

COYUNTURA MONETARIA Y FINANCIERA EN 2023: INFLACIÓN, POLÍTICAS MONETARIAS, CRISIS BANCARIA Y TENSIONES GEOPOLÍTICAS

Monetary and financial situation in 2023: Inflation, monetary policies, banking crisis and geopolitical tensions

Dra. Mercedes García Ruiz

Centro de Investigaciones de Economía Internacional, UH

<https://orcid.org/0000-0002-5815-7006>

mercygarciarui@gmail.com

.....
Recibido: Marzo 2024

Aceptado: Marzo 2024
.....

Resumen

El año 2023 se caracterizó fundamentalmente por una notable incertidumbre en torno a la inflación, las políticas monetarias y los riesgos geopolíticos, a lo que se sumaron los problemas del sector bancario estadounidense al caer en crisis varias entidades bancarias que exigió la rápida intervención de las autoridades monetarias para estabilizar el mercado y evitar un mayor contagio. Las mayores expectativas de los inversionistas que estuvieron asociadas a la trayectoria futura de los intereses de los bancos centrales provocaron apetito y aversión al riesgo de modo intermitente estimulando así la volatilidad de los mercados financieros y los temores sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial.

Palabras clave: Mercados financieros, política monetaria, intereses, crisis bancaria, inflación, expectativas.

Abstract

The year 2023 was fundamentally characterized by notable uncertainty around inflation, monetary policies and geopolitical risks, to which were added the problems of the US banking sector when several banking entities fell into crisis, which required the rapid intervention of the authorities. monetary measures to stabilize the market and avoid further contagion. The greater expectations of

investors that were associated with the future trajectory of the interests of the central banks caused appetite and aversion to risk intermittently, thus stimulating the volatility of the financial markets and fears about the growth prospects of the world economy.

Keywords: Financial markets, monetary policy, interests, banking crisis, inflation, expectations.

Códigos JEL: F30

Introducción

Tras un 2022 muy complejo en materia de inflación, políticas monetarias de los principales bancos centrales y riesgo geopolítico, el comienzo del nuevo año se caracterizó por un ambiente de mayor distensión.

Los precios de la energía se estabilizaron en niveles más bajos que los prevalecientes durante gran parte del año anterior producto de la crisis energética que provocó la guerra en Ucrania; los indicadores de inflación, continuaron su tendencia descendente luego de haber alcanzado máximos históricos; las tasas de interés de los más representativos bancos centrales de Europa y la de Estados Unidos, aunque seguían muy elevadas dado el abrupto viraje de las políticas monetarias que había tenido tuvo lugar el año precedente, experimentaron un incremento menor que el esperado.

En ese entorno y pese a la incertidumbre reinante en cuanto al clima geopolítico y las perspectivas de crecimiento de los países altamente industrializados y China, se percibía cierto relajamiento en las condiciones financieras a nivel global y un mayor apetito de riesgo por parte de los inversionistas. El optimismo descansaba en la confianza en que el *shock* inflacionista había sido superado con la estabilización del mercado energético y que, por tanto, los bancos centrales podrían concluir el ciclo de alzas de los intereses para favorecer la reanimación económica y evitar una profunda recesión de la economía mundial. Así, a principios de año se produjeron avances generalizados tanto en los mercados de renta fija como variable.

Sin embargo, el entusiasmo inicial se revirtió en poco tiempo debido al influjo de ciertos factores que estuvieron activos durante casi todo el año alimentando la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros. En ese sentido sobresalen: la retórica de los bancos centrales de mantener una política monetaria dura para neutralizar cualquier repunte de una inflación que aún estaba por encima de los objetivos declarados oficialmente; la indefinición del techo de la deuda estadounidense terminando el año fiscal; la persistencia de la guerra en Ucrania y la reactivación del conflicto bélico en el Medio Oriente; la

crisis bancaria en los Estados Unidos; las vulnerabilidades en importantes mercados emergentes y la heterogeneidad en el crecimiento del mundo desarrollado.

El artículo analiza la incidencia que en su conjunto tuvieron dichos eventos en el panorama monetario y financiero internacional del pasado año.

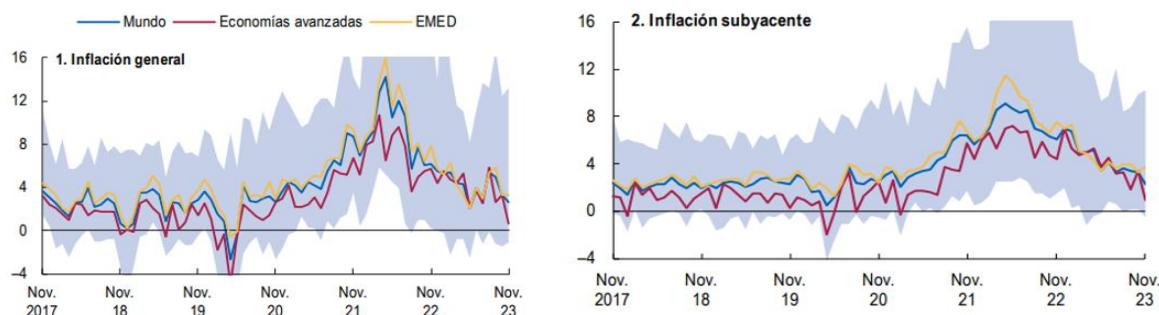
La inflación, el foco delirante de la política monetaria en los últimos años

