

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES EN 2015: TRAYECTORIA Y PERSPECTIVAS

International Financial Markets in 2015: Path and Prospects

Dra. Mercedes García Ruiz

Centro de Investigaciones de Economía Internacional

UH – Cuba

velasco@enet.cu

.....
Recibido: Enero, 2016

Aceptado: Febrero, 2016

Resumen

El comportamiento de los mercados financieros durante el 2015 estuvo esencialmente determinado por dos cuestiones, las expectativas de incremento de la tasa de interés en los Estados Unidos y la evolución de los principales mercados emergentes. La posibilidad de que aumentase la rentabilidad de los activos en dólares permaneció latente y provocó, en diferentes momentos, una mayor volatilidad en los mercados bursátil, cambiario y de deuda. Por su parte, las peores perspectivas de crecimiento y la vulnerabilidad financiera de las economías emergentes, asociadas a los bajos precios de productos básicos y la apreciación del dólar, también generó inestabilidad y cambios en la dirección del flujo de capitales a nivel mundial. Adicionalmente, en el ámbito institucional, la presencia de inversionistas financieros no bancarios con una actitud más agresiva en la toma de riesgo, siguió siendo una fuente importante de volatilidad e incertidumbre.

Palabras clave: bancos, divisas, deuda, mercados financieros, política monetaria, riesgos.

Abstract

International financial markets' behavior in 2015 was essentially determined by two subjects, the expectations of an interest rate hike in the United States and the evolution of main emerging markets. The possibility of a raise in profitability for dollar assets

remained latent and caused, in different moments, a greater volatility of stock, foreign exchange and debt markets. On the other side, the worst growth prospects and the financial vulnerability of emerging economies, associated with the lower prices for basic products and the U.S. dollar appreciation, also brought instability and changes in the direction of capital flows worldwide. Additionally, in the institutional area, the presence of non-banking financial investors with a more aggressive attitude taking risks, remained as an important sources of instability and uncertainty.

Key words: banks, foreign exchange, debt, financial markets, monetary policy, risks.

Introducción

Durante el 2015, tal como aconteció en los años precedentes, la economía internacional se vio amenazada por disímiles peligros y problemas de naturaleza monetaria-financiera. Aunque muchas economías avanzadas, incluidas algunas europeas que habían sido duramente afectadas por la crisis, continuaron inmersas en un ciclo de crecimiento positivo, el ambiente que prevaleció en materia de riesgos macroeconómicos y financieros fue complicado por la convergencia de una serie de factores, entre los que se destacan: el desplome de los precios del petróleo, la incesante apreciación del dólar estadounidense, la dudosa dirección de la política monetaria en Estados Unidos, la inestable liquidez de los mercados financieros y la notoria vulnerabilidad financiera que ostentaron importantes economías emergentes.

El hecho más novedoso lo constituyó, quizás, la vertiginosa caída que sufrió el precio del crudo asociada a los cambios en la tendencia de su oferta a largo plazo por el incremento de la producción de fuentes no convencionales en Estados Unidos y Canadá, las modificaciones de los objetivos de la OPEC y la propia apreciación del dólar. (Baffes J., Kose A., Ohnsorge F. y Stocker M., 2015). Sus ramificaciones fueron muy importantes para el desempeño macro de naciones exportadoras e importadoras, la rentabilidad y solvencia del sector energético y también, para la actividad de los mercados financieros internacionales debido a la afectación que generó en la inversión de derivados sobre materias primas.

Los factores restantes, ya vigentes desde el año anterior, se manifestaron ahora con mayor intensidad y sus repercusiones resultaron más difíciles de evaluar y corregir, tal como apuntó el Fondo Monetario Internacional en su último informe sobre la estabilidad financiera mundial. Así, en un contexto de recuperación económica con divergencias en el crecimiento y las políticas monetarias, se exacerbaban las tensiones en los mercados y se produjeron, sobre todo en los últimos meses del año, fuertes fluctuaciones de tipos de cambio y tasas de interés; constatándose además, un claro desplazamiento de los riesgos hacia el sector financiero no bancario y los mercados emergentes. (FMI, 2015a)

Puede afirmarse entonces que en el 2015 se corroboraron tendencias relevantes de las finanzas internacionales contemporáneas referidas al alto grado de inestabilidad e

incertidumbre de los mercados financieros; el papel definitorio de las políticas monetarias de los países desarrollados en los niveles de rentabilidad y riesgo del mercado, y el peso cada vez más importante de las economías emergentes y los inversionistas institucionales en la dinámica de las relaciones monetarias y financieras a escala mundial.

Panorama monetario y financiero internacional: Visión global y factores explicativos

Los factores más influyentes en los mercados financieros y las decisiones de los inversionistas en el año que se analiza podrían agruparse de la siguiente forma: de tipo macroeconómico y de política monetaria. Los primeros referidos al desempeño de la Unión Económica Monetaria (UEM), Estados Unidos (EEUU), Japón y sobre todo a los mercados emergentes y los segundos, a la evolución real y esperada de la política monetaria de la Reserva Federal (FED) y el Banco Central Europeo (BCE). No obstante, otros de naturaleza diferente también aportaron muchas dudas e incertidumbre al mercado, como fueron los ataques terroristas en Francia, las presiones migratorias en Europa y las tensiones geopolíticas con Rusia.

