

Mercados financieros internacionales 2008-2013: Crónica de una crisis inconclusa.

International financial markets 2008-2013: A report of an endless crisis.

Dra. Mercedes García

Centro Investigaciones de la Economía Internacional, Universidad de la Habana.

Junio 2014

Resumen

La trayectoria de los mercados financieros durante los 5 años transcurridos desde la quiebra del Lehman Brothers en septiembre del 2008, no fue favorable debido esencialmente a la crisis de deuda soberana en la Unión Europea y la fragilidad de la economía estadounidense en términos de crecimiento, déficit fiscal y endeudamiento. Para atenuar los problemas, disminuir los riesgos e imprimir confianza a los inversionistas, las autoridades monetarias de las naciones industrializadas reforzaron sus políticas monetarias expansivas, pero el impacto de estas no fue suficiente para reanimar el crédito, la producción y el consumo en niveles que permitan superar la inestabilidad dominante en los principales mercados cambiarios, bancarios y bursátiles del mundo.

Palabras claves: mercados financieros, crisis, incertidumbre, deuda, bancos, divisas.

Abstract

The last 5 year trajectory of financial markets since the Lehman Brothers' bankruptcy on September 2008, hasn't been a favorable one due mainly to the debt crisis in the European countries and the vulnerability of the American economy in terms of growth, fiscal deficit, and indebtedness. In order to mitigate

the problems, decrease risks and promote confidence in the investors, the financial authorities of industrialized nations strengthened their expansive monetary politics, but unfortunately, the impact of the above measure was not sufficient enough to reactivate the credit, the production, and the consumption to levels that let overcoming the instability that dominates the main exchange, banking, and stock markets.

Key words: Financial markets, crisis, risk, uncertainty, debt, banks, foreign exchange.

Introducción

Aunque a fines del 2007 ya se hacían sentir en todo el mundo las réplicas de la crisis crediticia de los Estados Unidos, y sus efectos nocivos ya no se circunscribían a las instituciones directamente vinculadas al sistema hipotecario estadounidense sino, prácticamente, a todos los segmentos del mercado financiero internacional en virtud de la fuerte interconexión que los caracteriza y la pérdida generalizada de confianza por parte de los inversionistas; fue con la quiebra de un gran banco de inversión norteamericano que se consolidó el proceso de internacionalización de la crisis.

De hecho, la caída del gigante bancario tuvo un impacto sistémico al generar una enorme volatilidad e incertidumbre en los mercados de divisas, bursátiles y crediticios, y marcó el inicio de una grave crisis financiera y económica internacional.

Transcurrido un quinquenio del suceso, la situación de los mercados financieros no lograba estabilizarse y seguía siendo muy desfavorable en términos de acumulación de riesgos, crecimiento del crédito para el sector privado, saneamiento de los balances bancarios, recuperación de activos financieros soberanos, nivel de endeudamiento, y dinámica del flujo de capitales transfronterizos, entre otros indicadores representativos de la calidad del proceso de intermediación financiera.

La acuciante fragilidad financiera de la economía estadounidense, el estallido de crisis de deuda soberana en la zona euro, eventos climatológicos adversos, graves explosiones populares e intervenciones militares foráneas en África Norte y Medio Oriente, presiones inflacionarias vía precios de alimentos y materias primas estratégicas, sobrecalentamiento de importantes mercados emergentes, y en general, débiles perspectivas de crecimiento de la economía mundial, gravitaron en la percepción y actuación de los inversores determinando la inestabilidad que ha caracterizado a los mercados financieros internacionales desde el 2008 .

Crisis financiera en expansión.

A fines del 2008 era evidente como a medida que la crisis financiera se recrudecía con la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers Holdings Inc, las perspectivas de crecimiento de las naciones se deterioraban y se producía un círculo vicioso entre las variables financieras y las reales.

La mayor aversión al riesgo y la extrema volatilidad que generó en los mercados financieros de todo el orbe el derrumbe del gigante bancario, implicó un fuerte incremento de la demanda de fondos en el segmento interbancario que disparó el costo y redujo drásticamente los plazos del crédito, aumentando con ello las tensiones crediticias. Paralelamente, los restantes segmentos del mercado, tanto monetarios como de capital, manifestaron una dinámica muy volátil confiriendo una dosis adicional de inestabilidad a la economía mundial; fue el caso del mercado de divisas donde las principales monedas exhibieron un comportamiento muy errático fruto de la convergencia de factores macroeconómicos, financieros y, fundamentalmente, de las expectativas altamente explosivas de los agentes financieros.

Los mercados accionarios y de bonos más importantes del mundo también cerraron el año con un incremento inusitado del riesgo como expresión de lo

ocurrido en las economías y el sector bancario. En los mercados bursátiles de Estados Unidos (EEUU), Europa y Japón, los principales índices acumularon caídas considerables y se redujeron los niveles de capitalización.¹

Por su parte, el comportamiento del mercado de obligaciones, tanto públicas como privadas, corroboró la gravedad de la crisis que atravesaban las economías desarrolladas y el temor de los inversionistas a asumir riesgos excesivos. Fue así, particularmente, en el caso de EEUU donde las rentabilidades de deuda pública (bonos de 10 años) descendieron espectacularmente debido a la preferencia del público por activos más líquidos y el temor a la deflación; y donde, el nivel de primas de riesgo para los bonos corporativos se ubicó en valores sin precedentes desde la gran depresión de 1929.

Paralelamente, las emisiones de deuda privada y de bonos soberanos de mercados emergentes fueron castigadas con mayores primas, dada las negativas predicciones sobre la capacidad de pagos, tanto de las empresas por las severas restricciones crediticias que padecían y la caída en las ventas, como de los gobiernos por la significativa disminución de sus ingresos de exportación.

Bajo esas circunstancias, el sistema financiero internacional sufrió un fuerte deterioro e incluso, en determinados momentos, llegó a estar al borde del riesgo sistémico, y lógicamente, también fue mayor la intervención de las autoridades económicas y monetarias de EEUU y de Europa para evitar un colapso del mismo.

La política monetaria expansiva implementada como paliativo frente a la crisis hipotecaria estadounidense, se convirtió en práctica común de las naciones

¹ Por la magnitud en que cayeron las Bolsas, la situación fue comparada con crisis anteriores de gran dimensión. La crisis presentó elementos comunes con la del 29 en EEUU, la bursátil de Japón a fines de los ochenta y la tecnológica del 2000. Entre ellos: se produjeron luego de la aplicación de políticas monetarias muy expansivas, se asociaron a la utilización indiscriminada de instrumentos de apalancamiento e innovaciones financieras, y en condiciones de supervisión y regulación insuficientes.

industrializadas. Asimismo, se incrementaron las intervenciones directas en el mercado monetario, se concretaron diversos paquetes de rescate a entidades financieras que incluían la adquisición de activos no rentables y el mayor control accionario, y se implementaron varios programas de carácter fiscal para amortiguar la caída de la actividad económica y fomentar la inversión doméstica.

Sin embargo, las cuantiosas sumas que fueron desembolsadas por diferentes canales para apuntalar el sistema financiero no lograron restablecer completamente la confianza de los inversionistas, y los mercados continuaron siendo frágiles. Adicionalmente, como era de esperar, el agravamiento de la crisis financiera provocó serias afectaciones para el sector empresarial, el consumo personal y las finanzas públicas de los países directamente involucrados, cuyo deterioro macroeconómico se agudizó. Fue inevitable entonces que la crisis se extendiera al conjunto de la economía internacional y adquiriese una dimensión global.

A inicios del 2009 el escenario económico mundial era sombrío: economías desarrolladas en recesión; el consumo y la inversión cayendo espectacularmente por la restricción del crédito en países europeos y en EEUU; incremento del desempleo en niveles preocupantes; aumento de las presiones fiscales y el endeudamiento del sector público por la aplicación de medidas de rescate al sector financiero y los menores ingresos dado el derrumbe de la actividad económica; caída de los precios de las materias primas; importantes afectaciones en los mercados emergentes a través de los canales financieros y comerciales, y disminución de su tasa de crecimiento.

