

# Mercados financieros internacionales en el 2009: ¿Tras la tempestad, la calma?<sup>1</sup>

## *Introducción*

En contraste con la fuerte perturbación que exhibieron los mercados financieros en los últimos meses del 2008 tras la quiebra del banco norteamericano Lehman Brothers, su comportamiento durante el pasado año fue más distendido. Las principales manifestaciones que lo certifican fueron la disminución del riesgo sistémico; la flexibilización de las condiciones crediticias; el mejor rendimiento de los títulos de renta fija y variable; el menor grado de volatilidad en el mercado cambiario; el descenso de las primas de riesgo para mercados emergentes, y en general un clima más estable ante las mejores perspectivas de las economías altamente desarrolladas.

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

Dos cuestiones básicas que constituyen parte del legado de la crisis son el alto índice de desempleo y el bajo nivel de crédito bancario para financiar el consumo y la actividad productiva; asimismo, los elevados costos fiscales y financieros

---

<sup>1</sup> **Autora:** Dra. Mercedes García Ruiz. Centro de Investigaciones de Economía Internacional, Universidad de la Habana. Email: [velasco@enet.cu](mailto:velasco@enet.cu)

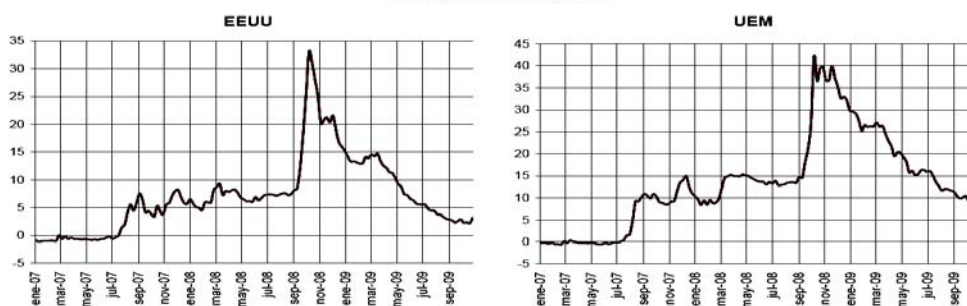
asociados al salvataje bancario ejercen una fuerte presión contra las posibilidades actuales y futuras de un mejor ejercicio macroeconómico. Ante esa realidad y teniendo en cuenta que muchos de los factores estructurales que originaron la crisis están vigentes, es lógico que se mantengan activadas las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

### ***Mercados de valores.***

Las tensiones financieras fueron disminuyendo gradualmente en el transcurso del 2009 a medida que se vislumbraba la recuperación económica en los Estados Unidos y la Unión Europea, se disipaban las dudas acerca de la interrupción de los estímulos económicos por parte de las autoridades centrales, y mejoraban los beneficios empresariales. En el siguiente gráfico puede observarse la tendencia decreciente del clima de riesgo medido a través del Índice de estrés, cuyos niveles retornaron a los registrados tras el primer “shock” ocasionado al inicio de la crisis.

#### **Gráfico No.1**

##### **Índice de estrés**



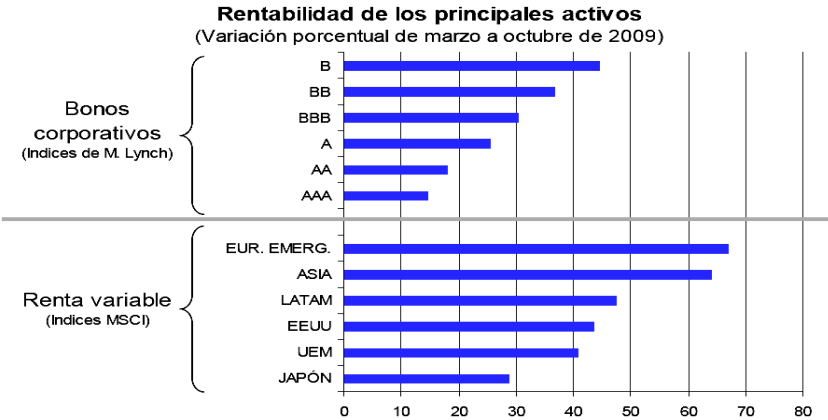
**Fuente:** Thomson Reuters y Área de Estudios de Caja Madrid. Enero, 2010.

