

# **Mercados Financieros en el 2016: Entre políticas monetarias y realidades macroeconómicas.**

**Dra. Mercedes García Ruiz**

**Centro de Investigaciones de Economía Internacional**

[velasco@enet.cu](mailto:velasco@enet.cu)

## **Resumen:**

Durante el año 2016 se produjo una gradual disminución de los riesgos que a corto plazo alimentan la inestabilidad financiera internacional. En ello incidieron el desempeño macroeconómico más favorable de las economías desarrolladas, las mejores perspectivas de mercados emergentes, los precios más altos de los productos básicos y el mantenimiento del sesgo expansivo en las políticas monetarias de la Eurozona, Japón, Inglaterra y Estados Unidos. La mayor confianza y liquidez mejoraron el clima de inversión y neutralizaron el impacto negativo que tuvieron ciertos acontecimientos en los mercados bursátiles, bancarios y de divisas, como fueron el referéndum para determinar la salida del Reino Unido de la Unión Europea y las elecciones presidenciales en Estados Unidos.

**Palabras Claves:** Mercados financieros, bancos, divisas, deuda, mercados emergentes, política monetaria, riesgos.

## **Abstract**

During 2016 there was a gradual decrease in the short-term risks that produce the international financial instability. This impacted the improved macroeconomic performance of developed economies, better emerging market outlooks, higher commodity prices and the maintenance of the expansive monetary policies in the

Eurozone, Japan, England and the United States. Greater confidence and liquidity improved the investment climate and neutralized the negative impact of certain developments in the stock, banking and currency markets, such as the referendum to determine the exit of the United Kingdom from the European Union and the presidential elections in the United States United.

**Key words:** Financial markets, banks, foreign exchange, debt, emerging markets, monetary policy, risks.

## **Introducción:**

En el transcurso de 2016 se percibió una paulatina disminución del nivel de riesgos que a corto plazo atentan contra la estabilidad financiera internacional a pesar de ciertos acontecimientos que por momentos generaron fuertes turbulencias en los mercados bursátiles, bancarios y de divisas, como fueron el denominado Brexit y las elecciones presidenciales estadounidenses. A favor del ambiente más distendido pueden señalarse la recuperación de los precios de la energía y otras materias primas, las mejores perspectivas de crecimiento en mercados emergentes y las menores tensiones en las economías de la Eurozona y de Estados Unidos debido principalmente al mantenimiento de políticas monetarias muy expansivas en estas naciones. (FMI, 2016 a, b)

Como ya es habitual desde el estallido de la crisis financiera internacional en el 2008, el quehacer de los bancos centrales de las principales economías ejerció una influencia determinante en el panorama monetario y financiero internacional. Tanto el enfoque más suave de la Reserva Federal (FED) respecto al incremento de las tasas de interés, como las arriesgadas medidas aplicadas por el Banco Central Europeo (BCE), muy cuestionadas por sus costos y eficacia a largo plazo, favorecieron la relajación del flujo de capitales y alejaron la probabilidad de recesión de la economía mundial.

Una vez más, se demostró que las decisiones de ambas instituciones, erigidas en una especie de banco central mundial, pueden acarrear confianza o, por el contrario, incertidumbre en una economía tan globalizada como la actual. Asimismo, el desempeño macroeconómico de los mercados emergentes continuó representando un factor estratégico en la orientación del flujo financiero y la conformación de precios y rentabilidades en los mercados de deuda y bursátiles del mundo, corroborando así el peso de dichas naciones en el comercio y las finanzas internacionales.

### **La encrucijada de las políticas monetarias.**

Durante el pasado año las políticas monetarias mantuvieron su sesgo expansivo en un contexto de inflación muy baja a nivel global tanto para economías emergentes como desarrolladas. En estas últimas, a pesar que el margen de maniobra de la autoridad monetaria parecía haberse reducido, las tasas oficiales siguieron bajando y los balances de los bancos centrales ampliándose.<sup>1</sup>

Particularmente, fue sorprendente la actuación del BCE por las nuevas medidas que anunció en el mes de marzo. Estas comprendieron principalmente: la disminución del tipo de interés director o de crédito desde el 0,05% hasta el 0%; la ampliación de las tasas negativas para depósitos; el abaratamiento de la liquidez de emergencia del 0,30% al 0,25%; el incremento del programa de compra de activos o expansión cuantitativa desde 60 000 millones de euros hasta 80 000 millones € mensuales y el lanzamiento de nuevas operaciones de refinanciación para las instituciones bancarias (las llamadas TLTROs) a partir de junio. (Bankinter, 2016<sup>a</sup>)

Al ser divulgadas, no pocos analistas financieros consideraron que Draghi, presidente del BCE, no solo asumía un riesgo importante sino que incluso

---

<sup>1</sup> La FED subió la tasa de interés oficial tras haberla mantenido casi en cero por alrededor de siete años, pero advirtió que dicho aumento no significaba un cambio de tendencia en su política. (BIS, 2016a)

desafiaba ciertos preceptos de la teoría económica al instrumentar tipos de crédito negativos.<sup>2</sup> Sin embargo, reconocieron que en lo inmediato podían ser muy efectivas teniendo en cuenta la crítica situación prevaleciente en el sistema bancario y financiero de la zona monetaria europea.