Frente a una crisis de tales proporciones perdía validez el enfoque inicial correspondiente a una situación de iliquidez y se hacía ineludible un enfrentamiento que involucrara más al sector privado en la administración de los riesgos. Bajo el principio “demasiado grande para quebrar” se socorrían, con grandes sumas de las arcas públicas, a bancos y compañías aseguradoras que se habían expuesto irresponsablemente a riesgos extremos, con lo cual se incrementaba el riesgo moral, se premiaba a los especuladores y se posponía

el necesario ajuste, sin que el crédito aumentase en el nivel que exigían las economías.²

En el transcurso del año las tensiones financieras se fueron suavizando en correspondencia con la incipiente reanimación económica que mostraba EEUU y la Unión Europea (UE), la mejoría experimentada en los beneficios empresariales y la mayor certeza acerca del mantenimiento de los estímulos económicos por parte de las autoridades centrales.

No obstante, la incertidumbre fue intermitente y no disminuyó al nivel requerido para restablecer la confianza de los inversionistas pues, aunque no pocos analistas y organismos internacionales consideraron superada la crisis económica, para otro grupo importante de expertos la recuperación era un mero espejismo. Y realmente, más allá del debate teórico acerca de si la crisis había “tocado” o no fondo, los hechos eran concluyentes en relación a la persistencia de importantes problemas que afectaban el desempeño de las economías en la gran mayoría del mundo industrializado, considerado el epicentro de la crisis económica y financiera.

¿Crisis financiera en regresión?

Las principales manifestaciones que certificaron el mejor clima financiero y la disminución del riesgo sistémico en el 2009 fueron la flexibilización de las condiciones crediticias; el mejor rendimiento de los títulos de renta fija y variable; la menor volatilidad en el mercado cambiario; el descenso de las primas de riesgo para mercados emergentes, y en general, el clima bursátil más estable ante las mejores perspectivas de las economías altamente desarrolladas.

² La mayor parte de los 700 000 millones de dólares que aprobó el Congreso norteamericano en el 2008, se consumió en el auxilio a banqueros, y más adelante la FED rescató al mayor banco de los EEUU, el Bank of America, mediante un préstamo de casi 130 000 millones para respaldar activos “tóxicos”. (ACM, 2008)

En el mercado de valores la recuperación gradual de la confianza se tradujo en una mayor propensión a invertir y a su vez, en un mayor rendimiento de los activos financieros de renta variable, siendo éste uno de los rasgos más relevantes del mercado en ese periodo. El balance fue positivo para la mayoría de las plazas bursátiles que mostraron una escalada alcista, casi ininterrumpida, de precios accionarios guiada fundamentalmente por la mejor coyuntura económica y la masiva movilización de recursos monetarios y de estímulos fiscales. La enorme liquidez puesta en circulación por los principales bancos centrales en el 2009 estimuló el apetito de riesgo tanto en Europa Occidental como en EEUU.

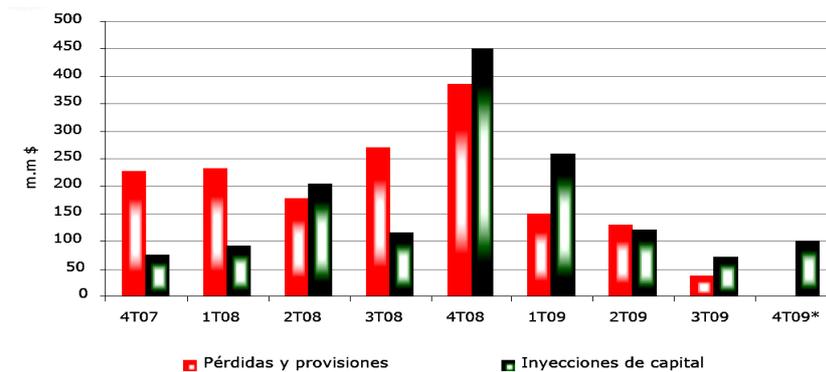
La mayor liquidez también explicó el desempeño más favorable del mercado de bonos. Importantes emisores soberanos, entre los que se ubica EEUU, tuvieron una intensa actividad en la colocación de títulos de deuda, gracias a la “fuga hacia la calidad” que se vio incentivada por la vulnerabilidad del ciclo económico a nivel mundial. Asimismo, el segmento de bonos corporativos se favoreció con menores primas de riesgo a pesar que los balances y las cuentas de resultados de muchas entidades financieras presentaban aún importantes debilidades, y que el sector empresarial no financiero soportaba la poca disponibilidad de crédito y las presiones del menor consumo.

Para los mercados emergentes, el panorama también fue más optimista debido a la disminución del costo del financiamiento externo por la reducción de las primas de riesgo. En ese comportamiento influyó el ascenso de los precios de los productos básicos, las perspectivas de crecimiento positivas, el mantenimiento de elevadas reservas monetarias y en general, el mejor clima macroeconómico que reinó en los principales mercados emergentes por la aplicación de políticas contracíclicas eficientes. (FMI, 2009)

El sector bancario, aunque continuó siendo el más deprimido, logró cierta reanimación en el año por el sostenimiento del auxilio millonario de los respectivos gobiernos que impidió fuga de depósitos, confiscaciones de ahorro

y cierre de entidades a gran escala³. Indudablemente, los fondos puestos a disposición de los banqueros facilitaron el saneamiento de los balances bancarios y el proceso de capitalización de grandes entidades, e irónicamente, también les permitió a éstas reiniciar el pago de cuantiosas bonificaciones a sus ejecutivos, causando así indignación en la opinión pública estadounidense.⁴

Gráfico No.1
Situación bancaria



* Las cuentas de resultados del 4to trimestre se presentan a inicios del 2010.

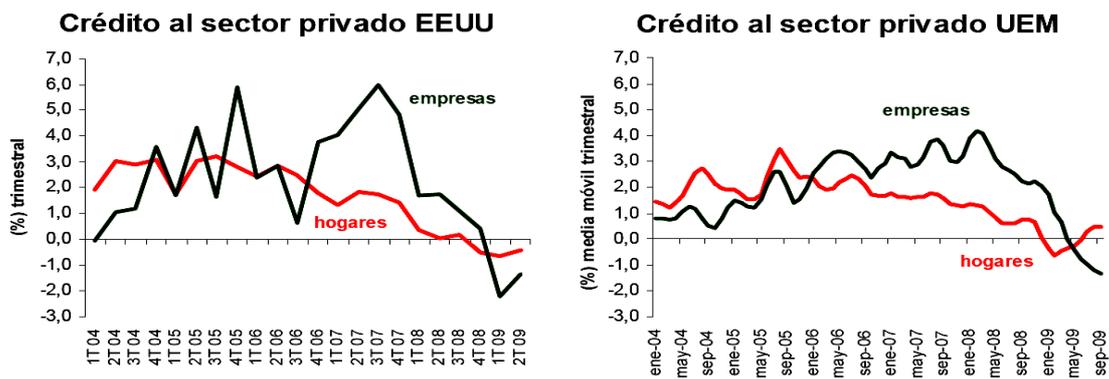
Fuente: Bloomberg, diciembre 2009.

Se confundió el rescate de los bancos con el de sus accionistas y acreedores, y se pospuso una reestructuración ordenada del sistema bancario que permitiese alcanzar el objetivo prioritario: la reanudación del crédito. La restricción crediticia se mantuvo durante el año pues muchos bancos se vieron precisados a recortar préstamos para compensar las pérdidas sufridas durante la crisis y otros los mantuvieron congelados y utilizaron el dinero que les llegó por los canales oficiales para restaurar su patrimonio.

Gráfico No.2

³ En el caso de EEUU la nueva administración dio continuidad a la estrategia implementada por el Tesoro bajo la dirección de su anterior titular Henry Paulson, el cual puso en marcha una operación de salvataje que involucró cifras espectaculares ante el temor del colapso bancario.

⁴ Las entidades norteamericanas que más dinero recibieron del Tesoro (Goldman Sachs, Bank of America, Morgan Stanley, Citigroup) encabezan el otorgamiento de estos escandalosos premios. (Katz, 2009)



Fuente: Reserva Federal y Thomson Reuters, diciembre 2009.

