIENTO ECONÓMICO EN PAÍSES SELECCIONADOS**

(Variación porcentual anual)

	2005	2006	2007
<b>Producto mundial</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
Estados Unidos	3,1	2,9	2,2
Zona del Euro	1,6	2,8	2,6
Japón	1,9	2,4	2,1
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>7,9</b>
<b>Asia (economías en desarrollo)</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>9,7</b>
China	10,4	11,1	11,4
India	9,1	9,7	9,2
<b>América Latina</b>	<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>
Argentina	9,2	8,5	8,7
Brasil	3,2	3,8	5,4
Chile	5,7	4,0	5,0
Colombia	4,7	6,8	7,0
Perú	6,7	7,6	9,0
Venezuela	10,3	10,3	8,4

FUENTE: FMI, *World Economic Outlook* (Abril 2008).  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

**1.2 ACTIVIDAD ECONÓMICA EN AMÉRICA LATINA**

El buen desempeño de las economías de América Latina estuvo vinculado tanto a la evolución de la economía mundial, que explica los elevados precios de los productos básicos, como a la creciente demanda interna privada (apoyada en una expansión del crédito) y pública (respaldada en buena medida por mayores recaudaciones tributarias).

Los países que mostraron mayores tasas de crecimiento en 2007 fueron Perú, Argentina y Venezuela. Destacó también el desempeño de Brasil, que estuvo vinculado a un fuerte crecimiento de la inversión y consumo privados en un contexto de tasas de interés decrecientes. Así también, resaltaron las expansiones de Chile y Colombia, basadas en un crecimiento de la demanda interna aunque con efectos relativamente adversos sobre sus resultados en cuenta corriente.

**1.3 INFLACIÓN INTERNACIONAL**

En el año 2007 repuntó la inflación en la mayoría de las economías del mundo (avanzadas, emergentes y en desarrollo), principalmente debido a la presión que ejercieron los precios del petróleo y de los alimentos (ver recuadro 2A). En el caso de los combustibles, los precios respondieron a la demanda mundial en un contexto de producción con restricciones de oferta e incertidumbre en su provisión debido a problemas geopolíticos. Respecto a los alimentos, los precios experimentaron sustanciales incrementos a causa de factores climáticos adversos, a los que se sumó la producción creciente de biocombustibles.

Estos dos fenómenos incidieron sobre los costos de producción de alimentos elaborados y de servicios básicos vinculados al uso intensivo de energéticos. Asimismo, la alta ponderación de los alimentos dentro de las canastas básicas de los países en desarrollo incidió directamente sobre la inflación.

CUADRO 2.2

**INFLACIÓN EN PAÍSES SELECCIONADOS**

(Porcentaje de variación a 12 meses del IPC)

	2005	2006	2007
<b>Mundo</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
Estados Unidos	3,4	2,5	4,1
Zona del Euro	2,2	1,9	3,1
Japón	-0,3	0,2	0,1
<b>Asia (sin Japón)</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>
<b>América Latina</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,7</b>
Argentina	12,3	9,8	8,5
Brasil	5,7	3,1	4,5
Chile	3,7	2,6	7,8
Colombia	4,9	4,5	5,7
Perú	1,5	1,1	3,9
Venezuela	12,6	14,6	18,3

FUENTE: *Latin Focus Consensus Forecast* (Febrero 2008)  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En Estados Unidos, los bienes y servicios cuyos precios ejercieron mayores presiones al alza fueron el transporte, alimentos, bebidas y medicamentos. Estas presiones se intensificaron en el último trimestre del año. Considerando que la inflación subyacente (que excluye los productos energéticos y alimentos) se mantuvo contenida en torno a 2,3%, la Reserva Federal decidió disminuir la tasa de interés de política monetaria para hacer frente a los efectos adversos sobre la actividad económica provenientes de la crisis del mercado hipotecario. Por su parte, la Zona del Euro, que también enfrentó presiones inflacionarias originadas en los productos energéticos y alimentos, después de incrementar sostenidamente su tasa de interés de política en la primera mitad de año, la mantuvo en su nivel más alto a pesar de las expectativas de moderación en su crecimiento económico.

En los países emergentes y en desarrollo, la inflación repuntó con mayor ímpetu. En China, la inflación se

aceleró y llegó a 6,5% como resultado, principalmente, de los mayores precios de los alimentos. En América Latina, la inflación subió respecto de años anteriores debido sobre todo a choques de oferta relacionados con el incremento de los precios internacionales de los alimentos y derivados del petróleo, y fenómenos naturales adversos. Incidieron también presiones por el lado de la demanda por el mayor dinamismo de la actividad económica.

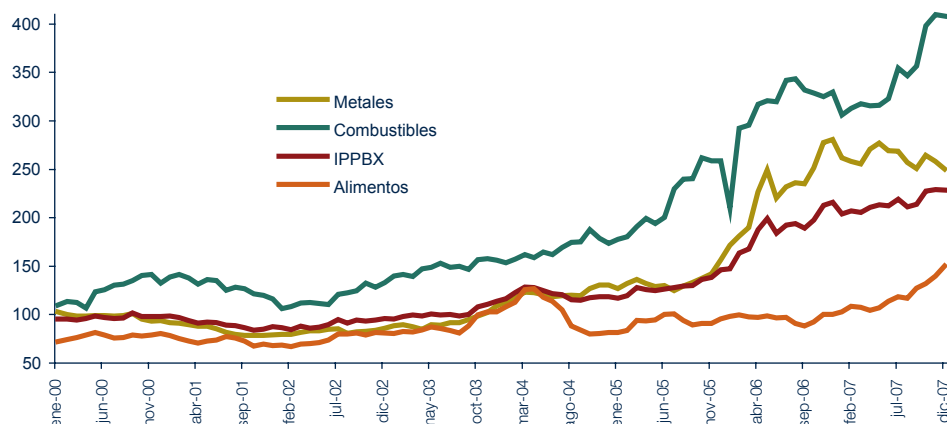
#### 1.4 PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Los precios de los productos básicos que exporta Bolivia, con excepción de los metales y minerales, registraron en 2007 niveles históricamente elevados debido a la demanda mundial y a restricciones de oferta. El índice de precios de productos básicos de exportación se incrementó en 6,1% (Gráfico 2.1).

