



Comentario económico

Mercados financieros

Mayo 8 de 2024

Un respiro no es olvido

Autores:

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas
Tesorería

Varios riesgos inflacionarios para la economía mundial, que habíamos advertido en meses recientes, han comenzado a materializarse. En EEUU, la Fed advirtió recientemente que la incertidumbre sobre las dinámicas futuras de la inflación se ha incrementado, por lo que antes de tomar una decisión sobre posibles recortes de tasas de interés se requiere más confianza sobre la tendencia de la inflación.

Ahora esperamos que la Fed inicie su ciclo de reducciones de tasas de interés en 4T24 y no a mitad de año, como era nuestro supuesto inicial. No descartamos que el inicio de este ciclo pueda aplazarse hasta comienzos de 2025, pero eso dependerá del comportamiento de la inflación en el futuro cercano y de lo que evalúe la Fed como una postura menos restrictiva de política monetaria.

En línea con nuestra expectativa, la Fed también anunció que a partir de junio moderará el ritmo mensual al cual viene reduciendo sus tenencias de activos financieros. La medida ha generado cierto alivio en las condiciones financieras mundiales, suavizando presiones sobre las tasas de interés de los mercados de deuda. Los mercados también se han reajustado a las nuevas expectativas de tasas de la Fed, minimizando el ruido implícito en los precios de los activos.

En este entorno, el apetito por riesgo de los inversionistas se ha incrementado y probablemente seguirá favoreciendo los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes. En lo corrido de 2024, la demanda de estos activos se ha concentrado en más de un 80% en instrumentos de deuda, especialmente de Asia y LATAM. En estos mercados, las rentabilidades de corto plazo que ofrecen los bonos siguen siendo muy atractivas y el margen de valorización de los títulos de alto rendimiento se estima holgado.

A pesar de lo anterior, es importante recordar que en el futuro cercano la renta fija seguirá presionada por factores de oferta. El déficit fiscal en la mayoría de las economías se mantendrá en niveles elevados, con fuertes presiones de gasto asociadas al periodo de elecciones en muchos países del mundo durante 2024. Además, el costo de financiamiento público-privado continúa muy alto y seguirá forzando el endeudamiento para cubrir obligaciones de corto plazo.



Reducción de tasas: no por ahora

En su más reciente reunión de política monetaria, y en línea con lo que se esperaba, la Reserva Federal (Fed) de EEUU mantuvo inalteradas sus tasas de interés de referencia en el rango 5.25% - 5%. Varios temores que en las últimas semanas se habían expandido en los mercados financieros fueron confirmados por la Fed, especialmente en el frente inflacionario, algo que habíamos advertido en un informe reciente y cuyos riesgos alcistas ya se están materializando (ver “No estaba muerta, estaba de parranda” en [CE – Abril 12 de 2024](#)).

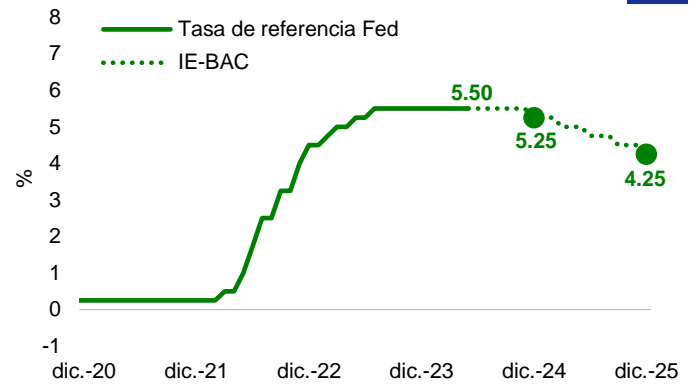
La Fed mencionó que, si bien la tendencia de la inflación en el último año ha sido bajista, en los meses más recientes no se han visto los avances esperados. La incertidumbre alrededor del proceso desinflacionario en EEUU se ha incrementado y antes de tomar cualquier decisión de tasas de interés se requiere tener más confianza sobre la senda de la inflación. Además, la Fed recordó que la inflación sigue siendo alta y superior al objetivo de 2% de política monetaria (2.7% según la lectura del PCE de marzo).

A lo anterior se suman unas cifras de actividad económica que, según la Fed, reflejan un crecimiento sólido de la economía de EEUU. De hecho, la información año corrido muestra un ritmo de expansión del producto que estaría superando el crecimiento de 2023 (ver “La prudencia hace sabios” en [IMCE – Abril de 2024](#)). Esto no sólo es consistente con las mejores perspectivas de crecimiento del PIB que ahora se tienen para este año, sino también con unas muy favorables dinámicas del mercado laboral, donde la demanda de empleo continúa fuerte y el desempleo se mantiene históricamente bajo.

Por lo anterior, **ahora esperamos que la Fed inicie su ciclo de reducciones de tasas de interés en 4T24** y no a mitad de año, que era nuestro supuesto inicial (Gráfico 1). No descartamos que el inicio de este ciclo pueda aplazarse hasta comienzos de 2025, pero dependerá de: i) el comportamiento futuro de la inflación; y ii) lo que evalúe la Fed como una postura menos restrictiva de la política monetaria hacia adelante. Anticipamos que los recortes de tasas de interés serán graduales y en magnitudes de 25 pbs por mes.