Adicionalmente, otra deficiencia de la estrategia oficial fue no atacar un problema fundamental del sector financiero referido a la morosidad de pagos de los prestatarios por lo que a fines del año muchas entidades bancarias seguían afrontando deudas millonarias de corporaciones, consumo e hipotecas, incluidas las subprime. Así, en el caso de EEUU, a pesar de los programas puestos en marcha para apoyar a los bancos, se produjeron nuevas quiebras durante el año según estadísticas de la Corporación Federal de Seguro al Depósito (FDIC).⁵

Respecto al mercado de divisas, el rasgo más prominente fue la volatilidad de las cotizaciones de las monedas de referencia que continuaron bajo presión por el alto grado de deuda y desempleo que presentaban las economías. Especial connotación tuvo la situación de EEUU dada la persistencia de substanciales desequilibrios en sus cuentas externas y fiscal -exacerbados por los planes de salvataje bancario- y como resultado, la fuerte controversia en relación al papel preponderante del dólar en el sistema de relaciones comerciales y financieras mundiales.

Prevalecía el criterio de que el rescate del sistema financiero traía un conjunto de consecuencias o “daños colaterales” para el sector público que serían muy difíciles de corregir; entre ellos el desmedido endeudamiento y los elevados

⁵ Solamente desde enero hasta julio, la FDIC contabilizó 53 quiebras bancarias, fundamentalmente de entidades pequeñas. Rescatar a 10 de estos bancos representó para la entidad aseguradora un costo de aproximadamente 8 000 millones de us dólares (FDIC, “Failed Bank List”; <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>).

déficit presupuestarios, y la sensibilidad de los tipos de cambio a esa percepción fue muy alta, como se manifestó en la relación euro-dólar que constituye el par de referencia en el mercado de divisas.

Por ejemplo, las expectativas negativas acerca del impacto de los estímulos financieros sobre los indicadores de convergencia de la Unión Económica Monetaria (UEM) tuvieron un peso significativo en la trayectoria del Euro; el incumplimiento de las metas de equilibrio presupuestario y de endeudamiento por parte de España, Francia, Grecia, Italia, entre otros países, fue visto por los agentes del mercado como un problema preocupante para la estabilidad futura de la moneda única.⁶

En el caso del dólar, el criterio mayoritario de que la prioridad máxima de la política monetaria estadounidense era consolidar la recuperación de la economía y la salud del sistema financiero, tuvo una incidencia negativa pues hizo que muchos operarios mantuvieron posiciones cortas apostando por el mantenimiento de tipos de interés bajos durante un tiempo prolongado. Sin embargo, en otros inversionistas primó la aversión al riesgo y se refugiaron en los títulos del tesoro estadounidense ante la posibilidad del desmantelamiento de la intervención pública y el endurecimiento de la política monetaria a corto plazo.⁷

Fue así que la propia estrategia implementada por las economías desarrolladas para salir de la crisis, se instituyó en uno de los factores que más exacerbó el cruce de expectativas en los agentes del mercado y por lo tanto, la incertidumbre.

Crisis de deuda soberana.

⁶ Varios países miembros de la zona euro presentan déficit fiscales superiores al 12% del PIB y deudas públicas por encima del 100%, lo que constituye una franca violación de los acuerdos básicos de Maastricht que dieron vida a la moneda europea. En aquel momento se pactaron déficit de no más del 3% del producto y deudas con un tope del 60% del PIB.

⁷ La aversión al riesgo disminuyó en relación al año 2008, no obstante se mantuvo la necesidad de refugio en la liquidez que brindan los títulos del tesoro estadounidense.

La declaración de moratoria del gobierno griego y el posterior rescate en el primer semestre del 2010 marcó el inicio de una crisis de deuda soberana que minó los puntales de la UEM, cuya supervivencia fue seriamente cuestionada. A Grecia le siguió Irlanda y en ese mismo año Portugal, y si no se produjo el derrumbe del esquema integracionista fue por la intervención directa de la denominada troika: la Comisión Europea, el Banco Central Europeo (BCE) y el FMI que, con cuantiosos recursos monetarios, “salvo” a gobiernos y entidades financieras que se encontraban al borde del colapso. (Bankia, 2011)

Aunque el estallido de la crisis de deuda soberana significó un punto de inflexión importante en el desenvolvimiento de los mercados monetarios y financieros, que desde entonces transpiran volatilidad e incertidumbre, otros hechos de naturaleza muy disímil, violentaron la dinámica de los mercados desde fines del 2010. Entre los más relevantes se ubican:

- Fuertes tensiones políticas en África Norte y Medio Oriente (Egipto y Libia) minaron la confianza de los inversionistas por el temor a una escalada del precio del petróleo. Ello se reflejó en bruscos movimientos de capitales hacia mercados más seguros, depreciación del dólar y caída de las cotizaciones bursátiles a nivel mundial.
- El devastador terremoto y tsunami, y la posterior crisis nuclear en Japón generaron fuertes sacudidas en los mercados de valores asiáticos, comenzando por el de Tokio, con réplicas en Europa y Norteamérica, dada la fuerte incertidumbre acerca del impacto real que tendría para la nación nipona y la economía mundial la destrucción material y humana que tuvo lugar.
- La elevación del límite de deuda y la rebaja de la calificación crediticia en los Estados Unidos fueron dos hechos de especial connotación. En torno a las complejas negociaciones que tuvieron lugar en el seno del Congreso para elevar el techo de endeudamiento del gobierno federal, y evitar con ello una suspensión de pagos, se produjeron fuertes especulaciones que se tradujeron en alzas de las primas de riesgo de los swaps de

incumplimiento crediticios (CDS) y de los tipos de interés para la financiación bancaria.⁸

- La falta de credibilidad en los acuerdos de la UE respecto a la integración fiscal y la decisión de Gran Bretaña (una notable excepción), de rechazar el Tratado y la división política que ello creó dentro de la coalición de gobierno.

Sin embargo, para ganar en claridad acerca del comportamiento que tuvieron los mercados durante el 2011, es necesario trascender los sucesos puntuales y reflexionar sobre cuestiones estructurales del acontecer económico mundial. Si los niveles de riesgo continuaban altos en los diversos ámbitos financieros (crediticios, monetarios y bursátiles) era fundamentalmente por el peligro real de recesión en los países desarrollados, la persistencia de severos problemas de solvencia y liquidez en instancias soberanas y entidades bancarias, el limitado margen de maniobra de las políticas monetarias y fiscales para hacerle frente al legado de la crisis y promover crecimiento, y además, el conjunto de vulnerabilidades que estuvieron presentes en las economías emergentes. (FMI, 2011a y 2011b)

Los temores a una recesión en las economías desarrolladas constituyeron, junto a la permanencia de incertidumbres financieras, los factores fundamentales para la toma de decisiones por parte de los inversores. En relación a los EEUU a pesar de la presencia de un conjunto de condiciones que podían inducir una mayor recuperación como son: la continuidad de una política monetaria expansiva, el impulso exportador por la debilidad del dólar y la mayor solidez de los balances empresariales, se apreció un debilitamiento de la actividad económica respecto al 2009-2010. (FMI, 2011c)

⁸ La degradación de la nota crediticia de los EEUU por parte de la agencia Standard & Poors, quien retiró la calificación AAA característica de los emisores de obligaciones más fiables y le otorgó un AA+ aduciendo riesgos políticos por la enorme magnitud de su deuda pública, fue valorada por los inversionistas como una señal muy negativa y provocó una catarsis momentánea en el mercado, siendo los primeros en reaccionar las bolsas de Oriente Medio y el Golfo Pérsico. La medida constituía una sanción inédita desde la creación de la agencia calificadoras en 1941 y generó una dura reacción por parte del Tesoro estadounidense que cuestionó la decisión y puso en duda la integridad de la dicha entidad.