A partir del 2021 coincidieron una serie de factores que provocaron el estallido a nivel global de fuertes presiones inflacionarias. Con el fin del confinamiento por la COVID-19 se produjo un incremento de la demanda de bienes y servicios y se exacerbó los cuellos de botellas en las cadenas de suministros mundiales generando mayores presiones sobre los precios de productos y del transporte marítimo. También, la guerra en Ucrania provocó un repunte del precio de los alimentos, el gas y el petróleo que constituyen insumos claves tanto en el origen de la cadena de formación de precios como en la canasta de consumo final. Y, otro factor importante a favor de la mayor demanda efectiva y el consumo fue la evolución salarial positiva en los mercados laborales de la Eurozona (UEM) y los Estados Unidos (EEUU) en los que disminuyó el desempleo de modo significativo.

Las presiones inflacionarias persistieron durante el 2022. No obstante, tal como puede observarse en el gráfico 1, a partir del segundo semestre de ese año, comenzó un periodo de retroceso paulatino que se hizo más pronunciado durante el año 2023 fundamentalmente por el agotamiento del ahorro acumulado durante la pandemia, los menores cuellos de botella en las cadenas y la disminución de los precios de la energía.¹ (Bankinter, 2023a, b) (FMI, 2023a)

¹ En el transcurso del año los precios de la energía, el costo de los contenedores y otros materiales estratégicos cayeron, y los de alimentos se moderaron. La inflación, tanto la general como la subyacente, disminuyó sensiblemente en los últimos meses, casi al promedio del periodo previo a la pandemia. (Caixabank, 2023g, h) (FMI, 2024)

Gráfico 1. Inflación Mundial
(Variación porcentual intermensual anualizada, desestacionalizada)

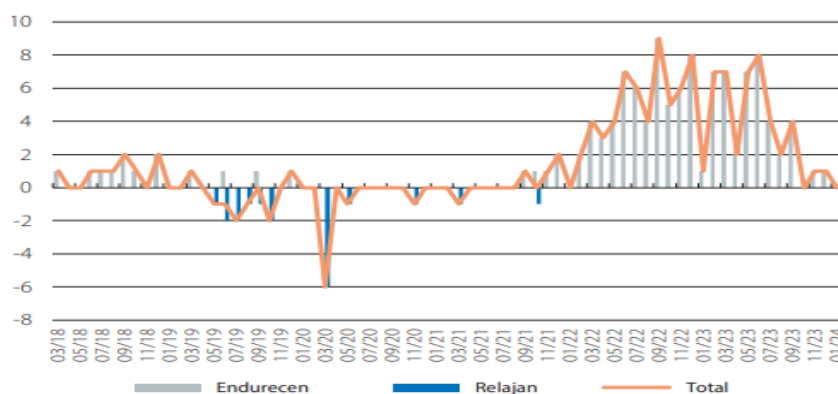


Fuente: FMI, 2024. Página 2

Por otro lado, la crisis del Medio Oriente, inducida por la agresión israelí a Palestina, no tuvo un efecto importante en el nivel de precios como inicialmente se temía, y solamente provocó la volatilidad de los mismos dada la mayor incertidumbre y el temor a que el conflicto se extendiese a un número mayor de naciones que sí jugaban un rol importante en la producción y circulación de productos energéticos.

En ese contexto de menor inflación, las expectativas de los agentes acerca de un cambio positivo en las políticas monetarias se amplificaron, pero los bancos centrales decidieron no dar por resuelta la contención de los precios por lo que mantuvieron el sesgo restrictivo y continuaron endureciendo su política durante casi todo el 2023 tal como se constata en el siguiente gráfico que recoge una muestra de 11 bancos centrales de economías avanzadas.

Gráfico 2. Bancos centrales que ajustan tasas de interés.
(Número)

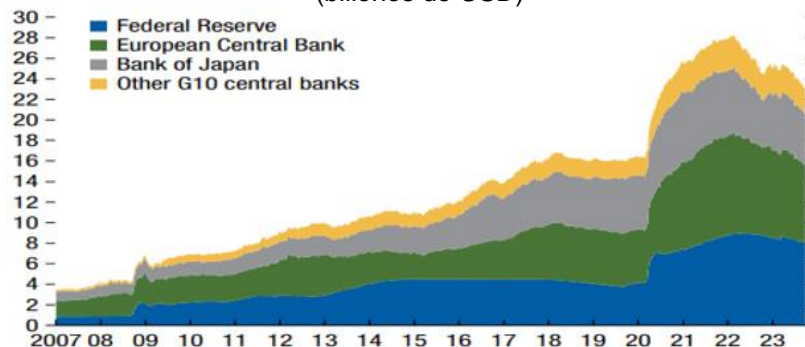


Fuente: Caixabank, 2024b. Página 7

El endurecimiento de las políticas se produjo esencialmente en dos frentes. Uno, el incremento de la tasa oficial de interés y el otro, la reducción de los programas de expansión cuantitativa que habían comenzado a instrumentarse años atrás en varios países desarrollados de Europa, Asia y en los EEUU con

el objetivo de superar las crisis financieras que a partir del 2007 tuvieron lugar. El crecimiento de las hojas de balances de los principales bancos centrales del mundo que había experimentado un fuerte impulso durante la crisis del 2008-2009 y que se intensificó a raíz de la pandemia de COVID-19, comenzó a retraerse paulatinamente desde 2021 y durante el pasado año sufrió una significativa caída tal como puede apreciarse en el gráfico 3.