Realmente, así lo interpretó el mercado y no tardaron en ponerse de manifiesto los efectos positivos de las mejores expectativas del ciclo económico europeo en la banca, los rendimientos de deuda soberana y corporativa, y la cotización de la moneda común. La visión sobre la vulnerabilidad bancaria cambió para bien y el sector ganó atractivo al igual que los bonos y los títulos de renta variable, con la ampliación del programa de compra de activos y la reducción del costo de las deudas.<sup>3</sup>

A mediados de año, con el resultado del Brexit, se acentuó aún más el sesgo expansivo de las políticas monetarias en las más importantes economías desarrolladas.<sup>4</sup> El BCE, percibiendo un mayor nivel de riesgo para la economía comunitaria tras la salida de Inglaterra, corroboró niveles muy bajos para las tasas de interés oficiales y la prolongación del programa de compra de activos; Inglaterra rebajó sus tasas hasta un 0,25% y amplió el esquema de compra de deudas y de financiación para el sistema bancario; EEUU, luego de conocerse el resultado del referéndum, desaceleró el ritmo de futuros incrementos de intereses de los fondos federales; y Japón anunció a fines del mes de julio la extensión de

---

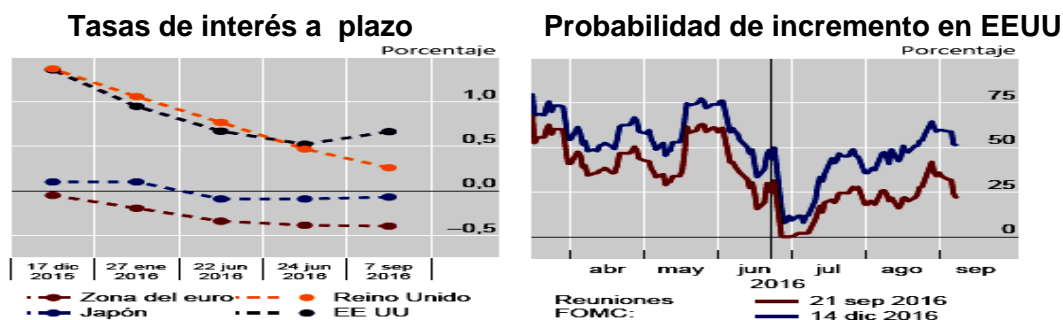
<sup>2</sup> Por los riesgos que asumió con la aplicación de tasas de crédito negativas, algunos analistas plantearon que Draghi cruzó su propio "Rubicón", haciendo una analogía con la hazaña realizada hace 21 siglos por César Augusto al cruzar el río (llamado así) que marcaba la frontera entre Italia y la Galia y emprender el camino de regreso a Roma sin autorización del Senado. (Bankinter, 2016<sup>a</sup>)

<sup>3</sup> No obstante, el sesgo claramente hacia la oferta de las medidas, no solo restringe su impacto pro cíclico sino, además, desincentiva a los gobiernos europeos a tomar decisiones para estimular la demanda por la vía fiscal y presupuestaria que efectivamente favorezcan la inversión productiva y no el gasto corriente, como podría ser una reducción de impuestos o la reestructuración de los sistemas recaudatorios.

<sup>4</sup> El 23 de junio se realizó en Gran Bretaña un referéndum para decidir si la nación europea continuaba o no en la Unión Europea. El resultado fue la salida del esquema integracionista europeo.

su programa de relajación cualitativa y cuantitativa para la compra de deuda pública y el financiamiento de la banca japonesa. (BIS, 2016b)

### **Gráfico No.1** **Tasas de interés**



**Fuente:** BIS, Informe Trimestral, Septiembre 2016.

- La línea vertical en el gráfico de la derecha indica el 23 de junio fecha del Referéndum en el Reino Unido.
- FOMC: Siglas en ingles del Comité Federal de Operaciones del Mercado Abierto, que constituye el brazo ejecutor de la política monetaria en los EEUU.

Pero, ¿hasta que punto estas políticas serán efectivas en el logro de objetivos primordiales como son el crecimiento y la estabilidad financiera, o incompatibles con una premisa básica de los mercados financieros como es la confianza? La ponderación entre sus costos y beneficios se ha deteriorado, ganando terreno el criterio acerca de que el protagonismo de los bancos centrales con soluciones no ortodoxas y en ocasiones extremas resulta peligroso por el efecto que éstas tienen a corto plazo sobre el nivel de los precios de los activos y el ciclo financiero, y lo complicado que puede ser una estrategia de salida desde el punto de vista económico y social.