La desaceleración en el crecimiento respondió esencialmente a la debilidad de la demanda y la elevada tasa de desempleo registrada, en un contexto en el que todavía era alto el nivel de apalancamiento de los hogares. Ni la inversión, ni el consumo privado mostraban el dinamismo necesario para lograr el repunte de la economía y si a ello se le adicionaba la previsible austeridad fiscal por los recortes presupuestarios aprobados tras el incremento del techo de la deuda pública, y el problema de sostenibilidad de la deuda pública, las posibilidades de crecimiento eran aún más lejanas.

En el caso de la UE, los acontecimientos se precipitaron hacia un progresivo deterioro de la situación financiera y a pesar del desigual desempeño de los países miembros, y que naciones consideradas el núcleo duro del euro y otras de la categoría de emergentes, mantenían ritmos de crecimiento positivos, reinó en el mercado un ambiente de preocupación y desconfianza por la aprensión de los inversores a un contagio a nivel regional de los graves problemas de deuda y déficits públicos de las denominadas economías europeas periféricas: Grecia, Irlanda y Portugal.

La confianza inversionista comenzó a deteriorarse aceleradamente debido a la evaluación negativa de la capacidad de esas naciones para servir sus deudas y el impacto que ello podría tener en la banca europea. Las principales agencias de calificación crediticia les rebajaron la nota y en consecuencia, tanto el rendimiento de los bonos soberanos como los diferenciales de crédito bancario experimentaron un marcado incremento.

La crisis no tardó en recrudecerse y extenderse por toda Europa dadas las estimaciones sobre la sostenibilidad de la deuda en Grecia, Irlanda y Portugal y las dudas sobre su retorno al mercado en los plazos fijados por los programas de ayuda oficial de la UE y el FMI y adicionalmente, por el incremento de los diferenciales de bonos soberanos de Francia y Alemania, y el fuerte deterioro macroeconómico en España. Pero, fue el cuestionamiento de la solvencia de Italia, tercera economía del área, lo que marcó un nuevo momento crítico en la crisis.

La profunda inestabilidad de las finanzas públicas y el bajo o nulo crecimiento económico en varios países llevó a una crisis sin precedentes en las instancias gubernamentales europeas y como es lógico, también conllevó a agravar los problemas de solvencia y de calidad de activos de las entidades bancarias, muchas de las cuales no habían superado totalmente los embates de la crisis del 2008.⁹ De ese modo y por primera vez, el esquema de integración monetaria se vio sometido a una crisis donde no solo estaba en juego la sobrevivencia del sistema bancario, sino también la de gobiernos y la de la moneda misma; y en la que, como nunca antes, se puso de manifiesto la incapacidad de resistencia de las instituciones encargadas de velar por la estabilidad monetaria y financiera del bloque europeo. (Ontiveros, 2011)

Respecto a esta última cuestión se produjeron fuertes expectativas en torno a la efectividad de las decisiones tomadas por las autoridades comunitarias para enfrentar la crisis. Especialmente, la atención de los inversionistas estuvo centrada en aquellas medidas que directamente incidían en la salud financiera de entidades públicas y privadas, como son: el incremento y la flexibilización de la Facilidad Europea para la Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés); la recapitalización y las nuevas exigencias de coeficientes de solvencia para el sector financiero; y las acciones del BCE quien, ante el fuerte aumento de las tensiones sistémicas, continuó flexibilizando la liquidez para aliviar la situación de la banca y redujo aún más la tasa de interés para intentar frenar el deterioro económico.

Sin embargo, las medidas tomadas no lograron revertir la crítica situación y se mantuvo alto el nivel de incertidumbre producto de las negativas expectativas de consumo e inversión, el endurecimiento de las políticas fiscales y las fuertes manifestaciones sociales en rechazo a las mismas, el deterioro y la restricción del crédito bancario, y sobre todo, los temores a una desagregación de la UEM.

⁹ La crisis soberana activó nuevamente el círculo vicioso entre sistema bancario y la economía real que lleva invariablemente a un mayor deterioro de la economía.

Otro componente del panorama mundial que tuvo una influencia decisiva en el actuación de los mercados financieros, fueron las llamadas naciones emergentes que, con sus favorables perspectivas de crecimiento y grandes reservas monetarias, atrajeron capitales en gran magnitud durante el 2011, en contraste con las economías desarrolladas caracterizadas por bajas tasas de interés y fuertes desequilibrios financieros.¹⁰ Pero, precisamente, las grandes entradas de capitales indujeron en varias naciones fuertes expansiones de liquidez y del crédito interno que condujo al sobrecalentamiento de la economía, el deterioro de la cartera crediticia de los bancos y al mayor apalancamiento de sus balances (FMI, 2011a).¹¹

La convergencia de un desalentador escenario macroeconómico en los EEUU, severa crisis financiera en la UE y dudas respecto a los mercados emergentes, acrecentó el temor de riesgo sistémico, el cual tuvo su expresión y al mismo tiempo se retroalimentó, en la evolución de los distintos segmentos del mercado financiero internacional.

Pasados tres años de la quiebra del Lehman Brothers, la fragilidad era un rasgo que caracterizaba los sistemas bancarios de las economías desarrolladas. En el caso de la banca europea el desgaste se explicaba, como ya se dijo, por el débil entorno macroeconómico de la zona y particularmente, por la erosión de la capacidad de pago de los gobiernos. La crítica situación económica y financiera de la UE afectaba a los bancos por diferentes vías: pérdidas directas en las carteras de deuda soberana (desvalorización de bonos públicos), disminución de los precios de activos sensibles al crecimiento, depreciación de los colaterales para obtener recursos en mercados mayoristas y el Banco Central, peores calificaciones crediticias y endurecimiento del costo

¹⁰ Numerosas naciones de Asia y Latinoamérica que pudieron superar la crisis del 2008 con relativa rapidez por contar con una mejor base fiscal y financiera, revirtieron la salida de capitales en cuantiosas entradas. (FMI, 2011b)

¹¹ Aún cuando el nivel de vulnerabilidad de los mercados emergentes es heterogéneo y que países de importancia estratégica como son China, Brasil y la India, están en condiciones de resistir choques externos (financieros y comerciales) sin grandes dificultades, no puede subestimarse el impacto que tiene para la estabilidad financiera mundial un deterioro de la salud financiera de este grupo de naciones.

de financiamiento y como resultado, menores beneficios y depreciación de las acciones institucionales.

La exposición de la banca a la deuda pública interna y externa despertaba un gran recelo en los oferentes de capital, lo cual se reflejó en el costo y la composición del financiamiento que estaba disponible para bancos europeos. No solo la posibilidad de un *default* en Grecia hizo temblar las cuentas bancarias de toda Europa en el transcurso del 2011, también la propagación de la crisis a España e Italia condujo a ventas generalizadas de acciones y bonos bancarios, de las que no estuvieron exentos las entidades francesas, belgas, holandesas, ni prácticamente todo el continente.¹²

Al otro lado del océano, el panorama tampoco fue favorable. Tras el recorte de la calificación de la deuda soberana en los EEUU, muchos bancos sufrieron pérdidas al desplomarse sus acciones y más adelante, el sistema volvió a tener afectaciones bursátiles cuando otra agencia, Moody's, recortó la calificación de deuda a corto plazo de tres entidades emblemáticas del país: Bank of America, Citigroup y Wells Fargo (Ugarteche y Carranco, 2011).

Tal estado de cosas explicó el pobre dinamismo del crédito bancario, siendo ese el resultado neto más preocupante de un sistema financiero que también padeció el contagio de la crisis europea por las extensas ramificaciones internacionales que lo caracterizan.

Por último, una síntesis de lo ocurrido en las principales economías del mundo y una clara expresión de la correlación de fuerzas imperante en las diferentes plazas de valores, crediticias y monetarias, fue el comportamiento del mercado de divisas, donde el cruce euro/dólar continuó siendo el más representativo para evaluar la tan añorada estabilidad financiera internacional. A medida que los riesgos crecían, también lo hizo la especulación en torno a la apreciación

¹² En el caso de Francia, la situación de la banca se complicó cuando Moody's anunció la rebaja de calificación de dos de sus instituciones más importantes: Société Générale, Credit Agricole, y puso en revisión la nota crediticia de BNP Paribas, otro de los bancos más grandes. El motivo que adujo en todos los casos fue el fuerte deterioro financiero provocado por las deudas soberanas que mantienen en sus balances, fundamentalmente la de Grecia.

y/o depreciación de una u otra divisa, catalogándose de “guerra” el nivel de volatilidad que como resultado de tal conducta tipificó las transacciones al contado y a futuro.