Gráfico 3. Tamaño de los balances de los Bancos Centrales
(billones de USD)



Fuente: FMI, 2023b. Página 32

La restricción cuantitativa ha sido un factor clave en la menor disponibilidad de liquidez a nivel internacional pues redujo de manera directa el monto de reservas que la banca comercial mantiene en la banca central y por ende constriñó la base monetaria. Además, la disminución de la liquidez bancaria ejerció presiones al alza de las tasas de interés a corto plazo del mercado interbancario, encareciendo aún más la oferta crediticia. (BIS, 2023b)

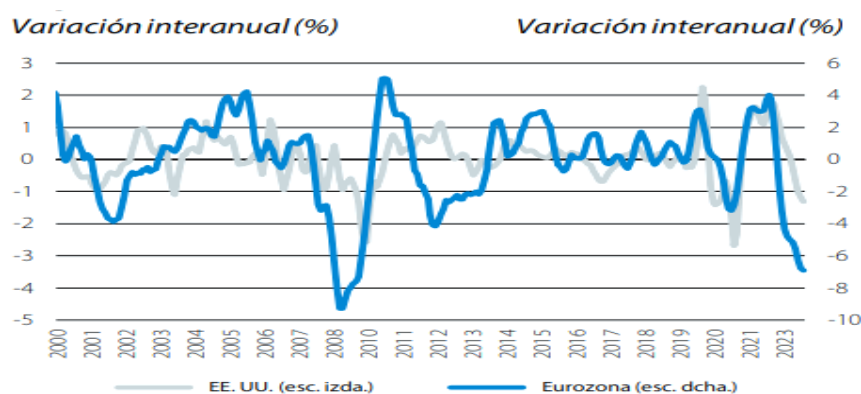
En relación a los intereses, las políticas mantuvieron el carácter restrictivo que caracterizó el 2022, pero el ritmo de incremento de las tasas disminuyó desde el primer trimestre del año teniendo en cuenta varias consideraciones.² Con diferentes matices y velocidades, los bancos centrales, frenaron el proceso de endurecimiento bajo el supuesto que la inflación comenzaba a ceder y el mercado laboral estaba normalizándose, y por el hecho que los incrementos acumulados de las tasas oficiales y las que sufren las empresas y familias eran muy elevados y estaban afectando un canal importante de la transmisión monetaria que son las condiciones crediticias.³

² En el caso de los EEUU la agitación en el sector bancario desatada por el colapso de los bancos Silvergate, Silicon Valley y el Signature, además del First Republic hizo que la Reserva Federal (FED) reconsiderara un aumento drástico en marzo y optara por un alza de solo el 0,25% para llevar la tasa de referencia federal a 4,75%-5,0%. (Bankinter, 2023a)

³ Según encuestas realizadas por el BCE y la FED, los incrementos de las tasas de interés que han efectuado ambas instituciones (+500 p. b. y +375 p. b., respectivamente) se han traducido en un endurecimiento de los estándares crediticios y una debilidad de la demanda de crédito. (Caixabank, 2023d)

Dichas condiciones son esenciales para la actividad económica, y un indicador de las mismas que mide el dinamismo de los volúmenes de crédito, denominado *impulso del crédito*, sufrió durante el año un fuerte deterioro en consonancia con la mayor dureza de las normas crediticias, situación no vista desde la crisis del 2008. (Ver gráfico 4) Fue pertinente entonces la pregunta: si la trasmisión de la política monetaria sobre el crédito está siendo efectiva tanto en EEUU como en Europa, ¿hasta cuándo debería mantenerse alto el umbral de los tipos de interés para contener definitivamente la inflación en menoscabo del empleo y el crecimiento económico?

Gráfico 4. Impulso del crédito (*)



(*) Variación del saldo corriente de crédito menos su variación en el mismo periodo del año anterior (como porcentaje del PIB nominal)

Fuente: Caixabank, 2023f. Pag.10

La política antinflacionaria de los bancos centrales además de limitar la disponibilidad de crédito bancario, aminoró la inversión empresarial y en viviendas, elevó los costos hipotecarios y generó problemas para refinanciar deudas de empresas, entre otras adversas consecuencias. En una economía tan endeudada como la actual los elevados intereses representan un grave problema tanto para prestatarios públicos como privados, y un alto riesgo para la estabilidad financiera y el crecimiento económico actual y futuro.⁴

Comenzando el segundo semestre del año, muchos de los principales bancos centrales continuaron subiendo los intereses dada la inercia de las presiones inflacionarias, aunque condicionando su incremento a la dinámica macroeconómica. Fue el caso de la FED y del Banco Central Europeo (BCE) que ratificaron su compromiso frente la inflación subiendo los tipos en julio, en 25 p. b., hasta el rango del 5,25%-5,50% y de 3,75%-4,25% respectivamente,