Parafraseando al Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS) en su último Informe Anual, “la política monetaria está en una encrucijada” pues por un lado se reconoce su papel en la prevención de crisis e inestabilidad financiera, pero por

otro, hay una fuerte creencia de que la misma perjudica la estabilidad al fomentar auge financiero y la toma de excesivos riesgos.<sup>5</sup> (BIS, 2016<sup>a</sup>)

## **Mercados emergentes, siempre importantes.**

Desde los primeros años del actual decenio, las economías emergentes experimentaron una desaceleración en su crecimiento como resultado de numerosos factores internos y externos, así como cíclicos y estructurales. En particular resultan preocupantes las afectaciones sufridas por ciertas naciones de gran tamaño e importancia sistémica que forman parte de los BRICS, como son Brasil, China y Rusia.<sup>6</sup>

El menor crecimiento y la inestabilidad de estas economías, que ostentan hoy un alto porcentaje del producto y el comercio mundial, han traído serias afectaciones para la dinámica de los mercados financieros durante los últimos años dado el importante papel que ellas también juegan en la orientación y magnitud de los flujos financieros internacionales, tanto bancarios como en títulos-valores de origen público y privado. Su creciente integración financiera hace que su desempeño macro y las políticas económicas que aplican tengan un impacto cada vez mayor en los rendimientos accionarios y los tipos de cambio de las economías más desarrolladas.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> La persistencia de tasas de interés extraordinariamente bajas e incluso negativas como las que hoy se observan en algunos mercados, generan daños que crecen paulatinamente con el tiempo. Dichas tasas tienden a deprimir las primas de riesgo y a “inflar” el valor de los activos, alentando así la toma de riesgos financieros en los agentes y con ello su sensibilidad ante una reversión de la situación por diversas razones. Tipos muy bajos erosionan los márgenes de intermediación del sistema bancario y afectan también los balances de las compañías de seguros y fondos de pensiones; y con el tiempo, traen consecuencias negativas para la economía real por el nivel de endeudamiento que estimulan y las afectaciones que producen en la oferta de crédito bancario.

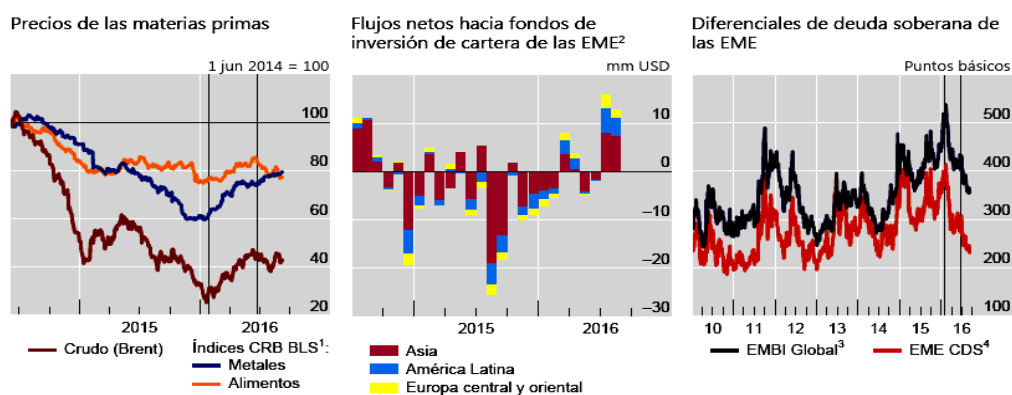
<sup>6</sup> La desaceleración refleja el menor dinamismo de China y las profundas recesiones de Rusia desde 2014 y de Brasil desde 2015. Dentro del grupo, India constituye una notable excepción. (Huidrom, Kose y Ohnsorge, 2016)

<sup>7</sup> Los shocks originados en los mercados emergentes explican más de un tercio de la variación de los rendimientos de los activos de las naciones desarrolladas. (FMI, 2016<sup>a</sup>)

Tras un año 2015 muy difícil, en el que las naciones emergentes exhibieron un elevado riesgo económico y financiero producto de factores adversos como el descenso de los precios de productos básicos de exportación y la mayor restricción de la oferta crediticia, el 2016 comenzó con mejores perspectivas macroeconómicas gracias a la capacidad de resistencia mostrada por muchas de ellas y la recuperación que experimentaron los precios de las materias primas en el mercado mundial. Esa combinación hizo que a la par que disminuían las primas de riesgo para los mercados emergentes, se reanudaran los flujos de capital hacia ellos.

## Gráfico No.2

### Mercados emergentes



**Fuente:** BIS, Informe Trimestral, septiembre 2016.

- 1- Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics.
- 2- Sumas mensuales de datos que incluyen flujos netos de inversión de cartera en renta fija y variable hacia mercados emergentes.
- 3- Diferenciales netos de garantías del Índice JPMorgan Chase.
- 4- Índice Emerging Markets, diferencial medio de contratos CDS.