GRÁFICO 2.1

## ÍNDICES DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS DE EXPORTACIÓN DE BOLIVIA (IPPBX)

(Índices, 1996 T4 = 100)



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

En el caso de los principales bienes de exportación bolivianos (productos agrícolas, petróleo y gas natural y minerales), los precios registraron aumentos importantes, excepto los de los minerales, que fluctuaron a lo largo del año.<sup>18</sup> Destacó el incremento de precios de los bienes agrícolas, en particular del grano de soya (74,1%), harina de soya (71,0%), aceite de soya (73,5%), algodón (16,1%) y café (6,6%). Estos incrementos estuvieron vinculados a factores climáticos adversos, que afectaron la oferta, y a la mayor demanda por la producción creciente de biocombustibles en Estados Unidos y Brasil a partir de la soya, la caña de azúcar, el maíz y el trigo, entre otros. Por otro lado, el azúcar recuperó sus precios en los últimos meses luego de una fuerte caída como resultado de un exceso de oferta durante gran parte del año.

Por su parte, el precio del petróleo repuntó nuevamente como resultado de una creciente demanda mundial centrada particularmente en China, India y Estados Unidos, que presionó sobre una oferta total relativamente constante. La mayor producción de los países no pertenecientes a la OPEP fue contrarrestada por una menor producción de los países que participan en este organismo. Se sumó la incertidumbre en el suministro

regular asociado a problemas geopolíticos en algunos países productores de petróleo. Este incremento repercutió en el precio de exportación de gas natural.

Los precios de los metales y minerales mostraron fuertes fluctuaciones y comportamientos diferenciados asociados con problemas de oferta y con los efectos de la crisis financiera internacional en los últimos meses. Los precios del zinc fluctuaron con tendencia a la baja debido a un incremento de la oferta de China, mientras que los del estaño aumentaron en 48,8% debido a la disminución de las exportaciones de Indonesia por el endurecimiento de las políticas de regulación en contra de las operaciones de minas ilegales.<sup>19</sup>

En el caso de la plata, su precio osciló fuertemente para repuntar finalmente en el cuarto trimestre, mientras que el del oro continuó con su tendencia alcista resultado de una creciente demanda internacional y un efecto refugio por la debilidad del dólar y la incertidumbre del mercado financiero internacional. En conjunto, el índice de precios de exportación de metales y minerales de Bolivia disminuyó 11% entre fines de 2006 y 2007.

<sup>18</sup> Se debe mencionar que en esta sección, las variaciones de precios resultan de la comparación de los promedios de los meses de diciembre 2007 y diciembre 2006. En cambio, en la Parte III se comparan los promedios efectivos anuales de los años 2007 y 2006.

<sup>19</sup> FMI, *World Economic Outlook* (Octubre 2007) y CEPAL, Balance Preliminar de las Economías de América Latina y El Caribe, 2007 (Diciembre 2007).

## 1.5 MERCADOS FINANCIEROS Y FLUJOS DE CAPITALES

Durante 2007 continuó la depreciación del dólar respecto de las principales monedas de las economías avanzadas y de la mayoría de las monedas de los países emergentes y en desarrollo. Esto fue resultado de una expectativa de crecimiento moderado para Estados Unidos, un mejor desempeño económico esperado para la Zona del Euro y Japón, así como de un gradual estrechamiento del diferencial entre las tasas de interés de Estados Unidos y las de la Zona del Euro y otros países. Todo esto agudizado por la crisis del mercado hipotecario *subprime* de Estados Unidos (ver recuadro 2B). También influyó en esta tendencia la presencia sostenida

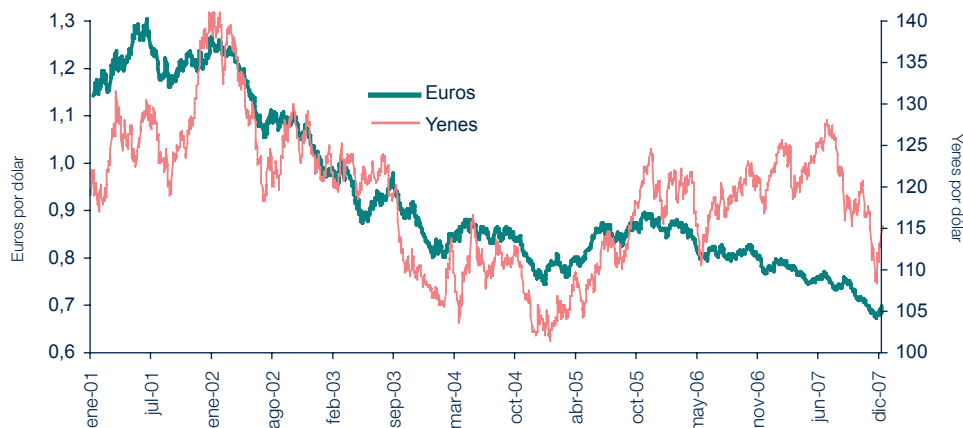
de desbalances globales en el comercio internacional entre Estados Unidos (déficit) y el resto del mundo (superávit), que comenzó a presionar a una depreciación del dólar a partir de 2006. De esta forma, el dólar se depreció 10,5% respecto del euro, 6,0% respecto del yen y 6,4% respecto del renminbi, que continuó con una apreciación controlada (Gráfico 2.2).

Las compras netas de bonos y acciones corporativas estadounidenses por parte de no residentes, sumadas a la repatriación de utilidades de filiales extranjeras (en magnitudes totales casi similares a las de 2006, aunque más volátiles), no fueron suficientes para contener la caída del dólar (Cuadro 2.3).