Las expectativas sobre el ciclo económico global no fueron positivas por varias razones: la desaceleración de China que arrastró consigo a otras economías emergentes ya de por sí en serias dificultades, la pérdida de impulso de la economía norteamericana y los pobres resultados en Japón de los llamados “Abenomics”, y la situación de Europa con un crecimiento apuntalado por la política monetaria del BCE y los bajos precios del petróleo, pero aún con elevado desempleo, fuerte deuda empresarial, abultada cartera de préstamos bancarios en mora y una Grecia que estuvo, una vez más, al borde del colapso.

Asimismo, otro tema preocupante que avivó el debate macro fue la deflación, ya considerada un riesgo real no solo por el abaratamiento de las materias primas, sino también por las presiones deflacionistas procedentes de China con su estrategia de favorecer el sector externo, estimulando las exportaciones como motor de crecimiento ante las limitaciones del consumo interno.

Grecia: ¿A la tercera va la vencida?

A inicios de junio venció el plazo para pagar los 1600 millones de euros que Grecia debía a la Troika de acreedores (FMI, BCE y la Comisión Europea) y se convirtió en el primer país desarrollado en entrar en mora con el FMI, siendo su impago uno de los mayores de la historia del organismo multilateral.

Los antecedentes de esta situación se ubican en el 2010 cuando la Troika realizó un primer rescate para evitar que el país cayera en default y a partir de entonces los desembolsos financieros realizados estuvieron condicionados a severas medidas de austeridad como recortes de gastos públicos, reformas al sistema de pensiones y

mercado laboral e incrementos de impuestos. Como resultado, la situación se tornó muy compleja desde el punto de vista económico y social.

En ese contexto, el gobierno encabezado desde enero del 2015, por Alexis Tsipras del partido de izquierda Syriza, intentó en varias oportunidades renegociar con el Eurogrupo para obtener el financiamiento que necesitaba el país (estimado en casi 30000 millones de euros adicionales) en condiciones distintas a las precedentes. No lo logró y tuvo que tomar medidas para contener el caos financiero, entre ellas el control de capitales o corralito griego.

Más adelante, casi justo antes de vencer el plazo límite para pagar la deuda con el FMI, el gobierno se dirigió al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) creado por el Consejo Europeo para solicitar un nuevo rescate de 2 años y una prórroga del programa aún vigente que evitase el “impago técnico” de la deuda contraída. La petición fue denegada, a pesar que ello podría acarrear la eventual salida de Grecia del euro (Grexit), una opción excluida tal como había declarado el propio presidente de la Comisión.

En medio del desconcierto que originó tal negativa, las autoridades nacionales decidieron llevar a consulta popular la decisión de aceptar o no la propuesta del Eurogrupo respecto a que un tercer rescate implicaría tomar nuevas medidas de austeridad. A pesar de las duras críticas que recibió por parte de los dirigentes europeos, el Referéndum se celebró el 5 de julio y el resultado fue una rotunda victoria del NO a los nuevos recortes solicitados por los acreedores. El amplio apoyo popular concedió legitimidad al gobierno para continuar las negociaciones con las instituciones europeas y el FMI haciendo valer sus propuestas de alivio de deuda y mayores períodos de gracia, e incluso para asumir una posición más radical teniendo en cuenta la gravedad de la crisis económica que atravesaba el país.

Sin embargo, pocos días después las máximas autoridades de la Unión Europea anunciaron el nuevo acuerdo para un tercer rescate de Grecia que tendría una duración hasta el 2018 y se haría efectivo solo si el gobierno de Tsipras aprobaba varias leyes que introdujesen duras reformas en el ámbito laboral, de la seguridad social y la propiedad. Entre ellas el congelamiento de pensiones hasta el 2021 y el incremento de la edad de jubilación hasta los 67 años; revisiones rigurosas en las negociaciones colectivas de los trabajadores para el tema de despidos y política industrial; privatizaciones de la red eléctrica nacional; e incremento del impuesto del valor agregado (IVA) y de la base impositiva. (Bankinter, 2015)

Otras, también muy polémicas, que deberán aplicarse a corto y mediano plazo son: la independencia del Instituto de Estadística oficial, la reforma judicial y la transposición de la directiva europea para recapitalizar bancos (primero con dinero de accionistas, bonistas y depositantes); reforma de los impuestos a las navieras griegas, fin de deducciones fiscales a agricultores, eliminación de las deducciones fiscales a las islas,

acabar con las jubilaciones anticipadas y aumento de impuestos a rentas altas. (Bankinter, 2015)