A medida que transcurrió el año y a pesar de las situaciones negativas que se observaban en Brasil y Rusia y las propias tensiones en China, daba la impresión que para el conjunto de economías emergentes se iniciaba una etapa de consolidación del progreso en un contexto de financiación abundante y barata que estimulaba el crecimiento. Hasta finales de octubre, no obstante los crecientes

rendimientos que se producían en las economías desarrolladas, las naciones emergentes se veían beneficiadas por un clima de mayor confianza de los inversionistas y la renta variable y los tipos de cambio se mantuvieron estables, mientras la emisión de deuda por prestatarios emergentes continuaba a un ritmo sostenido durante el segundo y el tercer trimestre. (BIS, 2016c)

Pero las elecciones estadounidenses en noviembre provocaron un viraje del clima optimista para estas naciones por el fuerte deterioro que provocaron en la confianza de los inversores. Salida de fondos de gran magnitud durante los días posteriores al evento, incluso superior a las que tuvieron lugar cuando la FED anunció el repliegue de su expansión cuantitativa en el 2013 (hecho conocido como “*taper tantrum*”), fuertes depreciaciones monetarias en algunas de estas economías, ampliación de los diferenciales de rendimiento y la caída de los mercados bursátiles fueron importantes manifestaciones del cambio.<sup>8</sup>

A fines de año, todavía reinaba la incertidumbre en el mercado respecto al futuro de las economías emergentes. El criterio de mayor vulnerabilidad se asentaba en predicciones relacionadas tanto con factores exógenos a las mismas como son los mayores rendimientos en las economías desarrolladas, la apreciación del dólar y la aplicación de medidas proteccionistas por parte de la nueva administración estadounidense, como en factores endógenos referidos al elevado nivel de endeudamiento corporativo en dólares y la rápida expansión del crédito interno. Y si la reacción del Mercado no fue más violenta se debe a que también se originaron expectativas favorables en relación a la recuperación de la economía norteamericana y los beneficios que ello traería para los mercados emergentes por la mayor demanda de materias primas.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> En América Latina los mercados cambiarios sufrieron una gran volatilidad, debido a las declaraciones, primero del candidato y luego del nuevo presidente de EEUU, sobre el libre comercio, el impuesto a las remesas y la política migratoria. Desde las elecciones todas las monedas latinas perdieron frente al dólar, salvo el sol peruano y el peso colombiano. (Ugarteche, 2017)

<sup>9</sup> El índice CRB de materias primas se apreció en 2016 aproximadamente un 43%, y la recuperación fue especialmente rápida desde la victoria de Trump. No obstante, es necesario aclarar que dicha recuperación no favorece simétricamente a los emergentes. Los más favorecidos



En general, tras la victoria de Donald Trump el 8 de noviembre, empeoró la situación de las economías emergentes y todo apunta que la aplicación de políticas contrarias al libre comercio continuará afectándolas con lo que muchas de ellas podrán perder su atractivo como destino del capital. Si así fuese, se incrementaría la inestabilidad de los mercados financieros muy susceptibles al contagio debido a la cada vez mayor intermediación de flujos financieros a través de fondos comunes de inversión con origen en los mercados emergentes. En especial, inquieta la situación de China por su creciente papel en el sistema financiero internacional, de ahí la trascendencia de sus decisiones y estrategias en materia de políticas. (FMI, 2016<sup>a</sup>)

### **Mercados bursátiles y cambiarios: volatilidad intermitente.**

La alta sensibilidad a la trayectoria de las políticas de los principales bancos centrales del mundo, la evolución macro de las economías desarrolladas y los síntomas de debilidad económica en los mercados emergentes, especialmente de China, marcaban el rumbo oscilante de los mercados financieros a inicios del 2016. Regía un ambiente de volatilidad por la acción de inversionistas que, ávidos de mayor rentabilidad, mantenían una alta exposición al riesgo y como resultado provocaban alzas de precios de los activos que avivaban el clima de desconfianza respecto a los riesgos subyacentes.

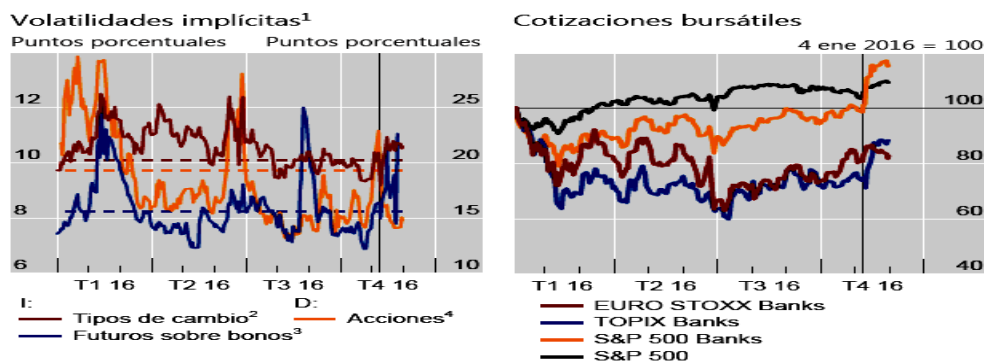
Pero los cambios efectuados y las previsiones en materia de políticas monetarias de la Unión Europea, Japón y EEUU, así como las mejores perspectivas de crecimiento mundial, explicaron que paulatinamente remitiera la volatilidad y se produjera una recuperación del mercado manifiesta en subidas de los índices bursátiles y reanudación del flujo de inversión en cartera hacia las economías de mercados emergentes. (BIS, 2016b)