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, siendo éste uno de los rasgos más relevantes de los mercados financieros en el año que se analiza. 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 por el riesgo tanto en Europa Occidental como en Estados Unidos (EEUU).

Por su parte, el mercado de bonos también mostró un desempeño favorable apoyado por la mayor liquidez y la ausencia de expectativas de inflación que endurecieran la política monetaria. Los principales emisores soberanos, entre los que se ubica EEUU, tuvieron una intensa actividad en la colocación de títulos de deuda pública con altos rendimientos, motivados por los movimientos de “fuga hacia la calidad” que se vieron incentivados por las vulnerabilidades del ciclo económico a nivel mundial. Asimismo, el segmento de bonos corporativos se vio favorecido por el hecho de que las primas de riesgo disminuyeron a pesar que los balances y las cuentas de resultados de las entidades financieras presentaban todavía importantes debilidades, y que el sector empresarial no financiero soportaba la poca disponibilidad de crédito y las presiones del menor consumo.

**Gráfico No.2**



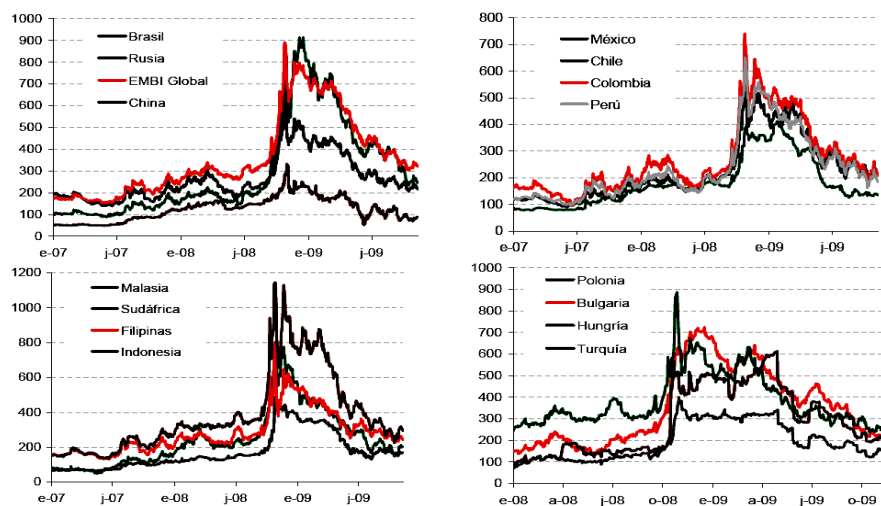
**Fuente:** Moodys y Bloomberg, diciembre, 2009

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.

### **Gráfico No. 3**

#### **Mercados emergentes: primas de riesgo.**



**Fuente:** Analistas Financieros Internacionales. Noviembre, 2009.

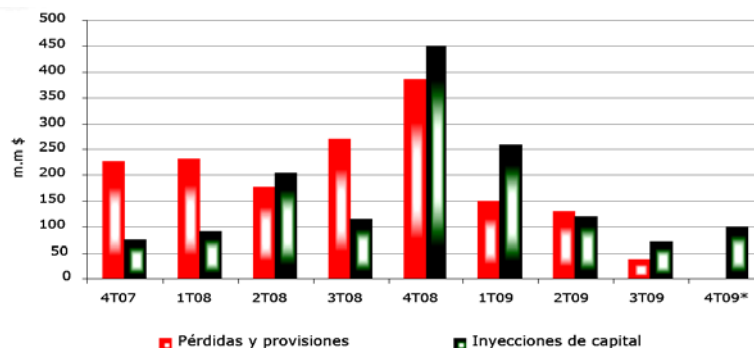
### ***Mercado bancario***

El sector bancario, aunque continuó siendo el más deprimido, logró cierta reanimación gracias al mantenimiento del auxilio millonario de los respectivos gobiernos que impidió fuga de depósitos, confiscaciones de ahorro y cierre de entidades a gran escala<sup>2</sup>. 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