El monto involucrado a favor de Atenas fue de 85 000 millones de euros a distribuir en tramos para garantizar el suministro de liquidez a la banca, la devolución de créditos vencidos al BCE y la Eurozona, y activar el crecimiento y el empleo. Adicionalmente, se planteó crear un fondo de privatizaciones con activos griegos por 50.000 millones de euros que sería administrado por las autoridades comunitarias y fungiría como colateral del rescate; de su cumplimiento dependerá que se atiendan ciertas peticiones del gobierno heleno referidas a la prolongación de los plazos de amortización aunque la reestructuración y alivio de la deuda, fue rechazada explícitamente por la canciller alemana, Angela Merkel, mientras no se cumplan las exigencias de los acreedores europeos y el FMI, que también participa en el rescate. (Bankinter, 2015)

Frente a las exigencias de la Troika, las autoridades griegas se mostraron divididas, los trabajadores anunciaron huelgas y gran cantidad de ciudadanos salieron a las calles. Muchos diputados del partido gobernante manifestaron su disconformidad y no pocos consideraron el acuerdo alcanzado como una capitulación; el Ministro de reformas sentenció que la Europa de la austeridad ganó por tratarse de un acuerdo al que prácticamente están obligados si desean retornar a la “normalidad”. Ante las fuertes críticas, el presidente alegó que se accedió para evitar la aplicación de planes más extremos impulsados por las fuerzas ultraconservadoras europeas que quieren ver a Grecia fuera de la UEM.

Luego que el parlamento griego aprobara, a fines de julio, las reformas internas exigidas por los acreedores, se inició el proceso para concretar el préstamo de rescate que fue aceptado finalmente en agosto.

Al cierre del año, el riesgo total de la Eurozona con Grecia se estimaba en 400.000 millones de euros a los que habría que sumar otros 105000 millones de deuda con acreedores no europeos.¹ Tal nivel de endeudamiento es asfixiante para una nación cuyo PIB es apenas de 180 000 millones y aunque resulta claro que la solución del “problema griego” involucraría una reestructuración radical de la deuda, incluida su reducción, ésta ha sido eludida (al menos formalmente) para evitar lo que en algunos círculos europeos se ha llamado “contagio por populismo”.

Economías emergentes: En “El filo de la navaja”²

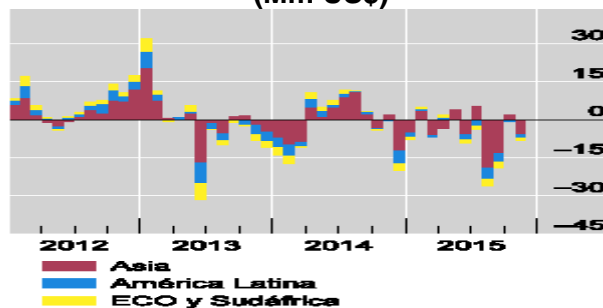
¹ En esos 400.000 millones de euros se incluyen los desembolsos realizados a través de diferentes programas de financiamiento de la Unión Europea y el BCE, préstamos bilaterales de países miembros y los 85.000 millones del Emergency Liquidity Assistance (ELA) correspondientes al tercer rescate.

² Referencia al título de la novela del escritor británico Somerset Maugham.

Luego de ser considerados un motor de crecimiento económico tras la crisis financiera que estalló en el 2008, este grupo de naciones se ha convertido en fuente de problemas para la estabilidad financiera mundial, y gran parte de la atención de los agentes inversionistas se centró en ellos debido a la fragilidad que exhibieron ante la trayectoria de las tasas de interés, los tipos de cambio y el precio de sus exportaciones en los mercados internacionales. (Banco Mundial, 2015)

Las condiciones financieras más laxas que prevalecieron en el mercado durante varios años unidas a las positivas perspectivas de crecimiento económico, estimularon un fuerte incremento del crédito externo en muchos mercados emergentes, como es el caso de los BRICS donde el cociente crédito/PIB creció cerca del 25% en promedio desde el 2010 y en los que el nivel de endeudamiento privado (hogares y empresas) se disparó a partir del 2013. (BIS, 2015b). Esa mayor exposición en moneda extranjera, particularmente en dólares, los coloca ahora en una posición muy vulnerable frente a la apreciación del dólar, la posibilidad de que suba la tasa de interés estadounidense y la fuga de capitales.³

Gráfico No.1
Flujos netos de capital a mercados emergentes
(Mm US\$)



Fuente: BIS, Informe Trimestral, diciembre 2015

Para las grandes corporaciones de las economías emergentes que habían emitido en periodos recientes volúmenes significativos de deuda en el mercado internacional, el incremento de riesgo fue elevado. El coeficiente de apalancamiento de estas empresas aumentó y alcanzó su mayor nivel en 10 años superando al de empresas de países desarrollados. (BIS, 2015a).