GRÁFICO 2.2

### COTIZACIONES DEL EURO Y DEL YEN RESPECTO DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

(Unidades monetarias por dólar)



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

CUADRO 2.3

FLUJOS DE FONDOS EN TÍTULOS Y GANANCIAS CORPORATIVAS A/DE LOS ESTADOS UNIDOS

(En miles de millones de dólares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2007 <sup>3/</sup>			
						T1	T2	T3	T4
<b>Bonos corporativos</b>									
Compras netas de activos externos por residentes estadounidenses	29	62	55	151	142	175	167	173	53
Compras netas de activos de EE.UU. por no residentes	221	260	329	439	301	461	481	2	262
<b>Acciones (excluye participaciones en fondos mutuos)</b>									
Compras netas de activos externos por residentes estadounidenses (incluye ADRs <sup>1/</sup> )	118	85	143	139	110	174	162	143	-38
Compras netas de activos de EE.UU. por no residentes	5	25	57	120	182	143	389	-89	285
<b>Participaciones en fondos mutuos <sup>2/</sup></b>									
Participaciones de no residentes	26	33	32	25	15	24	22	8	8
<b>Ganancias corporativas</b>									
Ganancias corporativas estadounidenses después de impuestos	665	897	1.187	1.352	1.407	1.363	1.441	1.410	1.412
Dividendos netos	425	540	601	699	795	759	784	808	829
d/c Dividendos netos recibidos del resto del mundo	32	48	256	76	135	109	123	165	145

FUENTE:  
ELABORACIÓN:  
NOTAS:

Reserva Federal de Estados Unidos  
BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>1/</sup> Incluye *American Depositary Receipts* o ADRs (Certificado de Depósito Americano representativo de acciones de corporaciones extranjeras que pueden negociarse en el mercado de valores de Estados Unidos)

<sup>2/</sup> Participaciones en compañías de inversión abiertas y cerradas. Excluye participaciones en fondos mutuos del mercado monetario, fondos de transacciones de divisas y otros

<sup>3/</sup> Los datos trimestrales de 2007 están anualizados

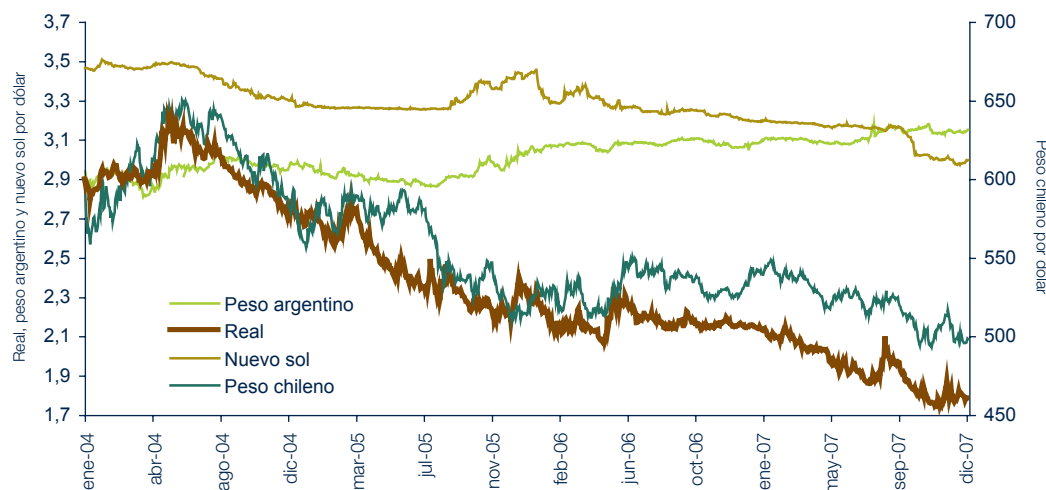
En la región, las monedas latinoamericanas se apreciaron considerablemente frente al dólar (excepto Argentina, México y Venezuela) como resultado de la solidez del desempeño macroeconómico y la ganancia significativa de reservas internacionales asociada a la fortaleza del sector exportador (ver recuadro 2C). De igual forma, incidieron los incrementos en las tasas

de interés de política que adoptaron la mayoría de los bancos centrales de la región como respuesta a las presiones inflacionarias internas. Los regímenes cambiarios flexibles y regímenes de metas explícitas de inflación adoptados por varios países en los últimos años constituyeron el marco institucional para el ajuste de los tipos de cambio (Gráfico 2.3).

GRÁFICO 2.3

COTIZACIONES DE LAS MONEDAS DE BRASIL, ARGENTINA, CHILE Y PERÚ

(Unidades monetarias por dólar)



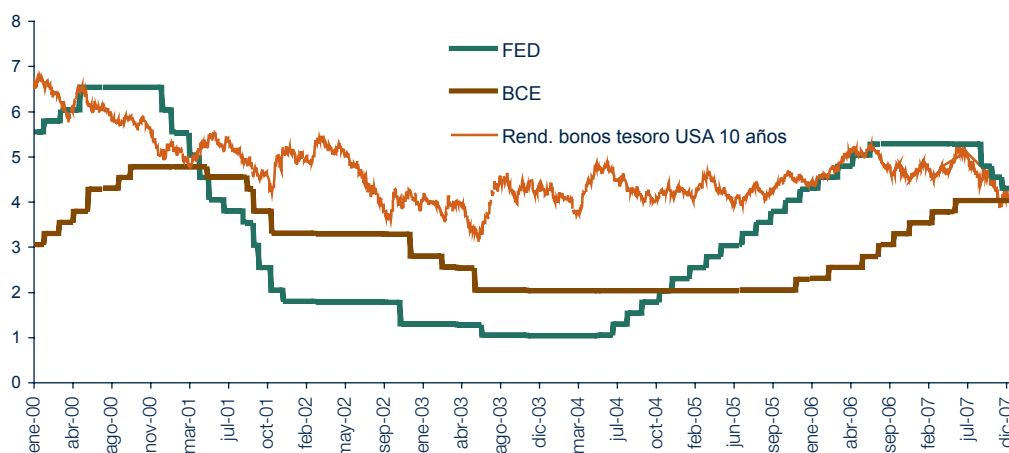
FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Con relación a los mercados monetarios, durante la mayor parte de 2007 los bancos centrales actuaron prudentemente moderando las presiones inflacionarias. En principio, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) mantuvo su tasa de interés de política invariable en 5,25%, el nivel más alto en los últimos seis años. El Banco Central Europeo (BCE) continuó con su proceso de ajuste gradual al alza observado en 2006, hasta alcanzar el nivel más alto de 4,0% (Gráfico 2.4).