⁴ Según datos del *Institute of International Finance*, a finales del 3T del 2023 la deuda pública y privada que acumulaba la economía mundial ascendía a 307 billones de dólares (335% del PIB), con un aumento cercano al 75% desde 2008. Teniendo en cuenta que el crecimiento promedio desde la gran crisis financiera ha sido de un 3,1%, eso significa que para generar cada punto adicional de actividad, la economía mundial ha necesitado endeudarse en más de 2,8 billones de dólares. (Caixabank, 2023h)

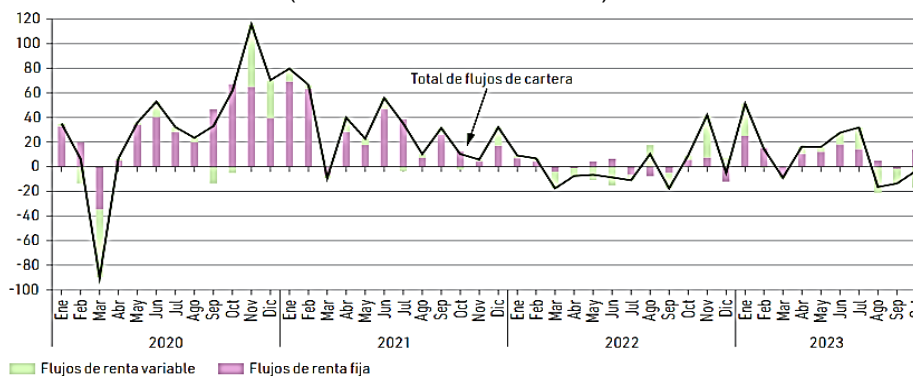
pero dejando abierta la posibilidad de detenerse en esos niveles si así lo justificaba la coyuntura previa a las próximas reuniones de sus comités ejecutivos. (Caixabank, 2023e, f) (BIS 2023c)

Efectivamente, ante el comportamiento favorable de la inflación en los últimos meses (ver gráfico 1), la mayoría de las autoridades monetarias del mundo reorientaron su estrategia de política monetaria apuntando el fin del ciclo de incrementos, aunque admitiendo que durante todo el tiempo que fuese necesario mantendrían niveles lo suficientemente elevados para reprimir brotes inflacionarios. Así, a pesar de la pausa, la persistencia de condiciones restrictivas continuó representando un obstáculo para la plena recuperación de las economías tras una pandemia de gran magnitud y dos años de políticas monetarias extremadamente agresivas.

Especialmente vulnerables a las políticas monetarias contractivas de las economías desarrolladas lo han sido las economías emergentes tal como lo demuestra la evidencia empírica en las últimas décadas. Durante este último ciclo, el impacto de las decisiones de tasas de interés de los EEUU sobre las paridades monetarias de estas naciones y los flujos de inversión extranjera hacia ellas ha sido muy alto.

Los menores rendimientos de los títulos soberanos en mercados emergentes frente a los de países industrializados, conjuntamente con los temores de una desaceleración de la economía mundial, indujeron desde principios del año un menor apetito de riesgo por las inversiones en los primeros, particularmente por aquellas que estaban denominadas en monedas locales que venían sufriendo depreciaciones frente al dólar y otras divisas. La aversión al riesgo incitó grandes salidas de capital como se observa en el siguiente gráfico.

Gráfico 5. Flujos netos de capital en cartera hacia mercados emergentes.
(miles de millones de USD)



Fuente: CEPAL, 2024. Página 31

Otro factor que perturbó el desempeño de las economías emergentes, sobre todo de las que presentaban mayores y recurrentes déficits en cuenta corriente y elevados niveles de deuda externa, fue la apreciación que sufrió el dólar estadounidense durante gran parte del año. Según el FMI, una apreciación del 10% del dólar, en términos efectivos nominales, provoca dos trimestres más tarde un descenso del PIB real de estos países del 1,9% y la recuperación del crecimiento perdido tarda cerca de 10 trimestres en las economías emergentes. (Caixabank, 2023f)

La apreciación del dólar en términos nominales se inició en el 2022 y fue considerable por varias razones: su tradicional status como activo de refugio en medio de tensiones inflacionarias e incertidumbre y volatilidad económica y geopolítica; la mejoría de los términos de intercambio en el comercio exterior de los EEUU como exportador de energía; la rápida recuperación económica de la nación en el periodo pospandemia; y por supuesto, la activa política monetaria restrictiva de la FED en comparación a otros bancos centrales de economías desarrolladas que hizo que la brecha de intereses se ampliara respecto al resto. (ver gráfico 6)

En el 2023 algunos de estos factores perdieron fuerza con la estabilización de los mercados energéticos, las mejores previsiones para las economías europeas y la decisión de la FED de poner pausa a su escalada alcista de intereses, y tal como admiten muchos analistas, comenzó un movimiento de vuelta de la moneda. Pero básicamente, fueron las expectativas de los inversionistas que apostaron desde el inicio del segundo semestre del año que los intereses se reducirían lo que provocó la depreciación del dólar a nivel global y frente al euro. (Gráfico 6)



Fuente: Caixabank, 2024b. Página 8

En general, el dólar mantuvo una ruta muy volátil con descensos y apreciaciones discontinuas, pero durante el último trimestre se constata nuevamente una recuperación en particular respecto al yen y el euro, a pesar de los pronósticos de menores intereses. La divisa se benefició de los mayores

diferenciales de intereses y los menores ciclos económicos del resto del mundo en relación al de los EEUU, elementos que generaron un mayor apetito del riesgo hacia ella. (Bankinter 2023c)

La crisis bancaria en EEUU: Causas y reacciones

A la situación de incertidumbre en torno a la inflación, las políticas monetarias y los elevados riesgos geopolíticos se le sumó en el año el deterioro de la salud del sector bancario estadounidense por una crisis que tuvo lugar durante el primer semestre, la cual hizo que aumentase la volatilidad de los mercados financieros y los temores sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial.