---

son los productores de las mismas, como los países latinoamericanos, mientras que los emergentes asiáticos quedan generalmente al margen de esta mejora debido a que son más bien consumidores de materias primas antes que productores de las mismas. Por ejemplo, el aumento temporal de los precios del cobre, petróleo, oro y plata fue un gran soporte para las divisas de países mineros y petroleros de América Latina. (Huidrom, Kose y Ohnsorge, 2016)

### Gráfico No.3

#### Mercados Financieros Internacionales



**Fuente:** BIS, Informe Trimestral, diciembre 2016.

La línea vertical indica el 8 de noviembre, día de las elecciones presidenciales en EEUU.

La situación de relativa estabilidad se mantuvo hasta junio cuando se produjo el referéndum británico. A la oleada de optimismo que impulsó el alza de los activos en las bolsas europeas y del Reino Unido en los días previos a la celebración del evento, le siguió un reajuste rápido de los precios al conocerse el resultado y los principales índices en las bolsas de las economías desarrolladas cayeron, la libra se derrumbó y el dólar se apreció frente a casi todas las monedas. La reacción del mercado no fue más intensa por el inmediato anuncio de los bancos centrales (FED, BCE y de Inglaterra) de su disposición de inyectar liquidez y garantizar el normal funcionamiento del mercado. (BIS, 2016b)

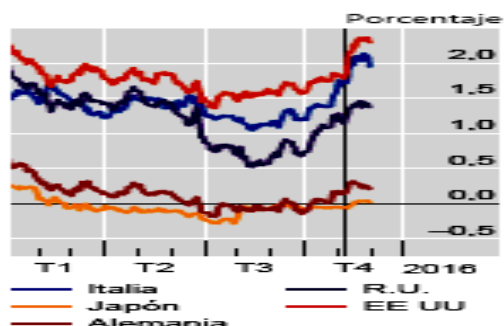
Meses después del Brexit, otro evento de carácter político pero en el lado opuesto del Atlántico, alteró nuevamente al mercado. Las elecciones presidenciales en los EEUU generaron previamente nerviosismo y luego, por su sorprendente resultado, convulsiones en los precios de las acciones, las cotizaciones de las divisas y los diferenciales de riesgo de los títulos. (Ver gráfico No.3).<sup>10</sup> Se destaca en ese contexto el fuerte aumento que acusaron los rendimientos de deudas del Tesoro

<sup>10</sup> Durante la propia noche de las elecciones, los futuros del S&P 500 se desplomaron hasta un 6%, los rendimientos de la deuda del Tesoro a 10 años cayeron casi 20 puntos básicos y el dólar se depreció un 2% frente a una cesta de monedas. (BIS, 2016c)

norteamericano por las expectativas de endurecimiento de la política monetaria por parte de la nueva administración, situación que marco la tendencia del resto de los títulos de deuda pública en otras economías desarrolladas.

#### **Gráfico No.4**

#### **Rendimientos de deuda pública en el 2016**



**Fuente:** BIS, Informe Trimestral, diciembre 2016.

A fines de año, se percibía en general un reestablecimiento de la confianza del mercado sobre todo en los de renta variable de los países desarrollados por la mejoría mostrada en los datos macroeconómicos, en especial de Europa y EEUU donde el consumo privado, el mercado laboral y el sector externo recobraron dinamismo. En diciembre, a pesar de la incertidumbre política que despertó la elección de Trump, los mercados apostaban por los beneficios que representan sus promesas de expansión fiscal y de desregulación económica; asimismo aunque en Europa, el Brexit siguió pesando negativamente al igual que los procesos electorales que tienen lugar en varios países del continente, los bancos centrales con sus políticas fueron determinantes para aliviar la desconfianza y hacer que el año terminase sin grandes perturbaciones. (Bankinter, 2017)

### **La banca: El talón de Aquiles**

Si bien los bancos de las economías más desarrolladas continuaron avanzando en el proceso de saneamiento de sus balances e incrementaron sus niveles de capitalización y liquidez, todavía son objeto de presiones en el mercado dadas las dudas que prevalecen en torno a la sostenibilidad de su rentabilidad y la cartera de

préstamos en mora que sigue siendo muy abultada. En ese sentido, una de las regiones más afectadas es la zona euro donde la rentabilidad bancaria se ve restringida por el excesivo volumen de crédito en mora, además de otros factores de tipo estructural.