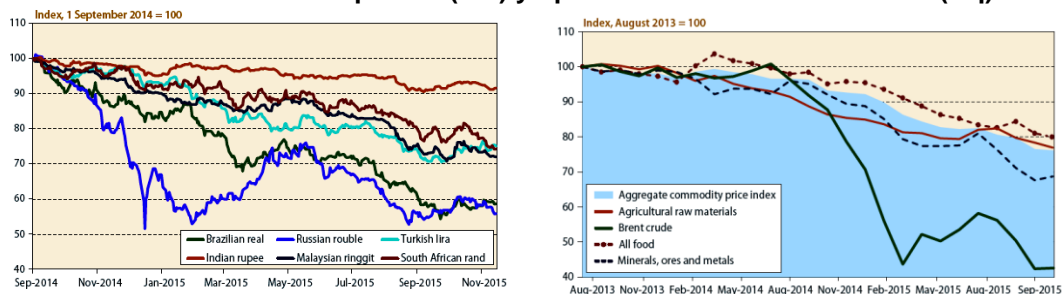
En particular, el riesgo crediticio se incrementó para naciones productoras de petróleo y materias primas pues los bajos precios de estos productos en el mercado mundial generaron una fuerte caída en el valor de sus activos al tiempo que se producían rápidas depreciaciones de sus monedas nacionales, con lo cual se deprimió mucho la

³ La alta sensibilidad a la modificación de la política monetaria estadounidense es muy preocupante pues cualquier apreciación adicional del dólar y el anunciado despegue de las tasas de interés incrementaría el costo del servicio de la deuda, generaría salida de capitales y podría derivar en crisis financiera tal como sucedió en las décadas del ochenta y noventa al endurecerse la política monetaria de la FED.

capacidad para enfrentar sus obligaciones financieras externas.⁴ (Druck, Magud, y Mariscal, R, 2015).

Gráfico No.2

Precios de materias primas (der) y tipos de cambio seleccionados (izq)



Fuente: United Nations. World Economic Situation and Prospects, 2016

En general, salvo la India, los más representativos mercados emergentes mostraron un pobre desempeño económico caracterizado por desequilibrios internos, ausencia de reformas estructurales, elevado endeudamiento y fuertes déficit en cuenta corriente. China, el referente más importante para el mercado, no pudo estabilizar su economía y desaceleró su crecimiento, siendo el sector inmobiliario el eslabón más débil de una cadena cada vez más frágil como lo reflejó la caída de la bolsa en agosto; Brasil, con su problema de inflación al que se le añadió una severa fragilidad política; y Rusia, aislada económicamente tras su intervención militar en Ucrania, siguió muy vulnerable financieramente debido al abaratamiento del petróleo.

Las políticas monetarias: Entre la realidad y las expectativas.

Como es conocido, a raíz de la última crisis financiera, las políticas monetarias de las economías desarrolladas cobraron mayor preeminencia como gestoras de la aversión y apetito de riesgo en los inversionistas, y las divergencias que entre ellas se hicieron patentes durante los últimos meses del 2014 fueron una causa fundamental del cruce de expectativas e incremento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales en dicho año.⁵ En el 2015 la situación no se modificó pues las políticas aplicadas por los bancos centrales de las principales economías continuaron ostentando diferencias, aún y cuando todas mantuvieron su carácter expansivo.

⁴ Fue el caso de Argentina, Brasil, Nigeria, Sudáfrica y Venezuela cuya capacidad para amortizar deudas sufrió un fuerte deterioro. (FMI, 2015b)

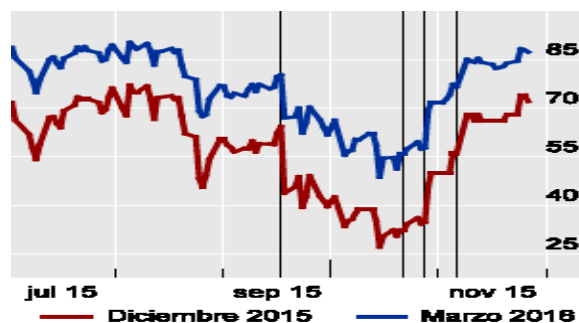
⁵ En octubre del 2014, la FED finalizó su tercer programa de expansión cuantitativa (QE) dando así muestras de un endurecimiento en su postura a pesar que mantuvo la tasa de los fondos federales en la cota inferior cero. En contraposición, el BCE continuó relajando su política monetaria y en septiembre de ese mismo año, redujo la tasa de interés de sus operaciones principales de financiación hasta el 0,05%, y la tasa de la facilidad de depósito hasta el -0,20%. Asimismo, anunció un nuevo programa de compra de bonos y otra serie de operaciones de financiación a plazo más largo para inyectar liquidez y fortalecer a las instituciones financieras de la zona euro. (García, 2015)

En contraposición con la llamada “estrategia de liquidez” que siguió funcionando en la Eurozona con el claro propósito de reactivar la economía más rápidamente y la aspiración de que, como en EEUU y el Reino Unido, la expansión cuantitativa del BCE fomentara el crecimiento y el empleo, la FED declaró en varias oportunidades su intención de subir el interés y dar un giro al manejo monetario con la finalidad básica de reforzar la “salud” del sistema financiero norteamericano todavía vulnerable por la concentración de riesgos de liquidez y solvencia, especialmente en las actividades del sector no bancario que incluye a las sociedades gestoras de activos (fondos de inversión y de capital a riesgo o cobertura), compañías de seguro y otros agentes financieros que entran en la categoría denominada banca paralela o *shadow banking* (banca en la sombra). (FMI, 2015c)