Recrudescimiento de la crisis europea y “abismo fiscal” en EEUU.

En el ámbito financiero fueron tres los elementos que caracterizaron a la región europea: crisis de las finanzas públicas, fragilidad de los sistemas bancarios domésticos y aplicación de programas de rescates con una alta dosis de austeridad. El deterioro sostenido de la situación en varios países, cuyo caso más crítico continuó siendo el de Grecia, se expresó esencialmente en crecientes niveles de déficits fiscales y de deuda soberana que ahondaron la crisis de liquidez y los problemas económicos y sociales en el área.

Las políticas monetarias expansivas aplicadas por el BCE para paliar la crisis fueron infructuosas y no lograron recuperar la confianza de inversionistas nacionales y foráneos tornando aun más lejana la posibilidad de que en el corto plazo se revierta la situación. Adicionalmente, diversos acontecimientos de naturaleza política y financiera exacerbaron en el 2012 la incertidumbre en torno a la “salud” y estabilidad de la UEM; entre ellos se encuentran:

- Las elecciones de Grecia que provocaron una fuerte inestabilidad en los mercados financieros europeos antes y después de celebrarse por la retirada de depósitos y otras salidas de capitales que incitó. Previamente, por el temor de un escenario apocalíptico donde la nación helénica saliera de la UEM y arrastrara consigo a otras importantes economías como Italia y España; y posteriormente, por la inquietud ante la orientación de las políticas del gobierno saliente.
- El arribo del socialista Francois Hollande a la presidencia de Francia generó expectativas en los países periféricos que, agobiados por las recetas fondomonetaristas y la crisis económica, vieron a un posible aliado para fomentar la flexibilización de los ajustes. Sin embargo, con la adopción del “pacto para la competitividad” y otras medidas económicas de corte

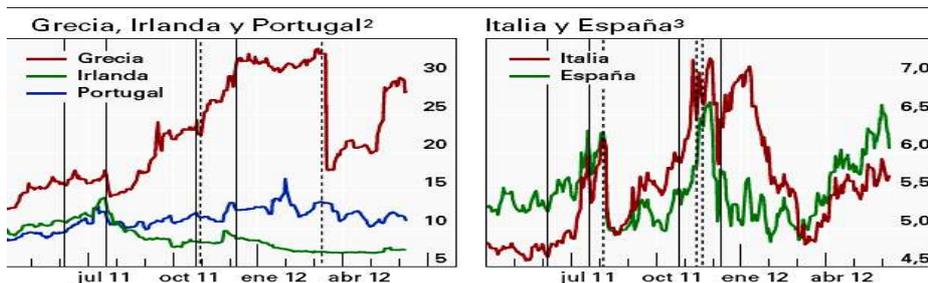
neoliberal, el gobierno francés ratificó su adhesión a la línea dura que predomina en Europa encabezada por Alemania.

- La solicitud, a mediados de año, por parte del gobierno español de una suma considerable a la UE para sanear Bankia no solo puso de manifiesto la incapacidad del estado para conseguir financiamiento en los mercados de capital, sino también la fragilidad del sistema financiero doméstico altamente minado por créditos hipotecarios “problemáticos”. Muchos vieron la nacionalización parcial de la entidad financiera y la creación de provisiones para pérdidas por parte de muchos bancos, como una reedición de la crisis bancaria irlandesa del 2010.¹³
- La rebaja de la calificación de deuda soberana para Italia (de Aa3 a Baa2) por la calificadora Moody's debido al crecimiento de la deuda en más del 6%. (ACM, 7 julio 2012)

Como siempre ocurre, la sensibilidad del mercado ante cualquier cambio real o potencial en el desempeño de las naciones fue alta, y ello se reflejó en el comportamiento de las primas de riesgo para emisiones de deuda soberana en Europa, cuya tendencia fue ascendente durante el primer semestre del año en correspondencia con los sucesos antes mencionados.

Gráfico No.3

UEM: Rendimientos deuda Soberana (Primas a 10 años, %)



Fuente: BIS, 82 Informe Anual. Basilea, junio 2012.

¹³ Bankia, uno de los cuatro principales bancos de España junto al BBVA, el Santander y la Caixa, no constituyeron un caso aislado ya que en general la situación patrimonial de la banca española era frágil porque una parte significativa de sus activos se evaporó con el derrumbe del precio de las propiedades inmobiliarias. El propio Banco de España en su Informe sobre la Estabilidad Financiera a inicios del año estimó que los bancos españoles poseían créditos inmobiliarios y de la construcción no redituables por valores equivalentes al 17 % del PIB. (Peston, 2012)

El considerable deterioro en las condiciones de financiamiento para gobiernos y la renovada preocupación respecto al crecimiento económico de la zona, hizo que los indicadores de tensión financiera se ubicaran en niveles muy altos y se incrementara la volatilidad en los mercados de divisas y accionarios, perdiendo estos últimos el terreno ganado a inicios del año. (FMI, 2012a)

Vinculado a lo anterior, el sistema bancario europeo confrontó serios problemas en sus balances por su alto nivel de exposición en títulos de deuda soberana y las complicaciones que enfrentó en la recuperación de activos asociados a empresas y personas. El incremento de la cartera de préstamos riesgosos deterioró la percepción de la solvencia crediticia de las instituciones con lo cual fue inevitable que se disparase el costo de los CDS y paralelamente, que cayesen los precios de las acciones bancarias sobre todo en las naciones con mayores dificultades en el manejo de la deuda soberana. (BIS, 2012)

La situación en materia de financiamiento fue muy tensa para muchos bancos de la periferia a pesar de las inyecciones de liquidez que efectuó el BCE. El apoyo oficial no pudo compensar los considerables retiros de fondos por parte de los depositantes, ahora en España e Italia, ni el hecho que el mercado mayorista o de financiación a largo plazo se mantuviese prácticamente cerrado para los bancos. En ese contexto, y ante el permanente temor de mayores impagos, éstos estuvieron menos dispuestos a efectuar desembolsos de préstamos, complicando así la situación para el sector empresarial y a nivel macroeconómico. (Bankia, 2013)

En cuanto a políticas monetarias se refiere, Estados Unidos, Reino Unido y Japón mantuvieron, al igual que la UE, una posición flexible y disminuyeron las tasas de interés en un contexto de debilitamiento económico y menores presiones inflacionarias. La mayor relajación de las políticas de los respectivos bancos centrales se concretó en la ampliación de los programas de compras de activos y de deuda pública, así como en el respaldo de liquidez al sistema bancario.

No obstante, y sin intentar minimizar el impacto que dichas políticas tuvieron en la capacidad de recapitalización del sector bancario a nivel mundial, el grado de apalancamiento de éste siguió siendo elevado. Los grandes bancos de Europa, Asia y Norteamérica continuaron involucrados en operaciones de derivados que suponían un alto riesgo e incrementaron su apalancamiento partiendo del criterio que su importancia sistémica los exonerará de la quiebra pues una vez más, acudirán a socorrerlos los gobiernos. (FMI, 2012b)

En general, los riesgos de inestabilidad financiera aumentaron en el año. La situación de los mercados emergentes, otro eslabón importante del horizonte financiero mundial, también fue incierta teniendo en cuenta las condiciones externas que enfrentaron. De preocupadas por la gran afluencia de capitales y la consecuente apreciación de sus monedas a inicios del 2012, varias de las mayores economías que integran este grupo de naciones pasaron a temer el impacto monetario y en el crecimiento económico que podría tener la disminución de la inversión en cartera y del financiamiento bancario que experimentaron en el transcurso del año. (FMI, 2013a).

A medida que las perspectivas económicas se debilitaban, disminuía la capacidad de las economías avanzadas y emergentes para eludir el contagio de la crisis europea y se exacerbaban sus propias inconsistencias fiscales y financieras. Precisamente asociado a esto último, el caso de EEUU fue el más inquietante para el mercado en el 2012.