Sin embargo, a partir del mes de agosto, cuando se sintieron los efectos de la crisis del mercado hipotecario *subprime* estadounidense, la FED y el BCE respondieron inicialmente con fuertes inyecciones de liquidez para evitar efectos adversos serios sobre la actividad económica, en un contexto en el que las presiones inflacionarias estaban relativamente controladas. La tasa de interés de política de la FED disminuyó en 100 puntos básicos (pb) en los últimos tres meses del año, mientras que la del BCE se mantuvo sin variación en 4,0%.

**GRÁFICO 2.4**  
**TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA DE LA FED Y EL BCE**

(En porcentajes)



FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

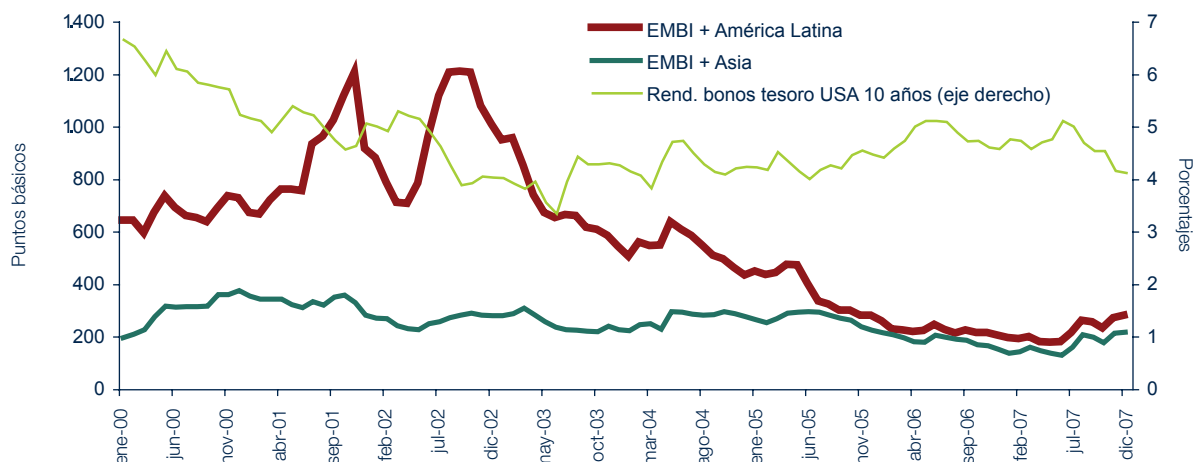
Con relación al mercado de deuda de economías emergentes, la percepción de riesgo, medida por el Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI+) elaborado por JPMorgan, disminuyó hasta el mes de agosto, cuando empezó a repuntar gradualmente como reflejo del cambio de expectativas sobre el comportamiento

esperado de los mercados financieros. En diciembre de 2007, el índice mostró un nivel de 270 puntos básicos (mayor en 77 puntos al de 2006), con incrementos importantes en los índices de deuda de Argentina y Venezuela (Gráfico 2.5).



**GRÁFICO 2.5**  
**PERCEPCIÓN DE RIESGO EN LATINOAMÉRICA**

(Puntos básicos y porcentajes)



FUENTE: Banco Central de Chile  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

Por su parte, los mercados de acciones mostraron una fuerte volatilidad durante gran parte de 2007. Ésta se explicó en inicio por las expectativas de un repunte de la inflación asociado con el incremento de los precios de los combustibles, que se esperaba que afecten a las ganancias corporativas. Posteriormente, en la segunda mitad del año se debieron a la profundización de la crisis financiera internacional y a las expectativas

de menor crecimiento mundial. Las bolsas de valores en las economías avanzadas finalizaron el año con una rentabilidad moderada, mientras que sus similares latinoamericanas lo hicieron con un mejor desempeño debido a una importante entrada de capitales, atraída por el incremento en los diferenciales de tasas de interés con relación a las economías avanzadas y las expectativas de apreciación cambiaria (Cuadro 2.4).

**CUADRO 2.4**

**COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS DE VALORES**

(Índices convertidos a dólares estadounidenses)

Indicador	30-dic-05	29-dic-06	31-dic-07	Variación %	
				2006-2005	2007-2006
DOW JONES (EE.UU.)	10.717,5	12.498,6	13.264,8	16,6	6,1
NASDAQ (EE.UU.)	2.205,3	2.420,0	2.652,3	9,7	9,6
S&P 500 (EE.UU.)	1.254,0	1.422,4	1.468,4	13,4	3,2
BOVESPA (BRASIL)	14.325,0	20.823,9	35.911,2	45,4	72,5
MERVAL (ARGENTINA)	509,3	682,9	684,2	34,1	0,2
MEXSE (MÉXICO)	1.674,0	2.443,0	2.705,3	45,9	10,7
IPSA (CHILE)	38,4	50,5	60,8	31,5	20,4
FTSEUROFIRST 300 (EUROPA)	1.511,3	1.957,9	2.197,1	29,6	12,2
BOLSA DE TOKIO (JAPÓN)	136,8	144,7	135,0	5,8	-6,7

FUENTE: Bloomberg  
ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica

## 1.6 PERSPECTIVAS PARA 2008

Se prevé que en 2008 existirá un escenario internacional con mayor incertidumbre debido a la profundización de la crisis financiera internacional y sus efectos adversos sobre el sector real. Las expectativas están marcadas por una moderación del crecimiento económico en todas las regiones del mundo ante una contracción de los gastos de consumo e inversión privados. Esta caída podrá responder al deterioro del ingreso de las familias, la contracción del crédito, el incremento en el costo del financiamiento, la moderación en el crecimiento de las ganancias empresariales y la mayor volatilidad de los mercados financieros. De este modo, se prevé que las economías avanzadas moderarán aún más su crecimiento, mientras que las economías emergentes del Asia y las economías en desarrollo, como las de América Latina, lo harán sólo gradualmente debido a la fortaleza de sus fundamentos.