Aunque circunstancias externas no favorables, sobre todo asociadas a la crisis griega, y otros factores endógenos como la desaceleración del PIB estadounidense, frenaron la variación de los intereses y no fue hasta diciembre que se produjo un leve incremento (0.25%) de los mismos, las expectativas de endurecimiento de la política monetaria estadounidense estuvieron latentes durante todo el año.⁶ Particularmente intensas, lo fueron en el cuarto trimestre tras la difusión a fines de octubre del comunicado final de la reunión del FOMC (Siglas en inglés del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto) con un tono muy restrictivo y luego, en noviembre al publicarse datos de empleo más favorables que los previstos.⁷

Gráfico No.3

Probabilidades de incremento de tasas de interés de la FED (%)



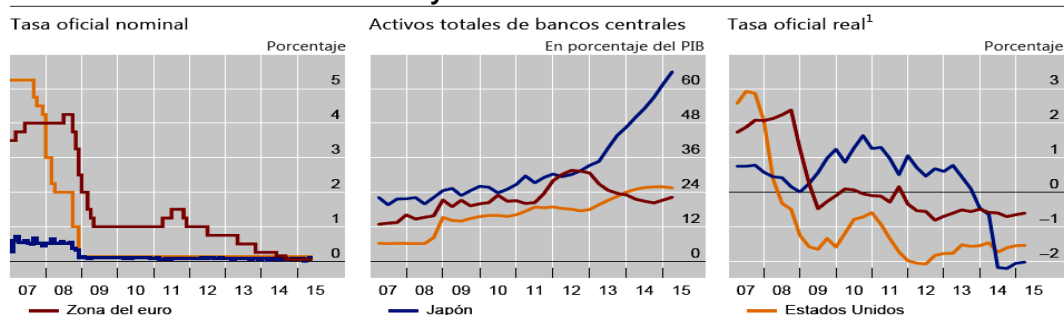
Fuente: BIS, Informe Trimestral, diciembre 2015.

⁶ Tras un periodo largo de intereses muy bajos, el ascenso de los mismos dependerá del grado en que la política monetaria se adecue a los objetivos de pleno empleo y estabilización de precios a mediano plazo. En la actualidad se debate si para EEUU resulta conveniente una política monetaria más restrictiva cuando prevalecen señales de crisis como la caída de la producción industrial, menores ganancias corporativas, incremento de la deuda externa.

⁷ La probabilidad implícita de alza de interés en los mercados escaló al 50% inmediatamente después de la reunión de octubre del FOMC, volviendo a dispararse hasta casi el 70% tras la difusión de los datos de empleo. (Bankinter, 2016)

A pesar de las divergencias, como reconociera el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) en su informe anual de junio del 2015, las políticas siguen siendo “excepcionalmente acomodaticias” y numerosos bancos centrales le confieren cada vez un signo más expansivo o retardan su endurecimiento, no obstante, el temor que prevalece en relación a la deflación. El mismo informe admite que nunca antes se habían observado niveles tan bajos de tasas de interés durante tanto tiempo, y que hoy las tasas oficiales son inferiores, tanto en términos nominales como reales, a las del momento más crítico de la crisis financiera del 2008. Asimismo, planteó que muchos analistas consideran que tal situación puede dejar de ser “excepcional” y convertirse en rutina por absurdo que parezca teniendo en cuenta los graves riesgos que trae consigo. (BIS, 2015b)

Gráfico No.4
Tasas de interés y activos de bancos centrales



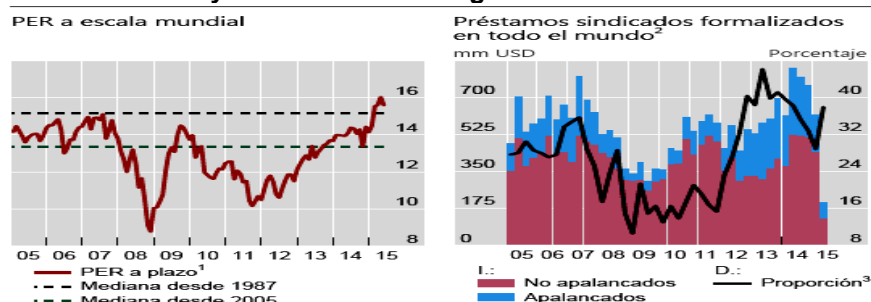
¹ Tasa oficial nominal menos inflación de precios de consumo, excluidos alimentos y energía.

Fuente: BIS, Informe Anual, junio 2015

Crecientes desequilibrios financieros a nivel mundial estuvieron asociados con la permanencia de las políticas muy laxas o acomodaticias. Uno de éstos fue el incremento del precio de activos internacionales (deuda, índices bursátiles, etc) por el mayor apetito de riesgo de los inversionistas buscando un mejor retorno del capital invertido, y como resultado, el aumento de la exposición de éstos a activos de alto riesgo.