En un entorno de aumento de las tasas de interés tres grandes bancos estadounidenses cayeron o fueron cerrados por los reguladores en una serie de quiebras bancarias entre el 8 y el 12 de marzo de 2023. El primer banco en quebrar fue el *Silvergate Bank* debido a las pérdidas sufridas en su cartera de préstamos y tras su colapso, se produjo el pánico bancario en *Silicon Valley Bank*, un banco que había prestado grandes sumas de dinero a nuevas empresas de tecnología; días después el *Signature Bank*, un banco que continuamente hacía negocios con firmas de criptomonedas, fue cerrado por los reguladores. Los colapsos de *Silicon Valley Bank* (SVB) y el *Signature Bank* fueron la segunda y tercera fallas bancarias más grandes en la historia de los EEUU, solo superadas por el colapso de *Washington Mutual* durante la crisis financiera de 2008. (BIS, 2023 a)

El caso del SVB fue muy representativo del impacto negativo que tuvo en el sector bancario la contractiva política monetaria de la FED. Caracterizado por una fuerte concentración de clientes en un único sector y región geográfica, y con una cartera de activos que en un alto porcentaje era de baja liquidez y desproporcional a sus pasivos, el banco vio muy comprometido su balance cuando, ante las sistemáticas alzas de intereses, muchos de sus depositantes decidieron emigrar hacia los bonos soberanos estimulados por su mayor rentabilidad. Como la entidad no tenía como hacerle frente con sus activos al elevado flujo de fondos que demandaba la corrida bancaria, el descalce se profundizó y las pérdidas fueron millonarias.⁵

⁵ El SVB era una entidad muy vulnerable a las subidas abruptas de tipos de interés debido a la composición de su balance constituido básicamente por depósitos con alta remuneración de grandes empresas del sector tecnológico ubicadas en Silicon Valley, que habían crecido mucho en los últimos años y que no estaban garantizados por el Fondo de Garantía de Depósitos; y por activos de bajo riesgo, pero con vencimientos de largo plazo y a un tipo de interés fijo. Con esa estructura, el balance del banco estaba muy expuesto al riesgo de tipo de interés y ante un aumento de estos, los pasivos se encarecían de forma notable mientras que los activos rendían

La crisis bancaria se hizo más pronunciada cuando una importante agencia calificadora de riesgo rebajo la calificación crediticia del banco norteamericano *First Republic Bank* ante los problemas que el mismo enfrentaba en sus negocios y su baja disponibilidad de liquidez, y cuando del otro lado del Atlántico, detonaron las señales de alarma con la absorción del *Credit Suisse* por parte de UBS después que los reguladores suizos decidieran el cierre de la gran entidad y el Banco Nacional Suizo proporcionara garantías de perdidas e inyectara liquidez.⁶

En ese contexto los más importantes bancos centrales del mundo anunciaron acciones coordinadas para mejorar la liquidez, calmar las turbulencias del mercado y evitar un mayor contagio. Las autoridades monetarias desembolsaron grandes sumas de dinero para enfrentar la crisis sin tener que dar marcha atrás a sus políticas contractivas.

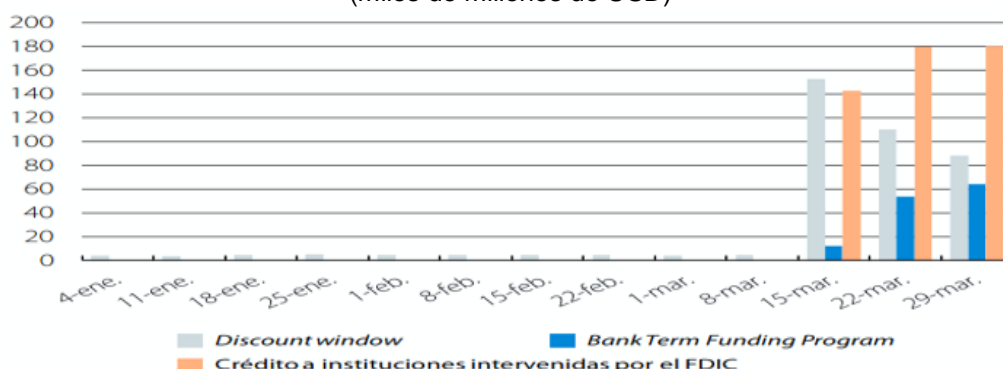
Especialmente activa en su gestión anticrisis fue la Reserva Federal que desplegó acciones rápidas y cuantitativamente sustanciales.⁷ Ante la posibilidad de una corrida bancaria que contaminara al resto del sistema, la FED con el apoyo del gobierno tomaron medidas extraordinarias y decidieron rescatar a los depositantes de los bancos SVB y *Signature Bank*, sin importar el monto de sus depósitos, algo que no estaba contemplado en la regulación vigente que asegura los depósitos solo hasta 250 000 dólares. Asimismo, como se puede ver en el gráfico 7 se creó un programa para dar liquidez al sector financiero y se facilitó el acceso al *discount window* (el principal instrumento que da liquidez a los bancos) con lo cual se redujo el riesgo de liquidez en el mercado interbancario.

