



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Tras un 2023 que no fue negativo para los mercados financieros, los retos de inversión identificables de cara al 2024 tendrán que alimentarse de lo aprendido este año. El diagnóstico macroeconómico sugiere un entorno más amigable para asumir riesgos, especialmente por el fin del endurecimiento monetario en buena parte del mundo. En nuestra opinión, existen cuatro focos de atención que resumen particularmente bien estos retos de inversión para el próximo año.*
- *Primero, los mercados ya tienen incorporado el inicio de la flexibilización monetaria en 2024. Aún cuando las tasas de interés de política sólo comiencen a descender durante la segunda mitad del año, estructuralmente no hay razones para esperar un apretón adicional en la liquidez y las condiciones financieras internacionales.*
- *Segundo, la diversificación y búsqueda de calidad entre clases de activos seguirá ganando participación en la toma de decisiones de inversión. En la medida que eso sea la norma, la gestión activa de carteras continuará dominando la gestión pasiva, que fue la estrategia más eficiente y menos costosa durante la década de la ultra-liquidez.*
- *Tercero, para los intermediarios financieros será crucial maximizar la gestión de relacionamiento con clientes, no sólo cada vez más exigentes y especializados tecnológicamente, sino también más sensibles de cara al servicio. Existen otros retos como la creciente incertidumbre política de los últimos 10 años, que supone restricciones para la libre movilidad de factores y de capitales en el mundo.*
- *Cuarto, es menester seguir enfatizando que el proceso de aterrizaje suave de la economía global no tiene porqué entrar en conflicto con las oportunidades de inversión. Es importante dejar atrás los paradigmas de la era del dinero barato, que favorecieron siempre apuestas inclinadas a las recesiones económicas y los cisnes negros, estos últimos, por definición, imposibles de predecir.*

Fabio D. Nieto
Economista jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Gabriel F. Granados
P.S. – Mercados Financieros
gabriel.granados@bancoagrario.gov.co



Focos de inversión 2024

Para muchos inversionistas, 2023 parecía ser un año no distinto a lo que vivimos durante todo el periodo posterior a la Gran Recesión de 2008-2009. El supuesto central partía de que los altos niveles de inflación, en la medida que configuraran una recesión económica, se iban a revertir rápidamente. Y en esa línea, los Bancos Centrales (BC) se verían obligados a flexibilizar rápidamente sus posturas de política a través de menores tasas de interés y programas de expansión cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés), algo que fue la norma durante los últimos 10-12 años, incluido el periodo de la pandemia.

Sin embargo, dicha situación nunca ocurrió. La economía mundial entró en una fase de desaceleración ordenada (aterrizaje suave), evidenciando una resiliencia de la demanda superior a lo que todos estimábamos. Por esta vía, el descenso de la inflación tampoco tuvo la velocidad anticipada, pues no solamente la presión en los precios obedeció a factores de oferta (restricciones en canales de suministro global, la invasión de Rusia a Ucrania, etc.), sino también a evidentes excesos de demanda que producen inflación.

Gráfico 1. Índice de condiciones financieras mundiales



Fuente: Goldman Sachs. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio ponderado por economías avanzadas y de mercados EM.

Este entorno implicó que las tasas de interés de referencia de los BC, en el balance, permanecieran en niveles históricamente altos. Como consecuencia, los niveles de endeudamiento público-privado se han mantenido en máximos históricos y no han descendido al ritmo esperado, pues además del incremento en el acervo de deuda de años previos, el pago de intereses (servicio de

la deuda) se ha disparado y está presionando el roleo de esa deuda.

En LATAM, algunos BC ya iniciaron el ciclo de recortes en los tipos de interés, apoyados por unos niveles de inflación que descendieron y alcanzaron rápidamente las metas de política. En las economías avanzadas esa discusión ni siquiera inició, y de hecho la probabilidad de que se mantengan altas por un periodo de tiempo prolongado sigue siendo relativamente elevada (ver “Más altas por más tiempo” en [CE – Septiembre 26 de 2023](#)).

Adicionalmente, las posturas de contracción cuantitativa (QT, por sus siglas en inglés) que anunciaron los faros monetarios del mundo desde 2022 no han sufrido ningún cambio. Esto significa que, además de tasas de interés altas, la contracción de la base monetaria continúa, lo que ha afectado en consecuencia la liquidez global.