Adicionalmente, a las medidas para reducir la morosidad crediticia, se requieren otras que permitan corregir las deficiencias de capital de los bancos débiles, acelerar la recuperación de activos y facilitar procedimientos de insolvencia más fluidos, entre otras cuestiones prioritarias. En particular, el tema de la suficiencia de capital continua siendo objeto de fuerte atención de las autoridades nacionales e internacionales y aunque el marco de Basilea III casi se ha completado, la prioridad ahora es su aplicación coherente e íntegra para garantizar la resiliencia bancaria.<sup>11</sup>

Según el informe anual del BIS en el 2016, los bancos optaron por diferentes estrategias para mejorar sus coeficientes de capital de acuerdo al entorno en el que se desenvuelven, aunque para la mayoría de ellos los beneficios no distribuidos constituyeron una fuente importante de recursos propios. En el caso de Europa, los coeficientes de capital mejoraron a partir de la compresión de los balances y en contraste, los mayores bancos de EEUU, al igual que otros de mercados emergentes, mejoraron sus niveles de capitalización ampliando sus balances e incrementando la demanda de préstamos. (BIS, 2016<sup>a</sup>)

---

<sup>11</sup> El nivel de capitalización bancaria constituye una cuestión de bienestar global, de ahí que ha estado tradicionalmente sujeto a regulaciones del BIS para acercarlo a niveles socialmente óptimos. Las primeras normas, denominadas Basilea I, exigían a los bancos coeficientes de capital mínimos de 8%; posteriormente a comienzos de la década de 2000, se implementa Basilea II que les permitía a los bancos determinar sus necesidades de capital, según ponderaciones de riesgos por activos en lugar de las estandarizadas; y al estallar la crisis en el 2008, se produce una nueva ronda de regulaciones sobre el capital, denominada Basilea III, que exige a los bancos una capitalización sustancialmente superior a la anterior: un mínimo de 11,5%, y hasta 15,5% para los activos ponderados según el riesgo. Dagher, Dell’Ariccia, Ratnovski y Hui Tong (2016)

Sin embargo, en condiciones de reducidas tasas de crecimiento e interés, constituye un gran reto para los bancos alcanzar la solidez financiera, y peor aún si se enfrentan a un cambiante marco regulatorio y de mercado. El FMI estima que, dado el prolongado período de bajos intereses, una recuperación cíclica no resolverá el problema de la rentabilidad y más del 25% de los bancos de las economías avanzadas seguirían en situación de debilidad y enfrentarían retos estructurales significativos que exigirán profundas reformas en el sector. (FMI, 2016b)

Es esa una de las razones por las que, en varios momentos del año, mientras los mercados bursátiles alcanzaban máximos, las acciones bancarias no lo hicieron e incluso cayeron, especialmente las de bancos europeos. Los pronósticos de débil crecimiento económico y la inseguridad que generó el Brexit en esa zona geográfica, llevaron a un desplome sin precedentes de las cotizaciones bancarias a mediados del año. Al siguiente día de la votación, el índice EuroStoxx Banks tuvo una histórica caída del 18%; las acciones de bancos alemanes, españoles e italianos sufrieron pérdidas de dos dígitos, y también los bancos británicos se vieron muy afectados conforme progresaba la visión pesimista sobre el futuro económico de la nación. (BIS, 2016b)

En ese contexto se desarrolló una campaña alimentada por Frankfurt, París, Luxemburgo y Dublín, entre otros centros financieros europeos, para atraer banqueros que decidieran abandonar Londres con el propósito de asegurarse un acceso continuo al mercado de la Unión Europea cuando el Reino Unido concretase en el 2017 su salida del bloque.<sup>12</sup>

No hay dudas que el Brexit fue una muy mala noticia para Europa en términos de competitividad de mercados financieros a nivel global, pero los ánimos se calmaron y la situación mejoró con el paquete de estímulos aplicado por el Banco

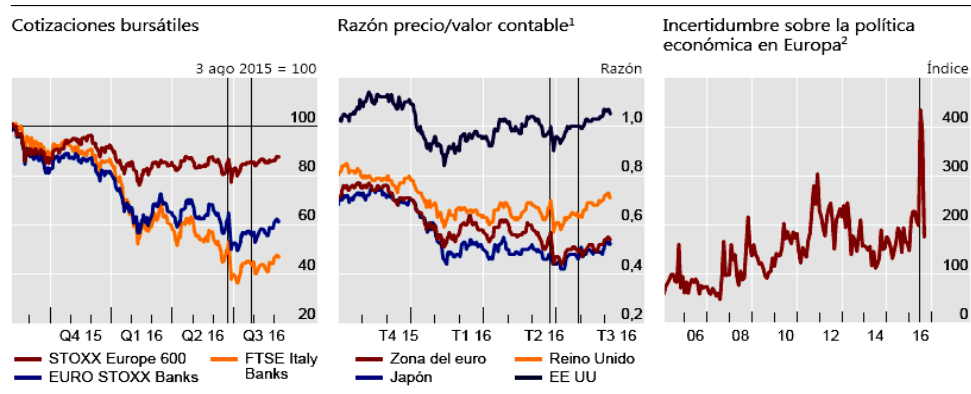
---

<sup>12</sup> El presidente ejecutivo de Frankfurt Main Finance, que promociona a Frankfurt como centro financiero, dijo que el ánimo no es infligir "todo el daño que podamos" a la City de Londres, sino quedarse con algo del "espíritu emprendedor" de Reino Unido. (Reuters, 2017)

Central de Inglaterra en agosto, que hizo que las acciones bancarias británicas lograran recuperar sus niveles previos al referéndum.