a un tipo fijo más bajo. Las presiones sobre su rentabilidad eran muy fuertes como se evidenció en marzo. (Caixabank, 2023b, c)

⁶ La delicada situación del Credit Suisse no era una novedad pues llevaba años inmerso en una crisis de gobernanza, de modelo de negocios, de marca y reputacional, y la salida de depósitos por parte de los clientes era una constante en los últimos meses sin tener una base sólida de garantías. Tras sufrir fuertes caídas en Bolsa y para frenar la fuga de capitales e inyectar confianza al mercado, el Banco Central y el gobierno suizo facilitaron el proceso de adquisición por parte de UBS en el propio mes de marzo. (Bankinter, 2023a, b)

⁷ La FED realizó préstamos al sistema financiero por un monto total de US\$ 318.000 millones que es aproximadamente la mitad de lo que se otorgó durante la crisis financiera mundial.

Gráfico 7. Balance de la FED - préstamos a entidades de crédito
(miles de millones de USD)



Fuente: Caixabank, 2023b. Página 9

Si bien la probabilidad de que los problemas de los bancos estadounidenses y del *Credit Suisse* se fueran de control convirtiéndose en una crisis global, no era realmente alta ya que respondían a situaciones particulares que no eran generalizables ni sistémicas y también, porque en el caso de la banca europea las posiciones de liquidez son más sólidas respecto a los años de la crisis financiera y, además, porque los bancos centrales del mundo desarrollado son más proactivos para lidiar con situaciones de tensión bancaria y contenerlas con rapidez como se demostró en los sucesos de marzo cuando en muy poco tiempo se restableció la calma, los índices de volatilidad del mercado se dispararon y reapareció el fantasma de la crisis del 2008. (Bankinter, 2023a)

Fueron múltiples los efectos inmediatos de estas crisis en los mercados financieros internacionales. Tres de ellos trascendieron: el incremento de las expectativas de reducción de tipos de interés por parte de la FED y el BCE; la pronunciada caída de las cotizaciones bursátiles de las instituciones bancarias por la negativa percepción sobre la estabilidad financiera del sector y el deterioro de las condiciones financieras del mercado.⁸ (Bankinter, 2023 a, b) (BIS, 2023 a)

Por otro lado, el Fondo Monetario Internacional (FMI), aun reconociendo que la respuesta de las autoridades nacionales para atajar los riesgos sistémicos fue contundente, rebajó sus pronósticos de crecimiento de la economía mundial alegando que el aumento en la volatilidad de los activos financieros y la mayor incertidumbre por los riesgos e inestabilidad del sector, se superponían a la elevada inflación, el rápido aumento de las tasas de interés para combatirla, los elevados niveles de deuda y los efectos de la guerra de Rusia en Ucrania. (FMI, 2023a, b, c)

⁸ En marzo el sector bancario cayó en Europa y en EE. UU. un 14% y un 19%, respectivamente, mientras que el Euro Stoxx 600 y el S&P 500 registraron un -0,7% y +3,5%. (Bankinter, 2023a)

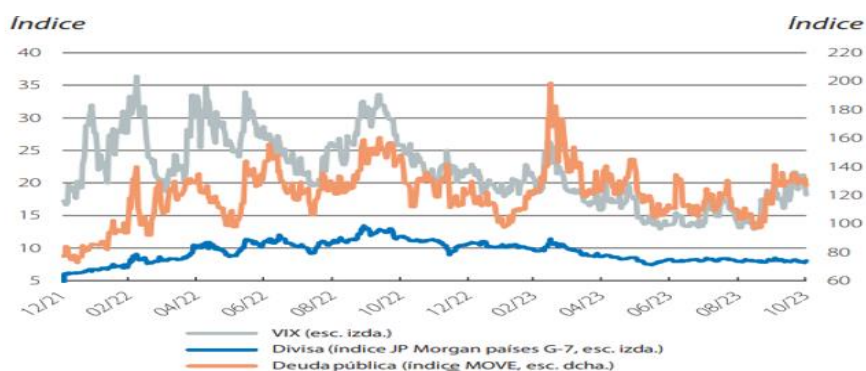
Aunque al cabo de pocos meses las preocupaciones sobre el sector bancario disminuyeron, el entorno restrictivo de altas tasas de interés seguía ejerciendo presiones sobre los balances institucionales y los préstamos no se reanimaban, por el contrario, durante todo el año disminuyeron y se constató un mayor deterioro de la calidad del crédito entre prestatarios. También, fueron visibles signos de menor liquidez en el sistema bancario que afectó el funcionamiento de los mercados sobre todo en los segmentos de financiamiento a corto plazo.