<sup>2</sup> 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.

reiniciar el pago de cuantiosas bonificaciones a sus ejecutivos, causando así indignación en la opinión pública estadounidense.<sup>3</sup>

**Gráfico No.4**  
**Situación bancaria**



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

**Fuente:** Bloomberg, diciembre 2009.

Paralelamente, el concepto “demasiado grande como para ser reestructurado” introducido por la administración de Obama, tornó prácticamente intocables a los tenedores de bonos y de capital patrimonial de las grandes instituciones bancarias, no obstante a que el valor nominal de los títulos estaba inflado producto del rescate gubernamental (Stiglitz, 2009). En esas circunstancias, grandes bancos -muchos de ellos sobrevivientes al momento más crítico de la crisis a costa de los contribuyentes- obtuvieron jugosas ganancias durante el pasado año; entre las instituciones emblemáticas que declararon en el 2009 un incremento significativo en sus utilidades están: JP Morgan, Goldman Sachs y Wells Fargo.<sup>4</sup>

Pero como dijera Paul Krugman: “Mientras el lado chanchullero del sector financiero, también conocido como operaciones bursátiles, vuelve a ser

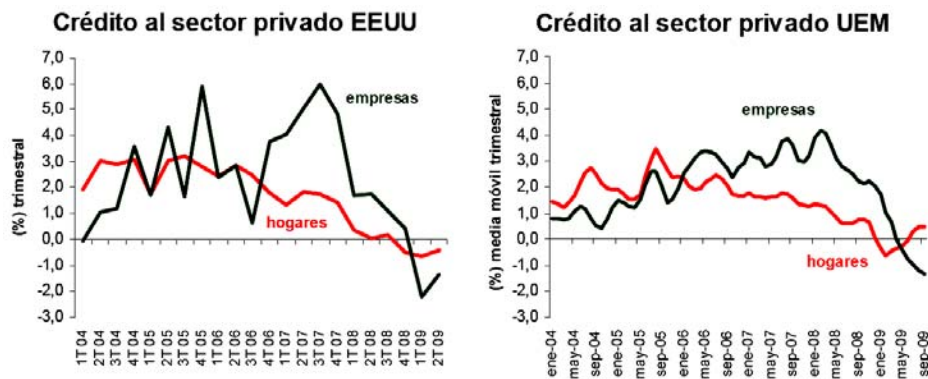
<sup>3</sup> Las entidades norteamericanas que más dinero recibieron del Tesoro (Goldman Sachs, Bank of America, Morgan Stanley, Citigroup) encabezan el otorgamiento de estos escandalosos premios. (Katz, 2009)

<sup>4</sup> J.P. Morgan declaró ganancias seis veces superiores a las obtenidas entre julio-septiembre de 2008; Goldman Sachs alcanzó utilidades que cuadruplicaron la cifra del año precedente y Wells Fargo incrementó significativamente sus utilidades, desde US\$1.640 millones en julio-septiembre de 2008 a US\$3.240 millones en el mismo periodo del 2009. (CENDA, 2009)

enormemente lucrativo, la parte de la banca que realmente importa, los préstamos que alimentan las inversiones y la creación de empleo permanece estancada. Los bancos claves siguen estando débiles desde el punto de vista financiero y su debilidad está perjudicando la economía en su conjunto”. (CENDA, 2009)

Efectivamente, tal parece que se ha confundido el rescate de los bancos con el de sus accionistas y acreedores, posponiéndose una reestructuración ordenada que permita alcanzar el objetivo prioritario: la reanudación del crédito bancario. 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.5**