Justamente, la aplicación de estas políticas QT creó en 2023 algunos traumatismos sobre la gestión de riesgos en el sistema bancario, de EEUU y Europa, lo que en su momento llevó a considerar inminente una crisis económica mundial (ver “Nada envidiable ser la Fed” en [CE – Marzo 22 de 2023](#)). Por fortuna, este ruido se disipó rápidamente en 2T23 gracias a la pertinente intervención de los BC y los reguladores, que permitió el curso del aterrizaje suave de la economía mundial y la continuidad de los programas QT.

¿Qué lecciones aprendidas dejó 2023? ¿Qué retos tendrán los inversionistas para 2024? ¿Cuáles son los focos para tener en cuenta? En nuestra opinión, existen cuatro factores imposibles de omitir en cualquier ejercicio de valoración y toma de decisiones de inversión en esta coyuntura. Al mismo tiempo, intentan responder dichas inquietudes.

En **primer lugar**, no hay duda de que la principal fuente de incertidumbre para 2024 seguirá siendo la velocidad de convergencia de la inflación hacia las metas de política monetaria de los BC. De ello dependerá la capacidad de los emisores para flexibilizar la política monetaria mediante recortes de tasas de interés y estimular el crecimiento, algo que en las economías avanzadas luce todavía prematuro.

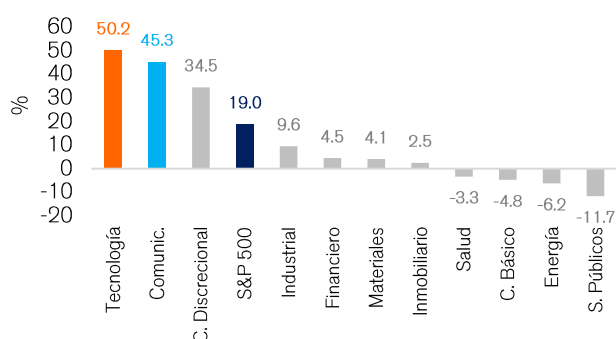


No obstante, el fin del proceso de endurecimiento monetario es prácticamente un hecho y está en su totalidad incorporado en las expectativas de los mercados tradicionales (léase desarrollados). Esto significa que, estructuralmente, las condiciones financieras no tendrían por qué estrecharse más el próximo año.

De hecho, luce más probable que se tornen menos restrictivas en el corto plazo, algo que viene ocurriendo en jornadas recientes aun cuando los BC solo iniciarán los recortes de tasas de interés hacia el segundo semestre de 2024. A la fecha, dichas condiciones financieras se mantienen en niveles altamente restrictivos y muy por encima de los promedios históricos (Gráfico 1).

Lo anterior permitirá no solo abrir un mayor flujo de crédito hacia el sector real, sino también crear un abanico de oportunidades más allá de las que ofrecen los cisnes negros. Por definición, estos eventos disruptivos, algo por lo que muchos apostaron en 2023, son imposibles de predecir y nunca han sido estructurales, por lo cual no deberían ser un determinante para tomar decisiones.

Gráfico 2. Índices GICS del S&P 500 durante 2023



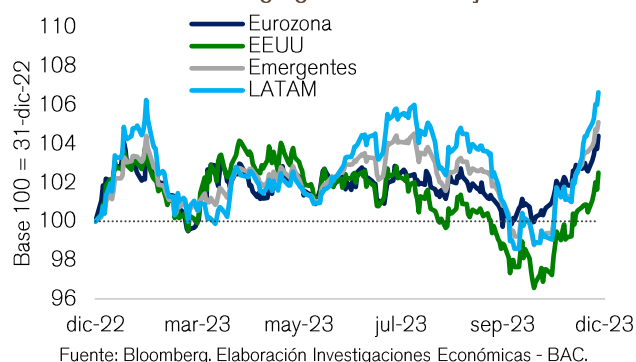
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En **segundo lugar**, la diversificación y búsqueda de calidad entre clases de activos es otro aspecto que seguirá ganando participación en la toma de decisiones. El cambio de chip inherente en la migración del mundo QE al QT, ha obligado a que la gestión activa de carteras tenga una función más dominante frente a la gestión pasiva. Eso se vio reflejado en 2023, donde el contexto de menor liquidez, alta inflación y bajo crecimiento no fue un impedimento para que activos muy sensibles al ciclo macroeconómico, como la renta fija, ganaran terreno. En

la renta variable, aquellos activos de mejor calidad fueron los grandes ganadores.