Por otra parte, si bien el menor nivel de actividad económica esperada y las menores presiones sobre la capacidad de producción y sobre los costos salariales ayudarán a contener las expectativas inflacionarias, se prevé la presencia de presiones inflacionarias externas

dada la tendencia al alza de los precios de los combustibles y alimentos.

En cuanto a los mercados cambiarios, existe incertidumbre respecto a la evolución del dólar. El desempeño desfavorable previsto de la economía estadounidense en 2008 hace prever que la depreciación del dólar continuará en el corto plazo, pero se espera una recuperación para 2009 como resultado de las políticas monetaria y fiscal expansivas implementadas para la reactivación de la economía norteamericana. La recuperación del dólar también se apoyará en la esperada disminución de la tasa de interés de política monetaria de la Zona del Euro como efecto de la moderación prevista de su crecimiento económico.

Con relación a los precios de los productos básicos, se prevé que los del petróleo tiendan a aumentar por la incertidumbre en su suministro por parte de los países productores, a pesar de la moderación esperada de la actividad económica. Por su parte, los precios de los alimentos mantendrán los niveles observados, pues no están directamente relacionados con el ciclo económico. Los precios de metales y minerales podrían aumentar aunque manteniendo una alta volatilidad.

## RECUADRO 2A

### LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE ALIMENTOS Y COMBUSTIBLES

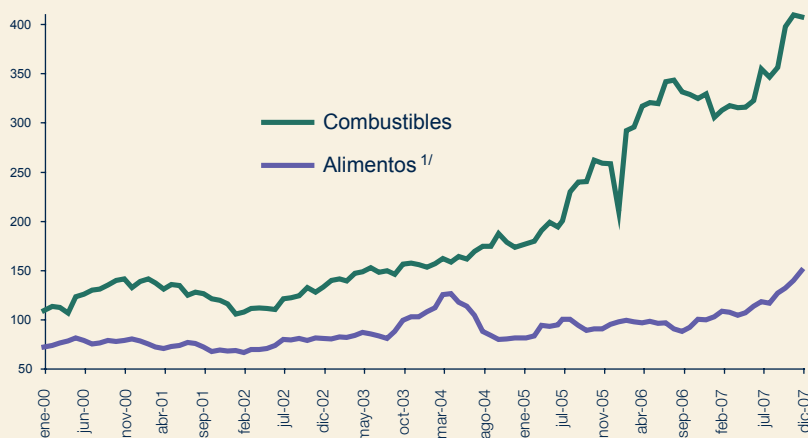
En 2007, los precios internacionales de las materias primas mantuvieron una tendencia creciente,

sobre todo los de los alimentos y combustibles, particularmente el petróleo.

GRÁFICO 1

#### ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS Y COMBUSTIBLES<sup>1/</sup>

(Índice, 1996-T4 = 100)



Fuente: Bloomberg - INE  
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica  
<sup>1/</sup> En el caso de alimentos el Índice fue calculado con base en las cotizaciones internacionales de los principales alimentos exportados por Bolivia

En el caso de los alimentos, factores tanto de oferta como de demanda determinaron el aumento en sus precios. En lo que respecta a la oferta, destacó el alza de los costos de producción asociados a mayores precios de la energía y restricciones climáticas presentes en las zonas productoras, tales como el clima seco en el medio oeste de Estados Unidos, Europa Oriental y Australia, y el exceso de lluvias en Europa Occidental.

Por su parte, los factores de demanda se centran en la creciente necesidad de la industria de biocombustibles, que provocó un incremento significativo en los precios del maíz, soya y azúcar. También influyó la creciente demanda mundial, particularmente de China. Por estos motivos, los precios de los alimentos aumentaron en 52%<sup>1</sup> (Cuadro 1).

CUADRO 1

#### PRECIOS DE ALIMENTOS

ALIMENTOS	Dic. 06	Dic. 07	Variación (%) 06-07
Trigo (\$us/Bushel)	4,5	8,1	78,1%
Soya (\$us/TM)	251,1	440,5	75,4%
Harina de soya (\$us/TM)	211,5	365,3	72,7%
Aceite de soya (\$us/TM)	645,2	1077,1	67,0%
Azúcar (\$us/TM)	320,0	325,5	1,7%

Fuente: Bloomberg  
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

<sup>1</sup> Variación del índice mensual de precios de alimentos.

El incremento en los precios de los principales alimentos básicos generó en muchos países presiones en la inflación directamente proporcionales con la importancia de los alimentos en la canasta de consumo.

Se prevé que los precios de bienes agrícolas continúen altos durante los próximos años debido a la vigorosa producción de biocombustibles y la mayor demanda por parte de economías emergentes.<sup>2</sup>

En el caso de los combustibles, las mayores cotizaciones fueron influidas por varios factores. Por una parte, se observó un crecimiento sólido de la demanda por parte de China, India y Estados Uni-

dos. Por otra, hubo condiciones restrictivas en la oferta asociadas con el resurgimiento de riesgos geopolíticos y la contracción de la producción por parte de los países de la OPEP.<sup>3</sup> Finalmente, se hizo evidente el impacto de la temporada de huracanes en el Océano Atlántico, y una disminución en el nivel de inventarios de crudo. Se puede añadir que los precios repuntaron a pesar de las preocupaciones latentes sobre la posibilidad de un menor crecimiento de la economía mundial.

El precio del petróleo WTI<sup>4</sup> (Texas) alcanzó un máximo histórico a mediados de noviembre (\$us98,88 el barril), con un incremento de 57%. Por su parte, el del petróleo Brent aumentó en 56% y el del gas natural en 17% (Cuadro 2).