La menor rentabilidad de las deudas públicas por el manteniendo de políticas expansivas, incitó la urgente búsqueda de rendimiento lo que forjó un ambiente artificial de bonanza en el que las cotizaciones bursátiles alcanzaron máximos récord a pesar que las perspectivas macroeconómicas no eran muy favorables. Asimismo, la proporción de créditos concedidos a prestatarios muy endeudados y de dudosa solvencia, en el mercado de préstamos sindicados, creció casi un 40% en el segundo trimestre del año (BIS, 2015b)

Gráfico No.5
Mayor asunción de riesgos financieros

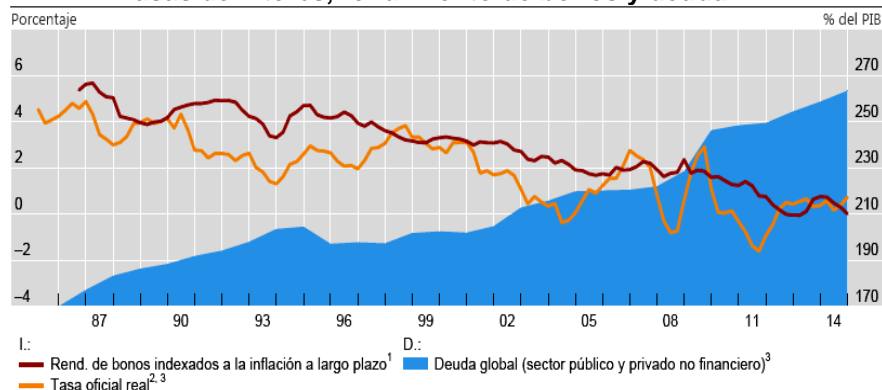


1. Razón precio/beneficio; 2. Basado en datos hasta 21/mayo/2015; 3. Proporción de préstamos apalancados sobre la cifra total de préstamos sindicados formalizados.

Fuente: BIS, Informe Anual, 2015.

Otra serie de problemas y riesgos derivados de las persistentes bajas tasas de interés y que afectan en mayor grado a las naciones que todavía soportan secuelas de la crisis y con niveles de apalancamiento elevados, son los menores márgenes de intermediación y beneficios de los bancos e instituciones financieras no bancarias que debilitan sus balances y solvencia y, de esa forma, desalientan la oferta de crédito u otro tipo de financiamiento. Paralelamente, un bajo interés también exagera la dependencia al endeudamiento. (BIS, 2015b)

Gráfico No.6
Tasas de interés, rendimiento de bonos y deuda



1. Desde 1998, media simple para EEUU, Francia y el Reino Unido; en el resto de casos, solo el Reino Unido. 2. Tasa oficial nominal menos inflación de precios de consumo. 3. Cifra agregada de las economías del G-7 más China.

Fuente: BIS, Informe Anual 2015

Bolsas, divisas y bancos

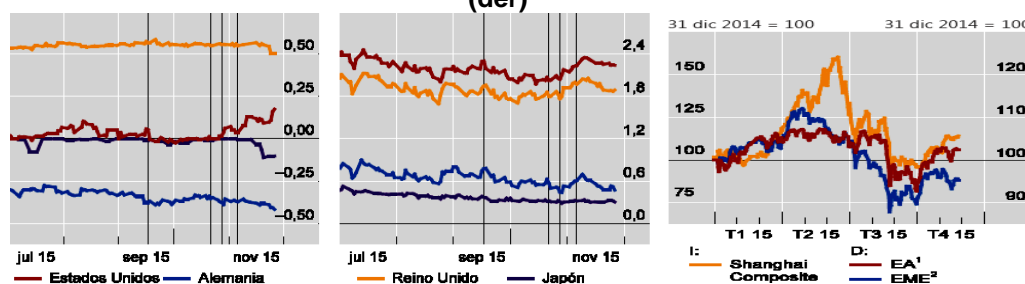
A mediados del 2015 los mercados bursátiles mundiales mostraron una fuerte agitación y pérdidas en niveles no vistos desde hacía varios años. Las plazas de mercados emergentes cayeron abruptamente y el éxodo de capitales, por el temor a una crisis, originó nuevas depreciaciones de sus monedas. El retorno a la “normalidad”

se logró a medida que el mercado cambiario y de valores chino que había sido el núcleo de las perturbaciones, se estabilizaba y adicionalmente, la FED no materializaba el alza de intereses que parecía inminente en septiembre y el BCE mostraba en octubre su disposición a realizar nuevos estímulos monetarios adicionales.

Comenzando el último trimestre mejoró el clima de confianza, los mercados de activos despuntaron con la recuperación de pérdidas en el segmento de renta variable europea y estadounidense y de las acciones chinas. También se redujeron los rendimientos en el mercado de obligaciones, tanto el de letras del Tesoro de EEUU como los de deuda pública de naciones de la UEM. Globalmente, disminuyó la volatilidad. (BIS, 2015a)

Pero la calma fue muy efímera pues el temor al alza de interés en EEUU, activado por la reunión del FCOM del 28 de octubre y las mejores perspectivas de empleo, indujo otra escalada del rendimiento en los valores del Tesoro, llegando a registrarse aumentos sin precedentes desde mayo del 2013 cuando la FED anunció el repliegue de su expansión cuantitativa, hecho conocido como “*taper tantrum*”. Asimismo, aunque en menor medida, las cotizaciones bursátiles sufrieron alteraciones.