Si a lo anterior se le adiciona que numerosos bancos en grandes naciones (desarrolladas y emergentes) presentan una alta exposición al riesgo frente a inmuebles comerciales por el incremento de los costos de endeudamiento que aumenta el peligro de incumplimiento en los pagos por parte de los prestatarios y la propia volatilidad del sector inmobiliario, es razonable poner en dudas la estabilidad bancaria a nivel mundial. (FMI, 2023b, 2024) (BIS, 2023c)

Mercados financieros internacionales, entre las expectativas y la realidad

Tras el optimismo de inicios del año los mercados financieros retornaron en febrero a la volatilidad y al menor apetito de riesgo en un ambiente de noticias macro que revivió en los inversionistas el temor por la inflación y el consecuente endurecimiento de las políticas de los bancos centrales (ver gráfico 8). El cambio en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales originó nuevas tensiones en las condiciones financieras a escala mundial y aminoró las ganancias de los activos financieros, especialmente los de renta variable cuyos índices bursátiles cayeron de forma notable. (Caixabank, 2023a) (BIS, 2023b)

Gráfico 8. Volatilidad en los mercados financieros



Fuente: Caixabank, 2023g. Página 7

Más adelante, los sucesos negativos en el sector bancario estadounidense y en Suiza exacerbaban los temores y el mercado vivió un episodio de pánico que, aunque breve fue muy intenso. Las mayores pérdidas se produjeron

lógicamente en las cotizaciones bancarias, pues en el resto se percibía cierta desconexión con la realidad al primar la esperanza de que el ciclo de subidas llegaría a su fin teniendo en cuenta la inestabilidad del mercado crediticio. Dicha percepción prevaleció durante el segundo trimestre del año hasta que otro acontecimiento hizo que nuevamente los inversionistas evaluaran su exposición al riesgo.

La atención de los inversionistas se centró en las negociaciones sobre la ampliación del techo de la deuda en los EEUU que no fueron resueltas hasta mediados de año. A medida que se acercaba la fecha límite para la aprobación, el ánimo inversionista se tensaba y el apetito de riesgo variaba en función de la marcha de las conversaciones entre republicanos y demócratas. También incidió la modificación en la calificación crediticia del Tesoro estadounidense por parte de la agencia calificadora Fitch, que pese a mantener la nota de AAA, cambió su perspectiva de estable a negativa. (FMI, 2023b)

El tope actual de la deuda federal, ascendente a 31,4 billones de dólares, se alcanzó en enero, pero el Tesoro aprobó una serie de medidas excepcionales para permitir que el Gobierno pudiese cumplir con las obligaciones de pago ya comprometidas que expiraban en junio. Por su parte y adelantándose al vencimiento, la Cámara de Representantes dominada por republicanos, aprobó un proyecto de ley para elevar el techo, pero condicionándolo a nuevos y voluminosos recortes de gastos en los próximos años. (Caixabank, 2023c)

La propuesta fue mal recibida por la mayoría demócrata del Senado que anticipó su veto creándose así, como en otros años, un *impass* de espera frente a la posibilidad del cierre del gobierno (*shutdown*). De no alcanzarse un acuerdo para elevar el techo, el impacto macroeconómico podía ser elevado, además de ser una fuente de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financieros.⁹

El stress y la volatilidad disminuyeron al alcanzarse a principios de junio el acuerdo bipartidista sobre la suspensión del límite del endeudamiento hasta el 2025, y a medida que las preocupaciones sobre la inestabilidad política y financiera se reducían, la inflación, la política monetaria y la salud del ciclo económico recuperaban su protagonismo en los principales mercados. Por ese motivo, el resto del año estuvo marcado por sentimientos contrapuestos de los inversionistas que se movieron en un escenario de pérdida de vigor de los indicadores fundamentales de economías desarrolladas y emergentes

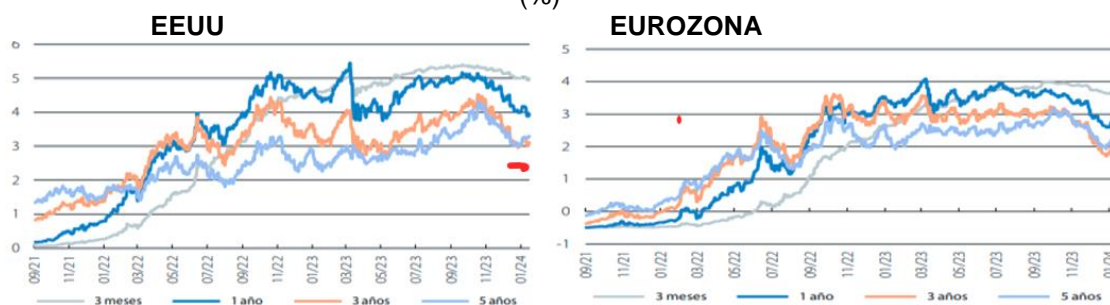
⁹ Desde los años noventa, la falta de un acuerdo a tiempo para elevar el techo de deuda provocó en cuatro ocasiones cierres de más de una jornada de la Administración pública que implicaron suspender la prestación de todos los servicios públicos, excepto los considerados esenciales, como solución temporal para asegurar el pago de los compromisos de deuda.

representativas, un entorno geopolítico complicado y menores posibilidades de restricciones monetarias. El resultado neto fue una volatilidad intermitente en los mercados bursátiles, los tipos de cambio y la renta fija, pero sin fuertes variaciones. (Caixabank, 2023e, h)