Por ejemplo, el índice de renta variable del MSCI de mercados desarrollados se valorizó 16.8%, mientras que el MSCI de mercados emergentes (EM) lo hizo en 2.7%. En el caso particular de EEUU, el índice S&P 500 avanzó cerca de un 19%, impulsado por los incrementos que registraron los precios de las acciones de sectores de tecnología y comunicaciones (Gráfico 2). Entre estos dos sectores explicaron, casi en su totalidad, la valorización del S&P 500 en 2023 (contribución del 97%), pues sin ellos el índice sólo habría avanzado 4.1%.

Gráfico 3. Índices agregados de renta fija en 2023



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Lo anterior es consistente con el cambio acelerado en muchos hábitos de consumo de hogares y empresas que ha tenido lugar desde la pandemia, y que ha impulsado un salto en la oferta de servicios tecnológicos. No en vano, los resultados corporativos de estas empresas a lo largo de 2023 han sido muy positivos, alimentando la demanda de los inversionistas que buscan activos de calidad.

Incluso en el mercado de renta fija, que ha sido el más afectado por el contexto de políticas QT, se han registrado valorizaciones. Este comportamiento se ha pronunciado en las últimas semanas por un creciente optimismo entre los inversionistas y unas condiciones más amigables para los mercados de deuda (ver “Calma después de la tormenta” en [IMDP – Noviembre de 2023](#)).

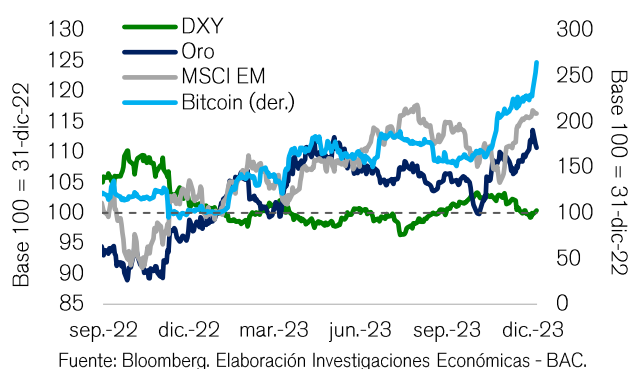
En efecto, los índices agregados de renta fija registran incrementos promedio de 4.7% este año, especialmente el de LATAM cuya valorización año corrido asciende a 6.6% (Gráfico 3). Tal como lo explicamos previamente,



este comportamiento ha sido coherente con unos rápidos descensos en la inflación y recortes en tasas de política monetaria en estas economías. Asimismo, la percepción de riesgo-país mejoró a pesar de múltiples focos de inestabilidad política, apuntalando por esta vía la demanda de los inversionistas, especialmente la de extranjeros.

Por clases, los bonos de alto rendimiento (HY, por sus siglas en inglés), cuya correlación con la renta variable ha sido históricamente la más alta, han sido los títulos de deuda más favorecidos este año, con valorizaciones acumuladas de 8.1%. A estos le siguen los bonos soberanos denominados en USD, cuyo índice se ha valorizado 5.3% y se soporta en particular por el fuerte incremento de 8.5% que ha tenido el índice de bonos soberanos de LATAM.

Gráfico 4. Cotización del USD vs activos sustitutos



Técnicamente, la renta fija luce mucho más atractiva frente a la renta variable, especialmente en duraciones de corto plazo que serían las más beneficiadas por el inicio de la flexibilización monetaria en 2024. Pero esto no sólo se deriva de los niveles de entrada que ofrece (fundamentalmente más baratos que la renta variable), sino también por unas rentabilidades reales esperadas que mejorarán orgánicamente con una inflación cediendo algo más rápido de lo que se espera que lo hagan las tasas de interés nominales.