**CUADRO 2**

**PRECIOS DE COMBUSTIBLES**

<b>COMBUSTIBLES</b>	<b>Dic. 06</b>	<b>Dic. 07</b>	<b>Variación (%)</b>
			<b>06-07</b>
Petróleo WTI (\$us/barril)	61,1	96,0	57,2%
Petróleo Brent (\$us/barril)	60,1	93,9	56,1%
Gas natural (\$us/MPC) *	4,6	5,3	17,0%

FUENTE: *Bloomberg* - INE  
 ELABORACIÓN: BCB - Asesoría de Política Económica  
 NOTA: (\*) Corresponde al del contrato entre Brasil y Bolivia  
 MPC: Millones de pies cúbicos

Los precios del petróleo continuarán elevados puesto que una reducción significativa se produciría sólo si la OPEP modificara sus políticas

sobre cuotas o se produce una desaceleración marcada de la economía mundial.<sup>5</sup>

<sup>2</sup> Véase FMI, *Perspectivas económicas: Las Américas*, noviembre 2007 y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre 2007.

<sup>3</sup> Se debe destacar que los países que no pertenecen a la OPEP incrementaron su producción, sin embargo este aumento no fue suficiente para reducir las presiones sobre el precio de este energético.

<sup>4</sup> WTI- *Western Texas Intermediate*.

<sup>5</sup> FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, octubre 2007.

## RECUADRO 2B

### LA CRISIS DEL MERCADO HIPOTECARIO *SUBPRIME* ESTADOUNIDENSE Y SUS REPERCUSIONES SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL

En agosto de 2007 se desató una crisis financiera muy compleja en el mercado hipotecario de los Estados Unidos que tuvo una repercusión seria sobre el sistema financiero global y agudizó la incertidumbre respecto de la marcha de la economía mundial.

#### Antecedentes y características del mercado hipotecario *subprime*

El mercado hipotecario de vivienda estadounidense recobró ímpetu desde comienzos de los años 40 con la participación de instituciones financieras estatales como *Fannie Mae* (1938), *Ginnie Mae* (1968) y *Freddie Mac* (1970), las que otorgaron importantes financiamientos a través de la compra de hipotecas de bajo riesgo. Al comienzo las mantuvieron en sus carteras, pero luego las titularizaron transformándolas en activos financieros con la garantía de las hipotecas. El éxito de esta innovación motivó una creciente participación de instituciones financieras privadas en la

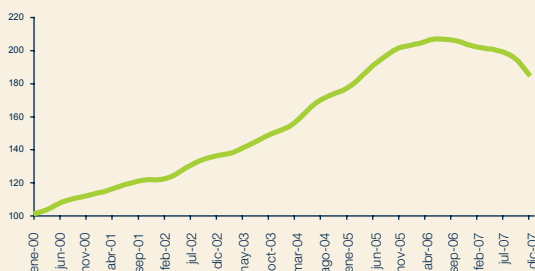
emisión de títulos respaldados por hipotecas, con la diferencia de que, en un contexto de relajación de la disciplina crediticia, se originaron y titularizaron hipotecas de riesgo intermedio y alto.<sup>1</sup>

El mercado de crédito hipotecario *subprime* estadounidense es un mercado de alto riesgo crediticio debido a que los prestatarios exponen una baja capacidad de pago (alta proporción de la cuota pagadera respecto del total de ingresos) y/o no cuentan con información confiable y verificable sobre su actividad económica y/o tienen un mal historial crediticio. Este mercado permitió el acceso a la vivienda a cambio de pagar tasas de interés comparativamente más altas. El auge del mercado inmobiliario de principios de la década actual se reflejó en crecientes índices de precios de las viviendas (Gráfico 1) y en el aumento en la venta de viviendas nuevas y existentes (Gráfico 2). Este proceso fue acompañado por una alta liquidez de la economía y bajas tasas de interés vigentes.

GRÁFICO 1

#### ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDAS EN ESTADOS UNIDOS

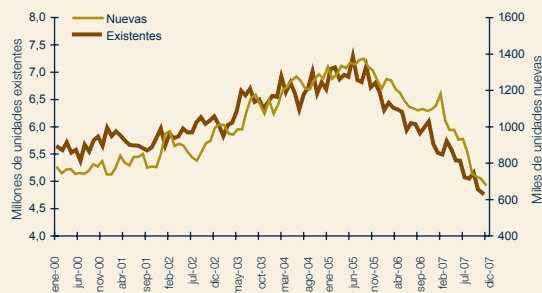
(Enero 2001=100)



Fuente: Bloomberg  
Elaboración: BCB - Asesoría de Política Económica

GRÁFICO 2

#### VENTA DE VIVIENDAS EN ESTADOS UNIDOS



<sup>1</sup> Véase FMI, Finanzas y Desarrollo, "Los tentáculos de la crisis hipotecaria", diciembre 2007.

Los títulos financieros respaldados por hipotecas de alto riesgo, fueron comprados por bancos de inversión que a su vez los transformaron en activos financieros denominados obligaciones de deuda garantizadas cuyo atractivo se basó en la división del riesgo en diferentes tramos: con grado inversor, con grado especulativo y sin calificación de riesgo (con pagos subordinados al cumplimiento inicial de los otros tramos). Por otra parte, los tramos de grado inversor respaldaron la emisión de papeles comerciales de empresas solventes instrumentados por instituciones especializadas dependientes de los bancos. Todos estos nuevos títulos fueron adquiridos por *hedge funds*, otros bancos de inversión, bancos comerciales, compañías de seguros y otros inversionistas, y de esta manera se desarrolló un importante mercado secundario de hipotecas.

Dos características básicas de estos mercados que los hacen muy inestables son: i) que las obligaciones de deuda garantizada se transan en mercados extrabursátiles poco transparentes e ilíquidos<sup>2</sup> y ii) que los principales participantes (*hedge funds*) operan con elevados grados de apalancamiento, es decir, con una alta proporción de préstamos con los cuales conforman y administran su cartera.<sup>3</sup>

### Desarrollo de la crisis

El aumento gradual de las tasas de interés en la economía norteamericana desde mediados de 2004, acentuó la crisis del mercado inmobiliario uno a dos años después, cuando se observó una disminución en las ventas y en los precios de las viviendas, además de una caída de la inversión residencial. En el mercado hipotecario *subprime* ello se reflejó en crecientes índices de morosidad que finalmente en agosto de 2007 llevaron a los

inversionistas a revalorizar el riesgo, lo que desencadenó serios efectos dada la poca transparencia de los mercados, su escasa regulación y supervisión y el elevado grado de apalancamiento de sus principales participantes.