### Gráfico No.5

#### Impacto Brexit en el sector bancario



**Fuente:** BIS, Informe Trimestral, Septiembre 2016.

Las líneas verticales indican el 23 de junio (día del referéndum en el Reino Unido) y el 29 de julio cuando se anunciaron los resultados de pruebas de tensión bancaria en la UE.

1. Para bancos. 2. Índice mensual de noticias europeas.

En contraste con la banca europea y también la japonesa donde, por sus propias debilidades, tuvieron mayor resonancia los problemas del viejo continente, los bancos estadounidenses arrojaron durante el segundo del año resultados favorables. Las suposiciones de expansión cíclica, flexibilización de las regulaciones bancarias y elevación de las tasas de interés mantuvieron las cotizaciones bancarias en niveles altos de forma generalizada. (BIS, 2016c)

#### **Más allá de la coyuntura y para concluir.**

Hay dos cuestiones relacionadas con la oferta crediticia que si bien trascienden el marco puramente coyuntural del presente informe, tienen tanta trascendencia para el funcionamiento actual y futuro de los mercados financieros que vale la pena abordarlas aunque sea de modo sucinto.

Una de ellas es la predisposición que se observa en el mercado crediticio internacional a favor de los títulos, tanto por los que se originan en países desarrollados como en mercados emergentes.<sup>13</sup> Si bien durante los primeros meses del año pasado se incrementaron los activos bancarios internacionales (suma de activos transfronterizos y activos locales en moneda extranjera), el total de emisiones internacionales netas de títulos de deuda continuo siendo superior como expresión de la preferencia de este tipo de endeudamiento en relación al bancario. (BIS, 2016b)

Tras esa tendencia se ubican una serie de factores, entre los que se destacan el deterioro de los balances bancarios tras la crisis financiera del 2008, la sistemática innovación financiera y la necesidad de los agentes, prestatarios y prestamistas, de burlar restricciones bancarias cada vez más estrictas mediante la titularización del financiamiento. (FMI, 2016b)

Las implicaciones de tal estado de cosas para la estabilidad financiera internacional son múltiples. Una, sobre la que hay consenso, es que la financiación se está desplazando cada vez más hacia espacios en los que la supervisión y las regulaciones tienen un radio de acción reducido y donde, por tanto, la propensión a tomar riesgos excesivos es muy superior. El sector financiero no bancario constituye una fuente de inestabilidad financiera y riesgo sistémico para nada despreciable, sobre todo considerando el gran tamaño del mismo y la amplia gama de entidades que lo conforman, entre las que destacan las compañías de seguro, los fondos de pensiones y los fondos de inversión, casi todas con un alto nivel de apalancamiento.

Otra, más discutida, es que puede distorsionar la efectividad de las políticas monetarias al desplazar como fuente de financiamiento internacional a uno de los

---

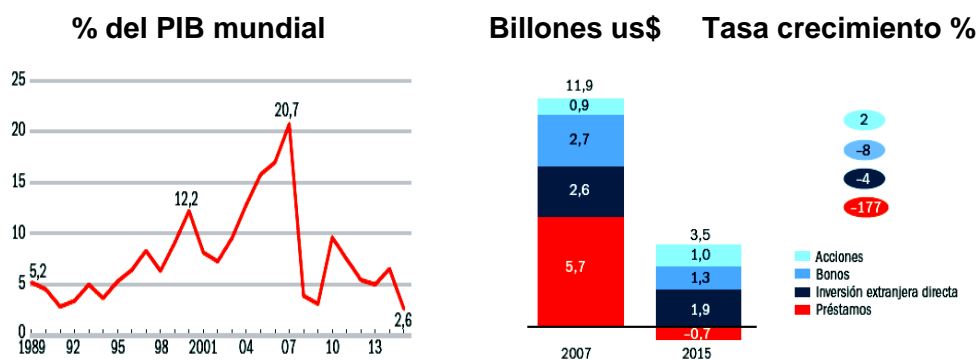
<sup>13</sup> Las entidades no bancarias que desde hace mucho ya juegan un importante papel en la intermediación financiera en los EEUU, están cobrando relevancia como fuentes de financiamiento en Europa y en varias economías de mercados emergentes.

canales de transmisión históricamente más importantes de éstas, que son los préstamos bancarios. Y no es que las entidades no bancarias operen al margen de las disposiciones de los bancos centrales, sino que pueden amplificarlas o aminorarlas de acuerdo al impacto que ellas tengan en sus costos de operación y su exposición al riesgo, por no estar sujetas a las mismas normas disciplinarias que los bancos.<sup>14</sup>