La debilidad del dólar americano (USD) desde octubre del año pasado ha reforzado el apetito no sólo por activos que ofrecen un mayor riesgo implícito, como las acciones de mercados EM, sino también la demanda contra aquellos que guarda una correlación estadística negativa. Este es el caso del oro, un activo sustituto perfecto para la

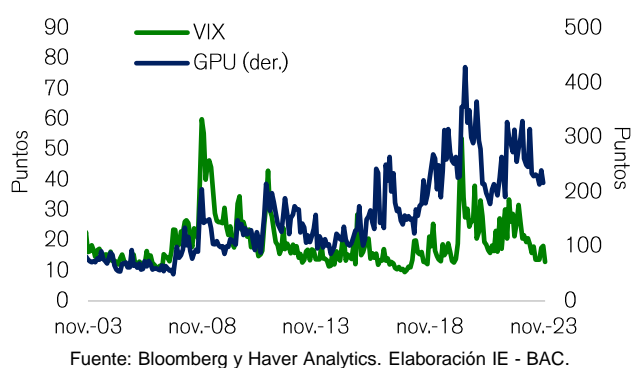
preservación del poder de compra en el tiempo, cuyo precio históricamente se mueve inversamente al del USD.

Hasta las criptomonedas se han convertido en un sustituto interesante en este contexto. Más allá de las críticas sobre la ausencia de un respaldo legal y de fundamentales para realizar su valoración, el hecho es que muchos inversionistas (incluidos institucionales) lo han comenzado a considerar como un “oro digital”.

El USD ha caído 8.9% desde los máximos que alcanzó en octubre del año pasado, según lo muestra el índice DXY. En ese mismo periodo de tiempo, el índice de acciones MSCI EM y el precio del oro aumentaron 25.9% y 24%, respectivamente, mientras que el precio de Bitcoin, el activo más representativo del mundo cripto, se valorizó 130.2% (Gráfico 4).

En tercer lugar, para los intermediarios financieros será crucial maximizar la gestión de relacionamiento con clientes, no sólo cada vez más exigentes y especializados tecnológicamente, sino también más sensibles de cara al servicio.

Gráfico 5. Aversión al riesgo vs incertidumbre política



Todo esto se conjuga con factores del nuevo modelo de negocios, que impone mayores exigencias para las inversiones según criterios ambientales y de sostenibilidad, así como otros retos no económicos y exógenos como las crecientes tensiones geopolíticas en varios lugares del mundo. Para los expertos en el tema, las bondades de la globalización, la libre movilidad en el comercio internacional de bienes y flujos de capitales, y las virtudes del modelo *offshoring* se encuentran en crisis por estos factores geopolíticos.



Esto último es particularmente retador, dados los elevados niveles de incertidumbre política global (GPU, por sus siglas en inglés) que vienen afectando silenciosamente la inversión y la asignación de recursos. En la actualidad, según algunas mediciones de estos grados de GPU, nos encontramos en valores similares a los máximos históricos alcanzados durante la pandemia en 2020. Peor aún, aislando este choque, los niveles actuales de GPU se sitúan muy por encima de sus niveles pre-pandemia y se han desconectado de las mediciones de aversión al riesgo implícitas en los mercados, como el índice VIX (Gráfico 5).

En cuarto y último lugar, es menester seguir enfatizando que el proceso de aterrizaje suave de una economía nunca entra en conflicto con las oportunidades de inversión. De hecho, abre nuevas puertas en la medida que despierta la esencia innovadora del inversionista. En otras palabras, es importante dejar atrás los paradigmas de la era del dinero barato. Si en 2023 esa fue la gran lección, sería un grave error obviarla de cara al 2024.

Es factible que muchos mercados, como por ejemplo los EM, también ofrezcan oportunidades interesantes de inversión en la medida que el apetito por riesgo siga aumentando y las condiciones financieras se relajen. Naturalmente, Colombia está dentro de esa canasta de nuevas oportunidades, pero es trascendental advertir que los factores idiosincráticos locales no deben generar inestabilidad. En particular, es muy importante recuperar la confianza y reactivar variables de gasto agregado claves para el crecimiento-empleo futuro, como lo es la inversión.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