Los mercados de activos financieros vinculados a las hipotecas *subprime* afrontaron fuertes presiones por parte de los inversionistas por deshacerse de dichos activos y “huir hacia la calidad”: Los *hedge funds* encontraron dificultades para valorar su cartera dado que los precios referenciales desaparecieron ante una reducción de las transacciones por la incertidumbre respecto de las posiciones de los diferentes inversionistas. Debido a esto buscaron más financiamiento para cubrir sus deudas y liquidaron paralelamente otros activos de su cartera.<sup>4</sup> Los bancos de inversión que respaldaron las emisiones de papeles comerciales también se vieron en la necesidad de conseguir fondos para hacer frente a la liquidación de dichos papeles comerciales, afectados por un efecto contagio; los originadores de hipotecas de alto riesgo ya no encontraron compradores y tuvieron que suspender o reducir los préstamos para la vivienda.

Los mercados monetarios en Estados Unidos, Europa y otras plazas fueron sensiblemente afectados. La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y el Banco Central Europeo (BCE) respondieron inicialmente con fuertes inyecciones de liquidez en un intento por calmar al mercado monetario y evitar una liquidación de activos por parte de los inversionistas que pudiera derivar en una crisis de solvencia. Adicionalmente, la FED disminuyó la tasa de interés de política en 100 puntos porcentuales (pp) ante una creciente evidencia de que la crisis afectaría el sector real de la economía estadounidense.

<sup>2</sup> La formación de precios de los activos negociados no son transparentes ni representativos de precios de mercado pues normalmente las negociaciones se realizan entre el operador y el cliente. Asimismo, no se regulan ni supervisan las posiciones de los inversionistas. Tampoco existen creadores de mercado institucionalizados que garanticen la liquidez del mercado (Véase FMI, diciembre 2007, op. cit.).

<sup>3</sup> Que al mismo tiempo implica una alta concentración de riesgos.

<sup>4</sup> Incluyendo las exigencias del mercado por mantener depósitos de garantía asociados a sus posiciones.

Considerando el impacto de la crisis inmobiliaria en el consumo de los hogares a través del efecto riqueza negativo, proveniente de la caída en los precios de las viviendas (especialmente en las ciudades), se estima que una caída de 5% en los valores de las propiedades tendría el potencial de disminuir en alrededor de 0,6pp el crecimiento del consumo y 0,5pp el crecimiento del producto.<sup>5</sup> Además, la materialización del efecto riqueza sobre el consumo podría actuar con un rezago de

entre uno y dos años.<sup>6</sup> Tomando en cuenta todos los efectos, la crisis del mercado inmobiliario implicó que la economía norteamericana creciera en 2007 un punto porcentual por debajo de su crecimiento potencial que, dada su participación en el producto mundial y sin tener en cuenta la transmisión de la crisis a través de los canales comerciales y financieros, representa aproximadamente 0,2pp de disminución del crecimiento global.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Bostic, Gabriel y Painter (2005), *Housing Wealth, Financial Wealth and Consumption: new evidence from microdata*.

<sup>6</sup> Para un análisis de los efectos de la crisis del mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, véase M. Feldstein, "Housing, credit markets and the business cycle", *Working Paper*, N° 13471, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER), octubre de 2007.

<sup>7</sup> Medido a partir de la Paridad del Poder de Compra (PPP).

## RECUADRO 2C

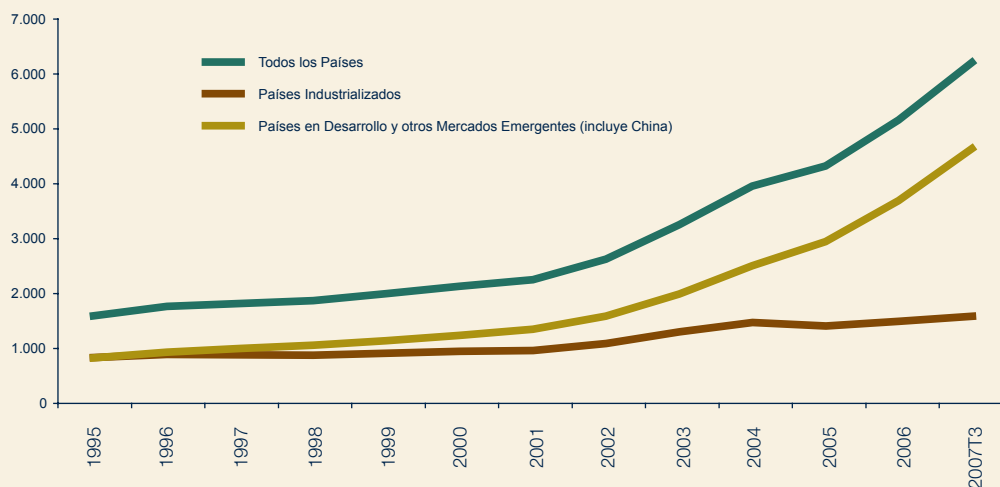
### EL INCREMENTO DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES EN EL MUNDO

Las reservas internacionales a escala mundial experimentaron un incremento importante durante los últimos años. La tasa de crecimiento promedio anual entre 1995 y 2001 fue de 6%, mientras

que el crecimiento para el período 2005 a 2007 fue de 17%. Las reservas internacionales pasaron de \$us1.521 billones en 1995 a \$us6.196 billones al tercer trimestre de 2007 (Gráfico 1).<sup>1</sup>

#### GRÁFICO 1

(En billones de dólares)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales

Los países en desarrollo –sobre todo los países asiáticos– fueron los protagonistas principales, a diferencia de los países industrializados, que en general han mantenido sus reservas en los mismos niveles. Al tercer trimestre de 2007, los países en desarrollo y otros mercados emergentes, incluida China, mantuvieron alrededor del 75% de las reservas internacionales mundiales.