En el último trimestre del año se produjeron dos hechos que alimentaron significativamente las expectativas de los inversionistas con signos contrarios. Uno, de naturaleza geopolítica, fue el empeoramiento del conflicto Israel-Palestina y el otro, la decisión compartida del BCE y la FED de pausar sus políticas y no modificar los tipos de interés. El primero provocó inicialmente un rebrote de la volatilidad de la mayoría de los activos financieros para luego perder importancia, pero el segundo sí lleno de expectación positiva a los inversionistas, estimuló el apetito del riesgo y relajo las condiciones financieras a nivel mundial. (FMI, 2024) (BIS; 2023c)

El intenso ajuste de las expectativas de política desde fines de octubre indujo fuertes movimientos alcistas en el mercado; el nivel que mostraron las revalorizaciones de activos de renta fija no tenía precedentes en varias décadas y la mayoría de las bolsas mundiales cerraron con ganancias.¹⁰ La mayor disposición a invertir se mantuvo hasta fines de año con la presunción de que efectivamente no se materializarían nuevos incrementos e incluso podrían bajar los intereses en el 2024. (Ver gráfico 9) (Caixabank 2024a) (Bankinter, 2023c)

Gráfico 9. Expectativas de mercado sobre el tipo de interés oficial (%)



Fuente: Caixabank, 2024b. Página 9

Sin embargo, el optimismo de los inversionistas en torno a las futuras perspectivas macroeconómicas en condiciones de relajación monetaria chocaba con el deterioro de la calidad del crédito entre los prestatarios que venía gestándose durante años de altas tasas de interés. Si como antes se explicó, el crédito bancario disminuyó en el transcurso del 2023 y los bancos

¹⁰ El índice global de acciones MSCI avanzó un 20% y en cuanto a la renta fija, los índices globales de bonos corporativos y soberanos cerraron el año con ganancias. El índice Bloomberg Global-Aggregate llegó cerca del 6%, su mayor nivel de incremento bimensual desde 1990. (BIS, 2023c) (Caixabank, 2024a)

continuaron mostrando poca tolerancia al riesgo, las expectativas tendrían que reajustarse a una realidad que puede complicarse en términos de liquidez.

Adicionalmente, que las expectativas lleguen a cumplirse dependerá del comportamiento futuro de la inflación, en lo que definitivamente incidirá la traslación de las subidas de precios a salarios que ya es una realidad. En ese caso las rebajas de interés demoraran más de lo que hoy apuestan los inversionistas.

En resumen, en el 2024 los factores claves del mercado seguirán siendo la inflación, los intereses, el crecimiento económico y las expectativas que sobre dichos factores se hagan los inversionistas. Y a ello se sumarán los focos de conflictos geopolíticos que prevalecen en la actualidad y que, en un año de varios procesos electorales complejos pueden exacerbarse, especialmente con el de los EEUU.

Referencias bibliográficas

- Bank of International Settlements (BIS) (2023a). Annual Economic Report, June 2023. Basilea, Suiza. Disponible en <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e.pdf>.
- _____ (2023b). Quarterly Review September. Basilea, Suiza. Disponible en https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2309.htm
- _____ (2023c). Quarterly Review December. Basilea, Suiza. Disponible en https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2312.pdf
- Bankinter (2023a). Estrategia de Inversión. Segundo trimestre, 24 marzo. Madrid. Disponible en <https://www.bankinter.com/es.Estrategia%20T%202023.pdf>
- _____ (2023b). Monitor Mensual. Estrategia de Cartera de Inversión Mensual. Marzo. Disponible en <https://www.hipotecario.com.ar/media/InformeMensual.pdf>
- _____ (2023c). Estrategia de Inversión. 1 Trimestre 2024, 18 diciembre. Madrid. Disponible en https://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=ASES&subs=TTTS&nombre=estrategia_inversio_n.pdf
- Caixabank (2023a). Informe mensual 476, marzo. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/476/marzo-2023/>
- _____ (2023b). Informe mensual 477, abril. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/476/marzo-2023/>
- _____ (2023c). Informe Mensual 478, mayo. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/478/mayo-2023/>

- _____ (2023d). Informe mensual 480, julio-agosto. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/480/julio-2023/>
- _____ (2023e). Informe mensual 481, septiembre. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/481/septiembre-2023/c>
- _____ (2023f). Informe mensual 482, octubre. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/482/octubre-2023/>
- _____ (2023g). Informe mensual 483, noviembre. Disponible en Informe mensual 484, diciembre. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/483/noviembre>
- _____ (2023h). Informe mensual 484, diciembre. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/484/diciembre-2023/>
- _____ (2024a). Informe mensual 485, enero. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/485/enero-2024/i>
- _____ (2024b). Informe mensual 486, febrero. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/486/febrero-2024/i>
- CEPAL (2023). Balance preliminar de las economías de America Latina y el Caribe. Diciembre 2023, Santiago Chile. Disponible en <https://www.cepal.org/es/publicaciones/68747-balance-preliminar-economias-america-latina-caribe-2023>
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2023a). Informe estabilidad financiera, abril. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>
- _____ (2023b). Global financial stability report. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/10/10/global-financial-stability-report-october-2023>
- _____ (2023c). Perspectivas de la economía mundial. Octubre 2023. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>
- _____ (2024). Actualización de las perspectivas de la economía mundial. Enero 2024. Disponible en <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2024/01/30/world-economic-outlook-update-january-2024>

Declaración de intereses

La autora declara que no existe conflicto de intereses.