**Fuente:** Reserva Federal y Thomson Reuters, diciembre 2009.

Adicionalmente, otra deficiencia de la estrategia oficial es que no ha atacado 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 hipotecarias, incluidas las subprime. Así, en el caso de EEUU, a pesar de los programas puestos en marcha para apoyar a los bancos, nuevas y numerosas quiebras se

produjeron durante el año según estadísticas de la Corporación Federal de Seguro al Depósito (FDIC).<sup>5</sup>

Es ese entorno caracterizado por la fragilidad del sistema bancario el que explica por qué un agotamiento de los estímulos monetarios y fiscales de las autoridades centrales podría ser muy dañino para las economías que demandan un flujo crediticio estable como sostén de su incipiente recuperación.

### ***Mercados de divisas***

El rasgo prominente de este mercado fue la volatilidad de las cotizaciones de las monedas de referencia, las cuales sufrieron fuertes presiones por el alto grado de deuda y desempleo que presentan las economías. Especial connotación tuvo la situación de EEUU por 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.

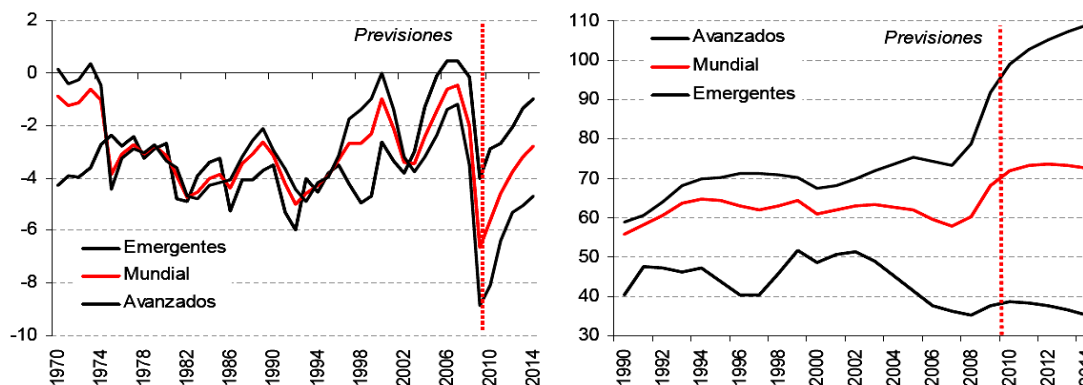
Hay consenso respecto a que el rescate del sistema financiero ha traído un conjunto de consecuencias o “daños colaterales” para el sector público que serán extremadamente difíciles de corregir; entre los más evidentes se ubican el desmedido endeudamiento y los elevados déficit presupuestarios.

---

<sup>5</sup> 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> ).

## Gráfico No.6

### Balance Fiscal y deuda pública (% del PIB)



Fuente: AFI, noviembre, 2009.

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 Monetaria 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.<sup>6</sup>

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

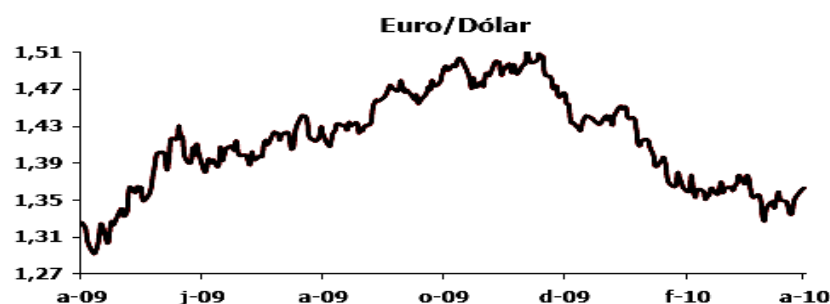
<sup>6</sup> Varios países miembros de la zona euro presentan déficit fiscales superiores al 12% del PIB y deudas públicas por encima del 100%, lo que constituye una franca violación de los acuerdos básicos de Maastricht que dieron vida a la moneda europea. En aquel momento se pactaron déficit de no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

estadounidense ante la posibilidad del desmantelamiento de la intervención pública y el endurecimiento de la política monetaria a corto plazo.<sup>7</sup>

Tal estado de cosas explica el comportamiento vacilante que tuvo la paridad euro-dólar en el transcurso del 2009.