Un segundo tema relevante de la financiación internacional en la actualidad lo constituye el comportamiento de los flujos transfronterizos de capital. Según estadísticas internacionales, en el período 2011-2015 el total de estos flujos representó como promedio el 5,4% del PIB mundial, apenas un cuarto del nivel del 2007, y dentro de ellos fueron los préstamos bancarios los que se desplomaron, respondiendo por el 75% de la caída sufrida por todo el financiamiento transfronterizo desde 2007. (Mallaby, 2016)

**Gráfico No. 6**

**Flujos transfronterizos de capital**



**Fuente:** Revista Finanzas y Desarrollo, diciembre 2016. Página 7.

La reducción del crédito transfronterizo por parte de los bancos es vista por no pocos analistas como una corrección saludable de la dinámica bancaria luego de los excesos de la desregulación que condujeron a la crisis, cuyo punto más álgido

<sup>14</sup> Las diferencias de respuestas frente a cambios en las políticas monetarias por parte de las instituciones bancarias y las no bancarias son el resultado de diferencias entre sus regímenes regulatorios.



fue la quiebra del Lehman Brothers en septiembre del 2008. Es el caso de la banca europea, donde la caída del crédito bancario fue muy pronunciada después de haber estado intensamente involucrada en el negocio hipotecario de alto riesgo de los EEUU y exponerse de forma desmedida a niveles elevados de deuda soberana y bancaria en naciones con importantes desequilibrios financieros y macroeconómicos de la llamada periferia europea (España, Grecia, Irlanda y Portugal).<sup>15</sup>

Si es o no favorable la reducción del crédito bancario internacional como expresión de la globalización financiera, depende de hacia donde se dirige, en qué condiciones se otorga y cuáles sus motivaciones finales. Sin embargo, no hay dudas con relación a que auges crediticios que puedan verse interrumpidos súbitamente o que alimenten burbujas hipotecarias, tecnológicas, energéticas o de cualquier tipo, pueden poner en peligro la precaria estabilidad alcanzada por la economía mundial en estos últimos años, resquebrajar los avances logrados en el sector bancario después de un periodo de crisis, y provocar, dado el inevitable contagio, que los mercados financieros internacionales se vean abocados nuevamente a una situación de grave inestabilidad y contracción del financiamiento con altos costos económicos y sociales.

## Referencias bibliográficas

- Bankinter (2016a): Informe de Estrategia, Perspectivas tercer trimestre. Septiembre 2016. Madrid.
- \_\_\_\_\_ (2016b) Gestión de activos. Informe mensual, diciembre 2016. Madrid.
- \_\_\_\_\_ (2017). Informe de Estrategia, Perspectivas 2017. Enero 2017. Madrid.

---

<sup>15</sup> Los bancos de la zona del euro redujeron sus derechos de crédito en el exterior en casi USD 1 billón por año durante los ocho años posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, cifra muy superior a la de otras regiones del mundo. (Mallaby, 2016)

- Bank of International Settlements (BIS), (2016a): 86 Informe Anual, abril 2015-marzo 2016. Junio 2016, Basilea, Suiza.
- \_\_\_\_ (2016b): BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments. September 2016. Basilea, Suiza.
- \_\_\_\_ (2016c): BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments. December 2016. Basilea, Suiza.
- Dagher, J, Dell’Ariccia, Ratnovski y Hui Tong (2016): Colchones de capital. En Revista Finanzas y Desarrollo. Septiembre 2016.
- FMI (2016a): Informe sobre la estabilidad financiera mundial. Abril, 2016. Washington DC.
- \_\_\_\_ (2016b): Global Financial Stability Report. September, 2016. Washington DC.
- Huidrom, Ayhan Kose y Ohnsorge (2016): Navegando en aguas turbulentas. En Revista Finanzas y Desarrollo. Septiembre 2016.
- Mallaby, S. (2016): Replantear la Globalización. En Revista Finanzas y Desarrollo. Diciembre 2016.
- Ugarctech, O. (2017): Las monedas latinoamericanas tras la elección de Trump. En [www.obela.com](http://www.obela.com) , enero 2017

### **Otra bibliografía:**

- FMI (2016): Informe Anual 2016. Washington DC.
- \_\_\_\_ (2016): Informe Perspectivas Económicas: Las Américas. Abril 2016. Washington DC.
- Narain, A (2016): Las dos caras del cambio. En Revista Finanzas y Desarrollo. Septiembre 2016.
- Clements, Debrun, Olden y Sayegh (2016): Shocks al bolsillo. En Revista Finanzas y Desarrollo. Diciembre 2016.
- Tarashev, Avdjiev and Cohen (2016): International capital flows and financial vulnerabilities in emerging market economies: analysis and data gaps. August 2016. En BIS, Basilea, Suiza.