Gráfico No.7
Rendimientos de deuda a corto (izq) y a largo plazo (centro) y cotizaciones bursátiles (der)



1. Economías avanzadas 2. Economías emergentes

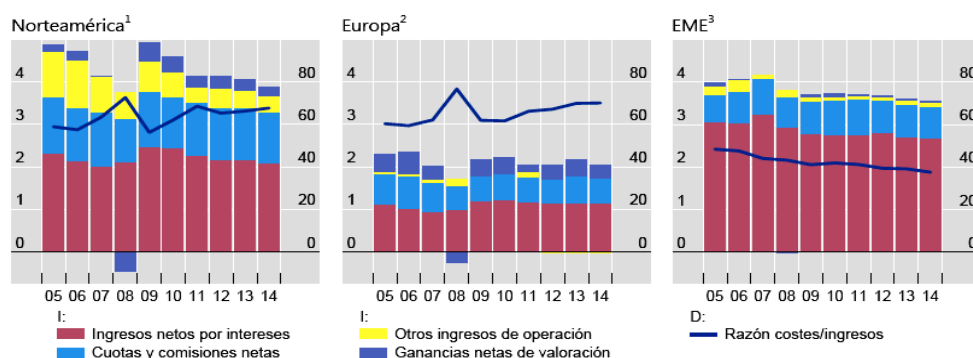
Fuente: BIS. Informe Trimestral 2015

El mercado de divisas, que durante todo el año reflejó claramente las diferentes expectativas acerca de las políticas monetarias de la UEM y EEUU empujando al dólar y al euro en direcciones opuestas a favor del primero, experimentó también en los últimos meses una fuerte volatilidad de las principales cotizaciones. El atractivo de los activos en dólares estadounidenses y por ende su apreciación, cobró un fuerte impulso a medida que las autoridades europeas concretaban el programa de compra de

activos a gran escala y paralelamente, el mercado asumía el endurecimiento de la postura de la FED como algo inevitable.⁸

En cuanto al sector bancario, el mercado mantuvo su aprensión a pesar de ciertos avances en las posiciones de capital y liquidez de los grandes bancos. En un contexto de adaptación a nuevos marcos regulatorios y muy bajas tasas de interés, continuó la erosión de ingresos de las entidades bancarias y su pérdida de terreno como fuente de financiamiento frente a los inversionistas institucionales que constituyen hoy sus principales competidores. La relación costos/ingresos siguió siendo menos favorable para los bancos de naciones desarrolladas que para los de economías emergentes como puede observarse en el gráfico.

Gráfico No.8
Resultados del sector bancario (en %)



1. EEUU y Canadá; 2. Alemania, España, Francia, Italia, Reino Unido, Suecia y Suiza;
3. Brasil, China, India y Rusia.

Fuente: BIS, Informe anual 2015

Los ingresos netos por intereses, fuente principal de financiamiento de los bancos, se ven muy afectados con las persistentes bajas tasas de interés que provocan el descenso del rendimiento de los títulos adquiridos y la reducción de las primas por plazo y de las tasas de préstamos en mercados de crédito muy competitivos. Al debilitarse la rentabilidad bancaria, se deteriora la capacidad institucional para resistir cambios en los precios del mercado, y ello se vio reflejado en las bajas calificaciones intrínsecas y globales que recibieron los bancos por parte de las agencias calificadoras de riesgo durante el pasado año.⁹ (BIS, 2015b)

⁸ La depreciación del euro durante los 11 primeros meses del año fue superior al 10%, mientras el dólar exhibió una persistente apreciación y a comienzos de noviembre, escaló hasta un máximo de siete meses frente a las divisas de las economías desarrolladas. (BIS, 2015a)

⁹ Las calificaciones intrínsecas evalúan la resiliencia de la banca en ausencia de ayuda externa. Desde el deterioro que sufrieron durante las crisis «subprime» y soberana para bancos europeos y estadounidenses no han logrado recuperarse.

Perspectivas, a modo de conclusión

Definitivamente, un factor clave para la trayectoria futura del mercado internacional de bonos y acciones lo será la determinación de la FED en cuanto a tasas de interés. A pesar que las declaraciones de su presidenta, Janet Yellen, desean infundir tranquilidad respecto a que si aumentan lo harán de forma poco intensa y espaciada, la historia indica que en los últimos ciclos de incremento de interés (1994, 1999 y 2004) la entidad no ha actuado de esa forma y lo ha hecho con determinación, por lo que no es desechable que vuelva a ocurrir.¹⁰ No obstante, que suban o no, y la forma en que lo harán, dependerá de factores endógenos como la fortaleza macro y el nivel de precios en los EEUU y también, como nunca, de acontecimientos que tienen lugar fuera de la nación nortea.