### **Gráfico No.7**

#### **Dólares norteamericanos/euro: enero-noviembre 2009.**



**Fuente:** Caja Madrid, Boletín económico financiero, abril, 2010.

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 del pasado año. Sus efectos negativos en diversos frentes la hacen muy controvertida; entre los más evidentes se sitúan:

- Genera una notable transferencia de riesgos a los balances públicos que se traduce en mayores desequilibrios internos y externos de las economías.
- Incrementa los conflictos en materia de política económica por su impacto en la base monetaria. (Inflación versus crecimiento económico).
- Alimenta el peligro de “crowding out” por las presiones que ejerce sobre las tasas de interés dada la mayor demanda de recursos financieros del sector público.

---

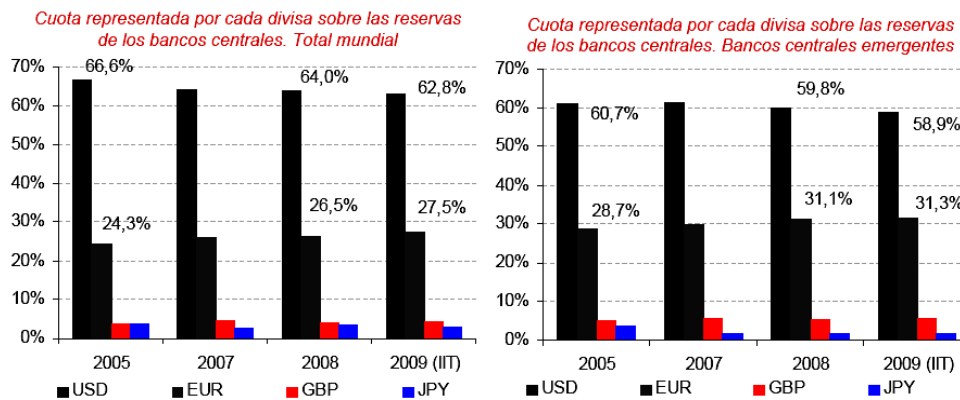
<sup>7</sup> La aversión al riesgo disminuyó en relación al año 2008, no obstante se mantuvo la necesidad de refugio en la liquidez que brindan los títulos del tesoro estadounidense.

- Restringe la capacidad del estado para cubrir adecuadamente gastos sociales de primer orden.

Asociado a este tema, como se señaló antes, se mantuvo el debate en torno a la sustitución del dólar como activo de reserva internacional y la necesidad de adoptar un sistema monetario más diversificado, pero al respecto no se produjo ningún cambio ni tampoco progresó la propuesta del G20 de potenciar los DEG para reducir la necesidad de reservas monetarias ante la inestabilidad de los mercados financieros. Como resultado, las modificaciones en la composición de las reservas mundiales respecto al 2008 fueron insignificantes y no logró restablecerse la estabilidad que, aunque precaria, se vivía antes de la crisis.<sup>8</sup>

### **Gráfico No.8**

#### **Reservas Monetarias Internacionales**



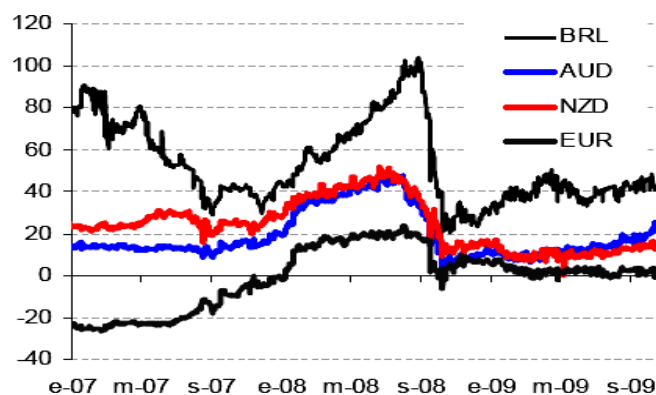
**Fuente:** AFI, noviembre, 2009.