La FED continuó siendo un puntal fundamental para contener la crisis al mantener tipos de interés oficiales en niveles excepcionalmente bajos y aprobar una nueva expansión cuantitativa (QE3) para facilitar la compra de títulos del Tesoro. La reacción del mercado a esas y otras disposiciones fue favorable, una clara expresión de ello fue la recuperación de los principales índices accionarios que mantuvieron una senda positiva durante casi todo el año en contraste con lo sucedido en Europa donde primó la incertidumbre y la desconfianza.

Pero, con la cercanía de fin de año y con este, la fecha de prescripción de los recortes impositivos y de gastos fiscales, la situación se fue tornando insegura y el nerviosismo dominó al mercado monetario y bursátil por el temor a que la nación se precipitara a lo que se llamó “abismo fiscal”. Adicionalmente, se valoró la posibilidad de que, coincidentemente en esa fecha, se alcanzaría el tope de la deuda pública que había sido aprobado en agosto del año anterior.

Al igual que en el 2011, las malas relaciones entre el presidente Obama y los republicanos en el Congreso generaron serias dudas acerca del éxito en las negociaciones para llegar a un acuerdo fiscal, lo cual junto con la renovación del límite de la deuda constituyen condiciones ineludibles para hacer más sostenibles las finanzas públicas y consolidar la confianza de inversores, empresas y consumidores.

La ansiedad subsistió hasta inicios del 2013 cuando finalmente en votación mayoritaria (257 a 167) la Cámara de Representantes aprobó un proyecto de ley que salvó al país de alzas generalizadas de impuestos y drásticas reducciones de gastos, y rompió con dos décadas de ortodoxia republicana al subir los impuestos a los más ricos.

Volatilidad e incertidumbre recurrente.

El año 2013 comenzó con una inusual sesión del Senado norteamericano donde se aprobó el proyecto de ley que contrarrestó la crisis fiscal que amenazaba al ejecutivo estadounidense. Tras reñidas discusiones en la Cámara de Representantes, el acuerdo logrado por los senadores el primero de enero salvó al país de alzas generalizadas de impuestos y fuertes reducciones de gastos que lo hubiesen empujado inevitablemente a una recesión económica. Los senadores votaron mayoritariamente a favor de elevar algunos impuestos a los ricos y de mantener bajos, de forma permanente,

ciertos gravámenes que por más de una década se le imponían a la clase media norteamericana.¹⁴

Sin embargo, el optimismo inicial que despertó la noticia después de muchos días de incertidumbre debido a la disputa legal en el Congreso, no borro las preocupaciones de los inversionistas acerca de venideras batallas presupuestarias pues resultaba obvio que el arreglo alcanzado no tendría una incidencia significativa en la reducción del enorme déficit fiscal ni por tanto en los requerimientos de endeudamiento de la administración. Por ello, se fue perdiendo paulatinamente el impulso favorable en los mercados y resurgió la interrogante referente al curso de las futuras conversaciones sobre el “límite de deuda” que tendrían lugar ese mismo año.¹⁵

Más adelante, en el mes de mayo, en un contexto en el que muchos analistas consideraban que los riesgos financieros a corto plazo habían cedido, la FED anunció la posibilidad de disminuir las compras de activos, es decir, las operaciones de expansión cuantitativa, con lo cual daría un vuelco a la política monetaria no convencional seguida por la entidad desde el estallido de la crisis bancaria.¹⁶ Como resultado, los agentes del mercado aumentaron sus expectativas acerca de un incremento de la tasa de interés, se produjo un alza en el rendimiento de los bonos del Tesoro y otros activos financieros, y en general se endurecieron las condiciones monetarias referidas a costos y plazos, en la nación norteaña. (FMI, 2013b)

¹⁴ Entre los elementos más destacados del acuerdo fiscal estuvieron: prorrogar indefinidamente las exenciones fiscales introducidas en la administración de George W. Bush para la mayoría de los ciudadanos, excepto para los de renta más elevada que verían aumentar sus impuestos; incrementar el gravamen a las ganancias de capital; subir el impuesto de bienes inmuebles a propiedades con un valor superior a los 5 millones de US\$; evitar la reducción salarial a profesionales que trabajen en programas de Medicare (atención médica pública); renovar hasta el 2014 los subsidios por desempleo; y retrasar por dos meses la aplicación de los recortes automáticos de gasto que debían entrar en vigor el 1 de enero. (Bloomberg)

¹⁵ Recordar que el límite o techo vigente para la deuda federal había sido definido en agosto del 2011, también en el marco de complejas negociaciones entre demócratas y republicanos en el seno del Congreso.

¹⁶ Con el propósito declarado de favorecer la actividad residencial y relajar las condiciones del mercado financiero, la FED decidió en septiembre del 2012 ampliar su programa de expansión monetaria (QE3, por sus siglas en inglés) sin fecha concreta de finalización e incluyendo la compra de letras del Tesoro (*Treasuries*). En aquel momento se previó que las compras de activos comenzarían en enero del 2013 a un ritmo de \$85.000 millones mensuales: \$45.000 en *Treasuries* y \$40.000 en activos hipotecarios (*Mortgage Back Securities*).

El temor a una reversión gradual de la política de relajación cuantitativa de la FED se generalizó en los mercados financieros y promovió una fuerte volatilidad en el precio de una amplia gama de activos en diferentes regiones geográficas. Así, en el segundo trimestre del año, el rendimiento de las deudas públicas percibió un ascenso mientras las acciones caían en mercados desarrollados y emergentes. (BIS, 2013a)

Paralelamente, las economías emergentes que por sus atractivas tasas de crecimiento venían incitando substanciales ingresos de capital en un contexto de bajos rendimientos de deuda pública en países desarrollados, experimentaron notables salidas de bonos y acciones desde mediados de año, y asociadas a ellas significativas depreciaciones nominales de las monedas nacionales.¹⁷

La perspectiva de endurecimiento de la política monetaria de la FED explicó el incremento del diferencial de riesgo y el retroceso del flujo de capitales para estas naciones en previsión a las implicaciones que podría traer para su desempeño macroeconómico y crecimiento futuro. Ya en el segundo semestre del año, y a pesar de los pronunciamientos de la FED y el BCE, conjuntamente con el de Japón e Inglaterra, de que continuarían su política monetaria acomodaticia atendiendo a las necesidades económicas de sus respectivas naciones, no se constataron cambios significativos para los mercados emergentes.

Su situación financiera continuó siendo incierta como resultado de los elevados diferenciales en el rendimiento de las deudas, la pobre recuperación de las pérdidas que se habían producido en el mercado bursátil, los niveles bajos en las cotizaciones monetarias y las continuas salidas de capital. Todo ello, en gran medida, como reflejo de la desconfianza que generaba en los inversionistas la acumulación de vulnerabilidades y las menores perspectivas de crecimiento respecto a los países desarrollados. (BIS, 2013a)

¹⁷ El mantenimiento durante los últimos años de bajos rendimientos en las economías industrializadas estimuló la diversificación de cartera por parte de los inversionistas mediante la adquisición de activos de mayor riesgo, pero más rentables de mercados emergentes.