En términos del PIB, existen diferencias entre los grupos de países. En los países industrializados, las reservas representaron en promedio el 4% del PIB, mientras que en los países en desarrollo y otros mercados emergentes esta relación se incrementó significativamente hasta llegar a 21%. Y es aún mayor para países asiáticos, como China, país en el que la relación llegó al 36% (Gráfico 2).

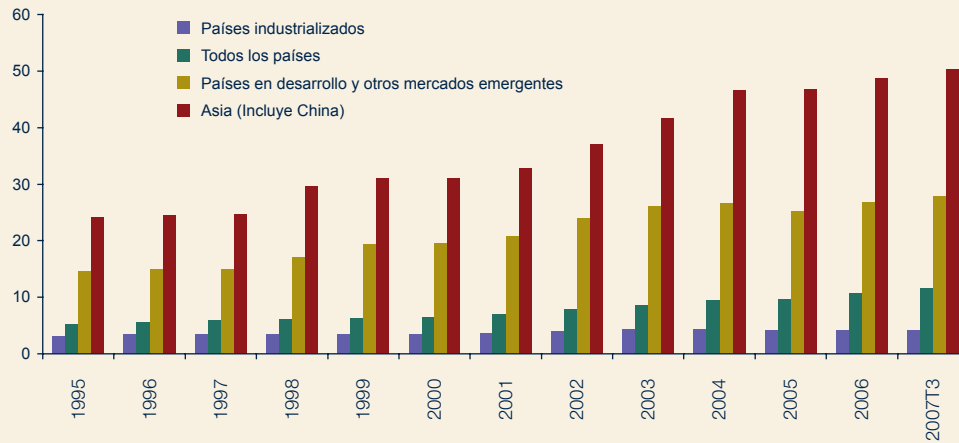
<sup>1</sup> billón = 1.000.000 millones.



**GRÁFICO 2**

**RESERVAS INTERNACIONALES EN REGIONES SELECCIONADAS**

(En porcentajes del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional  
 ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales

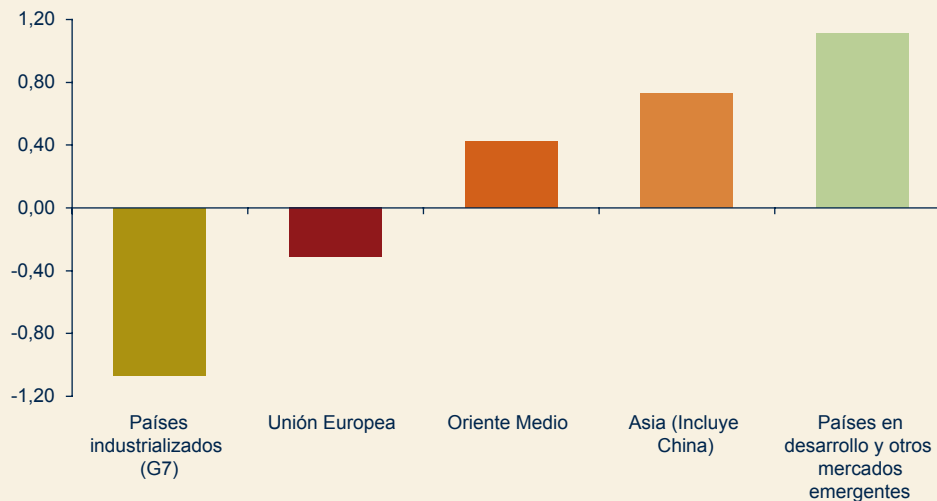
El crecimiento significativo de las reservas en los últimos años estuvo relacionado con el saldo superavitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos debido al incremento en el pre-

cio de las materias primas, especialmente del petróleo para los países exportadores de este energético (Gráfico 3).

**GRÁFICO 3**

**SALDO EN CUENTA CORRIENTE**

(En porcentajes del PIB mundial 2007)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional  
 ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales

En general, las economías en desarrollo y mercados emergentes mantuvieron una política de incremento sostenido de reservas internacionales para hacer frente a eventuales crisis financieras, como las ocurridas en los años noventa y principios de la presente década, y para apoyar sus paridades cambiarias.

A septiembre de 2007, China y Japón concentraron el 38% de las reservas mundiales. En términos del PIB, las reservas internacionales son significativas, como en Singapur, Algeria y Malasia.

**CUADRO 1**

**RESERVAS INTERNACIONALES POR PAÍS A SEPTIEMBRE DE 2007**

(En billones de dólares y porcentajes)

País	Dólares	% del PIB
China	1.451	44,7
Japón	938	21,6
Rusia	420	34,3
Corea	260	27,4
India	243	22,3
Singapur	154	100,3
Algeria	102	81,0
Malasia	99	60,0

FUENTE: Fondo Monetario Internacional  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales

El panorama de acumulación es similar en el contexto latinoamericano; en términos nominales se destacan Brasil y México, mientras que en por-

centajes del PIB lo hicieron Bolivia y Perú, países con elevado grado de dolarización y menor fluctuación de la paridad cambiaria.

**CUADRO 2**

**PRINCIPALES TENEDORES DE RESERVAS INTERNACIONALES**

**EN LATINOAMÉRICA A SEPTIEMBRE DE 2007**

(En miles de millones de dólares y porcentajes)

País	Dólares	% del PIB
Brasil	164	12,7
México	83	9,3
Argentina	42	16,9
Perú	24	23,8
Venezuela	22	9,7
Colombia	21	12,0
Chile	16	10,2
Bolivia	4	32,7
Uruguay	4	16,9
Ecuador	3	6,9
Paraguay	2	21,3

FUENTE: Fondo Monetario Internacional  
ELABORACIÓN: BCB - Gerencia de Operaciones Internacionales