Cada vez más, la FED opera como una especie de banco central mundial cuyas decisiones con amplia repercusión en todas las naciones, no solo están condicionadas por la dinámica interna. Reconocerlo, supone imprimirle objetividad y pragmatismo a la entidad y de ese modo, evitar que incurra en errores como los que en el pasado cometió ella misma y el BCE al ignorar el contagio e incertidumbre internacional que sus decisiones pueden acarrear en una economía tan globalizada como la actual.¹¹

Factores que hoy están presentes, como los bajos precios de energéticos y de productos básicos en el mercado mundial y sus efectos deflacionistas; el débil desempeño económico y financiero de China, y de otros grandes mercados emergentes; la incertidumbre política y las presiones migratorias de Europa; el incierto futuro de Grecia; y los riesgos geopolíticos en torno a Rusia, Medio Oriente y África; y en síntesis, un contexto internacional caracterizado por el desacoplamiento entre países desarrollados y emergentes en materia de crecimiento, divergencias de políticas monetarias entre los primeros, y presiones de liquidez en los mercados financieros internacionales inducidas por acciones de inversionistas institucionales que operan al margen de regulaciones públicas, serán determinantes en el manejo de las tasas de interés estadounidenses en el corto plazo.

El tema bancario es otro aspecto de primer orden que incidirá en la estabilidad financiera internacional. El saneamiento de la cartera de préstamos en mora de los bancos es una exigencia para activar los canales crediticios que todavía están

¹⁰ Entre junio 2004 y junio 2006 subió 425 p.b. (hasta 5,25%), entre junio 1999 y junio del 2000 subió 125 p.b. (hasta 6,50%) y entre marzo 1994 y febrero 1995 subió 300 p.b. (hasta 6,00%). (Bankinter, 2016)

¹¹ Incrementos de tasas de interés por parte de la Fed, y también del BCE han conducido a crisis de alcance sistémico, desmintiendo el criterio de que sus decisiones solo atañen a sus respectivas "áreas geográficas". Por ejemplo, en el 2005 Bernake, el entonces presidente de la FED declaró que la crisis hipotecaria era un asunto estrictamente "local" y maniobró la política monetaria bajo ese supuesto; después en el 2007, Trinchet, presidente del BCE subió la tasa de 3.75% a 4.25% defendiendo también que la crisis hipotecaria era un "asunto americano" que no afectaría a Europa. (Bankinter, 2016)

bloqueados, sobre todo en Europa cuyo monto de préstamos incobrables es preocupante; las autoridades deben garantizar marcos jurídicos e institucionales más eficientes para lograrlo.

En el caso de los mercados emergentes, los riesgos bancarios están muy asociados a su mayor exposición en moneda extranjera que, en condiciones de apreciación del dólar se torna muy peligrosa. La capacidad de resistencia financiera de las entidades bancarias y de las empresas para enfrentarlos y poder cumplir adecuadamente las obligaciones externas, puede reforzarse no solo con medidas de tipo macro, sino también con el incremento de la vigilancia bancaria en relación al nivel de apalancamiento de las empresas prestatarias y las exposiciones en divisas sin cobertura, incluidas las posiciones en derivados.

En síntesis, el aumento de los riesgos financieros, requiere de medidas de política adicionales, más allá de las monetarias, que amplifiquen el impacto de éstas y contengan los excesos financieros. Además, afianzar la liquidez del mercado y llevar a término las reformas de la regulación financiera son tareas estratégicas que no pueden seguir posponiéndose.

Referencias Bibliográficas

1. Baffes J., Kose A., Ohnsorge F. y Stocker M. (2015). Cuesta abajo. En *Finanzas y Desarrollo*. Diciembre del 2015. Washington DC.
2. Banco de Pagos Internacionales (2015a). *Informe Trimestral*. Diciembre 2015. Basilea, Suiza.
3. _____ (2015b). 85 *Informe Anual*. Junio 2015. Basilea, Suiza.
4. Bankinter. (2015). *Informe de Estrategia*, Perspectivas tercer trimestre. Septiembre 2015. Madrid.
5. ____ (2016). *Informe de Estrategia*, Perspectivas 2016. Enero 2016. Madrid.
6. Druck, Magud, y Mariscal, R. (2015). Daño colateral. En *Finanzas y Desarrollo*. Diciembre del 2015. Washington DC.
7. FMI, (2015a). *Global Financial Stability Report (GFSR)*. Octubre 2015. Washington DC.
8. ____ (2015b). *World Economic Outlook*. Octubre 2015. Washington DC.
9. ____ (2015c). *Perspectivas económicas. Las Américas*. Octubre 2015. Washington DC.
10. García. M (2015). Mercados financieros internacionales en 2014: ¿un panorama alentador? Marzo 2015. *Revista de la Economía Internacional*, CIEI.
11. United Nations (2016). *World Economic Situation and Prospects 2015*. New York.
12. World Bank Group (2015). *Global Economic Prospects*. Junio 2015. Washington DC.

Otra bibliografía

1. FMI (2015). *Perspectivas de la Economía Mundial*. Abril 2015. Washington DC.
2. Kiff, J. (2015). Reforma detenida. En *Finanzas y Desarrollo*, junio 2015. Washington DC.
3. Lagarde C. (2015). Una vía hacia el desarrollo. En *Finanzas y Desarrollo*, junio. Washington DC.
4. UNCTAD (2015). *Trade and Development Report*, 2015. United Nations. New York.