En estos últimos sí se patentizó una mejoría gracias a la recuperación de los índices bursátiles y la disminución de las primas de riesgo de las obligaciones. Especialmente evidente fue la remisión de las presiones bajistas en los precios de activos financieros y la mejor evaluación de riesgo para las nuevas emisiones de deuda en los EEUU como reacción del mercado a la decisión de las autoridades monetarias de posponer la suspensión gradual de compras de activos a gran escala. Medida que no sorprendió a los operadores que tenían claro que la combinación de un bajo crecimiento del empleo y de la inflación en el país hacían inoperante el endurecimiento de la política monetaria a corto plazo, sobre todo en las condiciones prevalecientes de mayor austeridad fiscal.¹⁸

La mayor estabilidad subsistió hasta octubre cuando nuevamente se estancó el panorama financiero de los EEUU por el “congelamiento o cierre” del gobierno federal durante 16 días debido a que las pugnas bipartidistas en el Congreso demoraron la aprobación del presupuesto para el nuevo año fiscal que comienza precisamente ese mes. Al no tener fondos ni autorización para más créditos, el gobierno tuvo que cerrar de inmediato varias oficinas y dependencias administrativas, despidiendo a 800 000 trabajadores del Estado con licencias anticipadas; en esas circunstancias se creó un ambiente de incertidumbre respecto a la sostenibilidad fiscal y financiera de la nación.¹⁹ (ANDBANK, 2013a)

En el lapso de tiempo que transcurrió entre que el Ejecutivo se declaró en bancarrota y el Congreso aprobara la ley de financiación y elevara el techo de la deuda- lo que ocurrió finalmente el 16 de octubre- se disparó la volatilidad de las principales divisas, el oro y los precios de activos de renta fija y variable, las condiciones de acceso a los mercados se hicieron más restrictivas, y la

¹⁸ La nueva regla de política monetaria anunciada en marzo por la FED indica que los tipos de interés se mantendrían en niveles excepcionalmente bajos mientras la tasa de desempleo no cayera por debajo del 6,5% y la inflación proyectada a corto plazo no excediera el 2,5%.

¹⁹ El problema radica en que de forma reiterada el enorme déficit fiscal de los EEUU supera la capacidad de endeudamiento aprobada para el Ejecutivo por parte del Congreso, lo que quiere decir que para cubrir sus requerimientos financieros, el gobierno tiene que demandar en el mercado más dinero del que le está permitido por ley. Ello obliga a revisar periódicamente el techo de la deuda federal si se quiere evitar una moratoria de pagos y sus consecuencias económicas y sociales. La fecha tope para hacerlo era el 17 de octubre.

aversión al riesgo fue en ascenso ante el temor a una suspensión de pagos sostenida por parte de Washington y sus ramificaciones en la economía mundial. (ANDBANK, 2013b)

Pero los efectos del “apagón” del gobierno y del impasse de la deuda en EEUU, fueron bastante efímeros en el mercado no obstante la poca trascendencia que para enfrentar esos graves problemas tuvo el convenio refrendado por los parlamentarios estadounidenses. A fines de octubre y principios de noviembre ya muchos de los indicadores financieros más representativos se habían restablecido como es el caso del bono del Tesoro a 10 años cuyo rendimiento cayó a niveles significativos y del índice S&P 500 que alcanzó un máximo histórico el 15 de noviembre.²⁰ Asimismo, los mercados de divisas volvieron a operar con apetito de riesgo ante las expectativas de un prolongado período de financiación ajustada. (BIS, 2013b)

Finalizando el año resurgió la especulación por la incertidumbre acerca del futuro inmediato de la política monetaria de EEUU, y la atención internacional se centro, una vez más en la reunión del Comité de operaciones del mercado abierto (FOMC por sus siglas en ingles) que tendría lugar a mediados de diciembre y cuyo tema principal era si se mantendrían o no las compras mensuales de bonos por 85000 millones us\$. El abanico de las especulaciones fue muy amplio y abarcó tanto la posibilidad de adopción de una línea “dura” por parte de la FED con la inmediata salida del QE, como su posposición para el 2014 siguiendo el criterio más moderado que defendían el entonces presidente, Ben Bernanke, y la recién electa para un próximo mandato de la autoridad monetaria, Janet L. Yellen. (ACM, 2013)

El equilibrio en las expectativas mantuvo relativamente relajados los mercados de valores y de divisas hasta que definitivamente se dio a conocer que no sería hasta el nuevo año que se evaluaría un cambio en la política de compras de activos. La decisión satisfizo al mercado al constituir un respiro en medio de las presiones de liquidez previas a las fiestas navideñas y tuvo entre sus efectos

²⁰ Ver Gráfico No.12

más evidentes la fuerte apreciación del dólar; paralelamente los rendimientos de los bonos mantuvieron su ritmo y las bolsas cerraron con una ponderación favorable del riesgo gracias al impulso monetario de la FED y los bancos centrales de Europa y Japón. (ACM, 2013)

Del otro lado del Atlántico, la crisis seguía latente y varias naciones europeas que desde el 2010 habían sido objeto de “rescate” por parte de autoridades financieras comunitarias e internacionales, continuaban en el 2013 atrapadas en el círculo vicioso de alto endeudamiento y déficit fiscal. Ni las millonarias sumas invertidas en el salvataje de gobiernos y bancos, ni los rigurosos programas de ajuste fiscal impuestos a los Estados a un elevado costo social, fueron realmente efectivos.

No obstante, la situación financiera de la eurozona experimentó cierta mejoría durante el año, y en naciones marcadas por su negativa trayectoria, como son España, Irlanda, Italia y Portugal se redujeron los rendimientos de deuda pública y los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio. (BIS, 2013a). Tributaron a ese clima de menor riesgo los planes de consolidación fiscal y las medidas de inyección de liquidez aplicadas por el BCE; entre ellas las operaciones de financiación a largo plazo y las Operaciones Monetarias de Compraventa o Directas.²¹

Ahora bien, asociado al sobreendeudamiento público y a otros factores, permanece latente en Europa un serio problema que es la fragilidad del sector bancario y su impacto negativo en la oferta crediticia, tanto en cantidad como en calidad. El crecimiento del crédito al sector privado (empresas y hogares) en la UEM durante el 2013 fue inferior al de EEUU, Japón e Inglaterra, y también se caracterizó por sus condiciones más restrictivas. (FMI, 2013a)

²¹ Equivalente al QE estadounidense, el programa de Transacciones Monetarias Directas (OMT) se concibió para reducir la volatilidad cambiaria y recuperar la confianza en el euro mediante la financiación monetaria. Sus detractores plantean con justeza que medidas de esa naturaleza, aunque efectivas temporalmente, distorsionan las señales del mercado y posponen las necesarias reformas para enfrentar la crisis.

Las mayores dificultades en la intermediación bancaria de la UEM se justificaron, en gran medida, por el encarecimiento que sufrió la propia financiación recibida por los bancos ante la elevada percepción de riesgo que genera en los inversionistas el deterioro acumulado de los activos y la mayor probabilidad de pérdidas crediticias que sufren muchas de estas instituciones. La necesidad de compensar los elevados diferenciales o primas de riesgo con que el mercado grava el financiamiento captado por los bancos (superiores a los que se aplican a la deuda corporativa), limita la eficiencia de los bancos como transmisores de crédito.²² (BIS, 2013b)

La incertidumbre que tipifica la actividad bancaria en la UEM se retroalimentó a medida que, en el contexto de bajas tasas de interés oficiales, los bancos continuaron demandando activos de mayor rendimiento, y se mantuvo alta la proporción de créditos apalancados en el total de préstamos sindicados desembolsados. El elevado volumen de créditos a prestatarios de baja calificación crediticia que se verificó en el 2013 y las desfavorables condiciones macro que prevalecieron en la región, reforzó la desconfianza en la estabilidad del sector. (BIS, 2013b)

La fortaleza del balance es un factor determinante en la actividad bancaria y en su disposición para prestar y generar ingresos, y en el caso de la zona euro el proceso de saneamiento de los mismos se encuentra rezagado respecto a otras regiones de países desarrollados. La reestructuración de los balances ha sido desigual entre los países, pero en general se observa demora en los programas de reformas. (FMI, 2013c)

Para el mejor desempeño de los bancos y el saneamiento de sus balances también es importante avanzar en la consolidación de las finanzas públicas, proceso que ha sido heterogéneo entre las naciones desarrolladas que en un

²² Según informe del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS), los bancos de la zona euro transfieren gran parte de sus costos de financiación a los prestatarios y la tasa de interés media de los préstamos concedidos se ancló, en los últimos tres años, en niveles superiores al 3% a pesar del descenso de las tasas oficiales. En esas condiciones disminuye la ventaja de los bancos como emisores de crédito y las empresas optan por financiarse en los mercados de deuda, sin la intermediación bancaria, pues le resulta más barato. (BIS, 2013b)

contexto de tasas de interés en niveles mínimos y medidas no convencionales de acumulación de activos y expansión monetaria por parte de los bancos centrales, pueden disfrutar de un colchón adicional de liquidez y aplazar los necesarios ajustes fiscales y sectoriales.