Otro aspecto importante que tipificó al mercado de divisas en el 2009 fue la reactivación de la actividad de arbitraje de intereses (carry trade) debido a la ampliación de los diferenciales entre diferentes monedas, tanto de naciones desarrolladas como emergentes, respecto al dólar norteamericano.

<sup>8</sup> Mientras prevalezca el fuerte cuestionamiento del dólar como moneda de reserva estará latente la posibilidad de ajustes no ordenados en los tipos de cambio de las divisas.

### Gráfico No.9

#### Diferenciales de tipos de interés a 3 meses respecto al dólar norteamericano (Puntos básicos)



BRL: Real brasileiro; AUD: Dólar canadiense; NZD: Dólar neozelandés; EUR: Euro.

**Fuente:** AFI, Noviembre, 2009.

El incremento de estas operaciones estuvo muy asociado a los flujos de capital a corto plazo hacia economías emergentes y tuvo una amplia repercusión en la cotización de ciertas monedas, como fue el caso del real brasileiro que experimentó en el año una fuerte apreciación en términos nominales por el incremento de las entradas de capital de tipo especulativo. Situaciones como estas pueden ser peligrosas para la estabilidad monetaria de las economías receptoras ante una reversión súbita de las corrientes financieras tal como sucedió en diferentes episodios de crisis cambiarias en Asia y América Latina a fines de los noventa.

### ***En resumen***

Suscitado en gran medida por la impresión de mayor estabilidad que se vivió durante el 2009, a principios del actual año se divisaba un clima más permisivo en relación a varias actividades riesgosas altamente lucrativas y una menor disposición a poner coto a la “exuberancia financiera” que constituyó uno de los pilares fundamentales de la crisis. Resulta evidente que las propuestas de reforma inmediata que prorrumpieron en el clímax de la turbulencia financiera con la

intención de controlar la gestión de los paraísos fiscales, los fondos de inversión especulativos, el mercado de derivados y, en general, frenar la desregulación y disciplinar a los bancos e inversionistas -tanto en la Unión Europea como en los EEUU- se han debilitado paulatinamente, con lo cual se desvanece la posibilidad de lograr, al menos en los próximos años, un sistema menos anárquico y más funcional a los imperativos del crecimiento y la prosperidad económica y social.

## **BIBLIOGRAFIA**

- Analistas Financieros Internacionales (2009): Perspectivas económicas y estrategias de mercados. España, noviembre de 2009.
- Caja Madrid (2009): Observador económico financiero, No.500, diciembre.
- \_\_\_\_\_: Boletín económico financiero. Varios números, 2009 y 2010.
- CENDA (2009): Vuelve a crecer la especulación financiera. En Carta Económica 25 de Octubre 2009. Santiago de Chile.
- FMI (2009): Informe sobre la estabilidad financiera mundial. Octubre, 2009.
- \_\_\_\_\_: Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre, 2009.
- \_\_\_\_\_: Las Américas: Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora? Octubre, 2009.
- Katz, Claudio (2009): Crisis global: Un respiro en la turbulencia. Ponencia al XII evento globalización y problemas del desarrollo, La Habana, marzo 2010.
- Servicio cablegráfico: Advanced Currency Markets (ACM). Suiza, 2009.
- Stiglitz Joseph (2009): ¿Salvar a los banqueros o a la gente?. Documento mimeo.
- UNCTAD (2009): Informe sobre el comercio y desarrollo. New York y Ginebra, 2009.