Precisamente, en relación a la política monetaria acomodaticia de los países industrializados (en Asia, Europa y Norteamérica) y su impacto para la estabilidad macroeconómica y bancaria, continuaron manifestándose posiciones contrarias y tuvo lugar un fuerte debate. Los más críticos, que ya son mayoría, insisten acertadamente en el peligro que representa el crédito barato en la formación de burbujas financieras y aludieron a lo sucedido en el 2007 cuando la crisis hipotecaria en los EEUU; asimismo, fundamentan con razón, que una vez superado el riesgo de colapso financiero, medidas de esa naturaleza lo que hacen es posponer el desapalancamiento del sector privado, fomentar el endeudamiento del sector público, distorsionar el sistema financiero y diferir los cambios estructurales que estimulan un crecimiento sostenido de la economía real.

El tema es complicado pues aun y cuando las autoridades monetarias decidan abandonar ese tipo de política al ponderar adecuadamente sus costos y beneficios, resulta muy difícil determinar el momento adecuado para hacerlo sin correr el riesgo de desestabilizar el mercado por un alza desorbitada de los rendimientos o la pérdida de credibilidad como gestores de política, lo cual es muy dañino también para la confianza del mercado.

EN RESUMEN

El elevado endeudamiento público y privado, los grandes déficits fiscales, la fuerte restricción crediticia, las políticas de austeridad y el elevado desempleo, continúan siendo rasgos invariables de la fisonomía europea y motivos para la desconfianza sobre el futuro de la región. Las medidas de apoyo monetario y de liquidez que las autoridades comunitarias han ejecutado en estos años, permitieron ganar tiempo, pero no lograron resolver los problemas

fundamentales que tributan a la inestabilidad que impera en los mercados financieros.

En EEUU el panorama tampoco es optimista pues además de una vacilante recuperación económica, la nación atraviesa una complicada realidad financiera en términos presupuestarios y de deuda, y el adverso clima político que enfrenta la actual administración genera serias dificultades para tomar decisiones estratégicas en materia de política económica que permitan avanzar en la estabilidad monetaria y financiera.

Asimismo, los elevados costos fiscales y financieros asociados al salvataje bancario ejercen una fuerte presión contra las posibilidades actuales y futuras de un mejor ejercicio macroeconómico. Ante esa realidad y teniendo en cuenta, además, que muchos de los factores estructurales que originaron la crisis están vigentes, es lógico que se mantengan activadas las señales de alerta y que la inseguridad continúe siendo un rasgo dominante del panorama monetario y financiero internacional.

Referencias bibliográficas

- ANDBANK (2013a). Análisis corporativo mensual: Economía y mercados mundiales. Andbank Research, octubre. Madrid, España.
- _____ (2013b). Economía y mercados mundiales. Andbank Research, noviembre. Madrid, España.
- Advanced Currency Markets (ACM): Servicio cablegráfico. Informes diarios, varios años 2008-2014, Suiza.
- Bank for International of Settlement (2011a): BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments. Switzerland, septiembre. Suiza.
- _____ (2011b): Informe trimestral, junio. Basilea. Suiza.
- _____ (2012). 82 Informe Anual, junio 2012. Basilea. Suiza.
- _____ (2013a). 83 Informe Anual, junio. Basilea, Suiza.
- _____ (2013b): Informe Trimestral, diciembre. Basilea, Suiza.

- Bankia (2011): Comité Mensual de Estrategia, noviembre. Madrid.
- ____ (2013). Comité Mensual de Estrategia, enero. Madrid.
- Caja Madrid (2010): Boletín económico financiero, abril, 2010. Madrid.
- CENDA (2009): Vuelve a crecer la especulación financiera. En Carta Económica 25 de Octubre 2009. Santiago de Chile.
- FMI (2009): Las Américas: Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora? Washington DC, Octubre, 2009.
- ____ (2011a): Global Finance Stability Report: Grappling with Crisis Legacies. Washington DC, septiembre.
- ____ (2011b): Perspectivas de la Economía Mundial. Washington DC, septiembre.
- ____ (2011c): Perspectivas económicas. Las Américas. Washington DC, octubre.
- ____ (2012a). Informe sobre la estabilidad financiera mundial, julio. Washington DC.
- ____ (2012b). Informe sobre la estabilidad financiera mundial. Resumen, octubre. Washington DC.
- ____ (2013a). Perspectivas de la economía mundial. Enero. Washington DC.
- ✓ ____ (2013b). Perspectivas de la economía mundial. Octubre. Washington, DC.
- ✓ ____ (2013c). Global Financial Development Report (GFSR). Octubre. Washington, D.C.
- Katz, Claudio (2009): Crisis global: Un respiro en la turbulencia. Ponencia al XII evento globalización y problemas del desarrollo, La Habana, marzo 2010.
- Ontiveros, E.(2011): Salud bancaria y deuda pública. En el País, 24 de julio 2011. Madrid.
- Peston, Robert (2012). ¿Tiene España suficiente dinero para salvar a sus bancos? En BBC Economía, 10 de mayo 2012. www.bbc.co.uk/mundo/noticias.
- Stiglitz Joseph (2009): ¿Salvar a los banqueros o a la gente?. Documento mimeo.

- Terrón, A. (2012). ¿Rescate a la banca o al estado?. Diferencias y similitudes. En BBC Economía, Junio 2012, en www.bbc.co.uk/mundo/noticias.
- Ugarteche, Oscar y Carranco, L. (2011): Estamos ante la segunda crisis bancaria?. Noticias de la crisis 2011. En www.obela.org . Septiembre.

Otra bibliografía consultada

- Abdel-Kader, K. (2013). ¿Qué son las políticas estructurales?. En Finanzas y Desarrollo, marzo. FMI, Washington DC.
- Analistas Financieros Internacionales (2009): Perspectivas económicas y estrategias de mercados, noviembre. Madrid.
- Banco Mundial (2012). Global Economic prospects. Volumen 5, junio. Washington DC.
- Bankia (2011): Boletín Semanal Económico Financiero, 9 de diciembre. Madrid.
- _____ (2013). Boletín renta variable, septiembre. Madrid.
- Caja Madrid (2009): Observador económico financiero, No.500, diciembre. Madrid.
- El-Erian, M (2012). Desequilibrio estable. En Finanzas & Desarrollo. Junio.
- European Securities Network (ESN). Investment Research, Noviembre, 2008.
- FMI (2013). Global Financial Development Report (GFSR). Abril. Washington, D.C.
- ____ (2013). Perspectivas económicas. Las Américas. Mayo y Octubre, 2013. Washington, D.C.
- Jácome L y Nier E. (2012). Proteger el todo. En Finanzas & Desarrollo. Marzo.
- James L. y Rowe, Jr. (2012). La crisis y el después. En Finanzas & Desarrollo. Junio.
- Kodres L. y Narain A. (2012). Arreglar el sistema. En Finanzas & Desarrollo. Junio.

- OECD (2012). General assessment of the macroeconomic situation. Volumen 1. París.
- ____ (2012). What is the near-term global economic outlook? 6 de Septiembre. París.
- Oura, H. y Schumacher, L. (2013). Los bancos en la máquina de cardio. En Finanzas y Desarrollo, junio. FMI, Washington DC.
- UNCTAD (2009): Informe sobre el comercio y desarrollo. New York y Ginebra, 2009.
- Ugarteche, Oscar (2013): La volatilidad del dólar y su efecto en Europa y América Latina. En www.obela.org, enero 2013.
- ____ (2013): La volatilidad del dólar y su efecto en Europa y América Latina. En www.obela.org, enero 2013.
- ____ (2013). Flujos de corto plazo: una aproximación. En www.obela.org, febrero 2013.
- ____ (2013). BRICS: atando cabos frente al dólar. En www.obela.org, septiembre 2013.
- Zhu, Min (2011): Desafíos emergentes. En Revista Finanzas y Desarrollo, junio.