Trayectoria de la tasa de política monetaria en EEUU

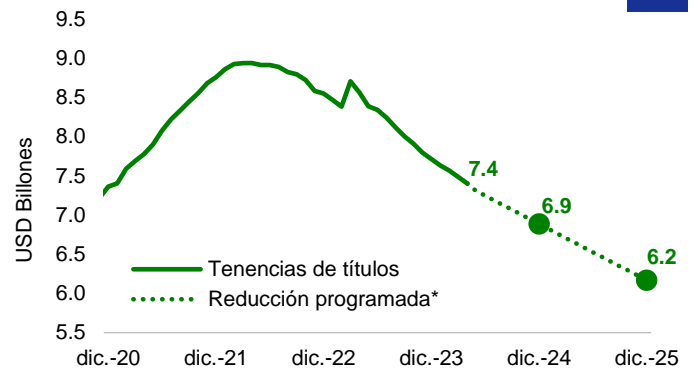
1



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Normalización del balance de activos de la Fed

2



Fuente: Federal Reserve. Investigaciones Económicas - BAC.

*Reducciones de tenencias se ajustan en jun-24 hasta USD 60,000 millones.



De acuerdo con el calendario de reuniones de política monetaria de la Fed, el próximo material de proyecciones económicas de los miembros del FOMC será publicado en su reunión de junio. Esperamos que las sendas de tasas de interés, implícitas en dicho material, sugieran trayectorias similares, teniendo en cuenta el plan revelado por la Fed de mantener una postura de política monetaria todavía restrictiva para conducir la inflación a la meta. El mercado monetario de EEUU ya tiene incorporado estas potenciales trayectorias de tasas de la Fed.

Ajustando balances: un alivio

Un aspecto no menor de la reciente reunión de la Fed fue el anuncio de desacelerar desde junio el ritmo al cual está reduciendo sus tenencias de activos. Esto lo habíamos advertido varios meses atrás, pues en el marco de la coherencia de instrumentos de política monetaria de un banco central, la Fed debía modificar los parámetros del programa de normalización de su hoja de balance antes de iniciar con los recortes de tasas de interés (ver “La Fed sin apuros” en [CE – Febrero 5 de 2024](#)).

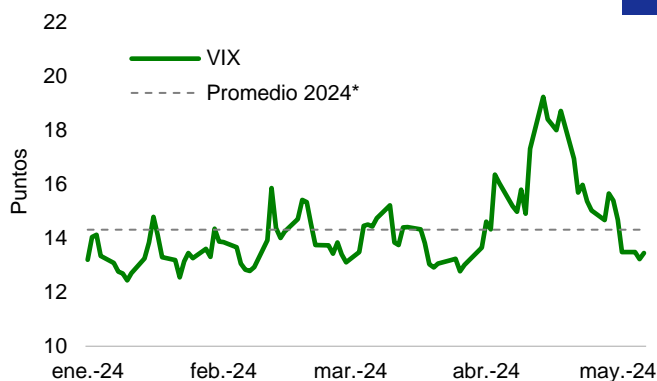
El límite de vencimientos de Tesoros, previamente definido en USD 60,000 millones mensuales, ahora será de USD 25,000 millones. Asimismo, el límite de reembolsos de títulos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) se mantienen en USD 35,000 millones mensuales, pero cualquier pago de principal que supere este límite será reinvertido en su totalidad en Tesoros. Esto significa que la ventana de reinversiones en bonos del Tesoro aumentaría en al menos USD 35,000 millones mensuales, liberando presiones alcistas sobre los rendimientos de estos bonos.

De esta manera, **el ritmo al cual la Fed venía reduciendo sus tenencias de activos mensualmente se desacelerará desde USD 95,000 millones hasta USD 60,000 millones a partir de junio**. Suponiendo que estos parámetros no cambian, el balance de activos de la Fed cerraría 2024 y 2025 en niveles de USD 6.9 y 6.2 billones, respectivamente (Gráfico 2), muy por debajo de los máximos de USD 9 billones alcanzados en 2022.

Al igual que para la tasa de referencia, y en total coherencia con los instrumentos de política, lo anterior apunta a una postura monetaria de la Fed que seguirá

Niveles de aversión al riesgo implícitos en el mercado

3



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Promedio año corrido con fecha de corte al 8 de mayo.



siendo contractiva en el corto plazo, aunque ciertamente más moderada frente a lo visto en años previos.

La medida ha generado cierto alivio en las condiciones financieras globales. El índice VIX de aversión al riesgo ha descendido desde este anuncio y se sitúa por debajo de su promedio año corrido (Gráfico 3). Asimismo, los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU han retrocedido cerca de 25 pbs, luego de alcanzar máximos del año hacia finales del mes de abril.

Apetito por alto rendimiento

Esta coyuntura ha incrementado el apetito de los inversionistas por activos de mayor riesgo, como los de mercados emergentes (EM). En efecto, los flujos de inversión de portafolio hacia EM, excluyendo China, acumularon entradas de USD 93,400 millones en 1T24, por encima del acumulado de USD 79,700 millones del mismo periodo de 2023.

Llama la atención que estas entradas de flujos hacia EM se sigan concentrando en instrumentos de deuda, a pesar de un contexto que, como lo explicamos previamente, no luce tan benévolo para la renta fija internacional. De la entrada neta total de flujos hacia EM en 2024, la demanda acumulada hacia instrumentos de deuda asciende a USD 80,900 millones, muy superior a las compras acumuladas de participaciones de capital por USD 12,500 millones.

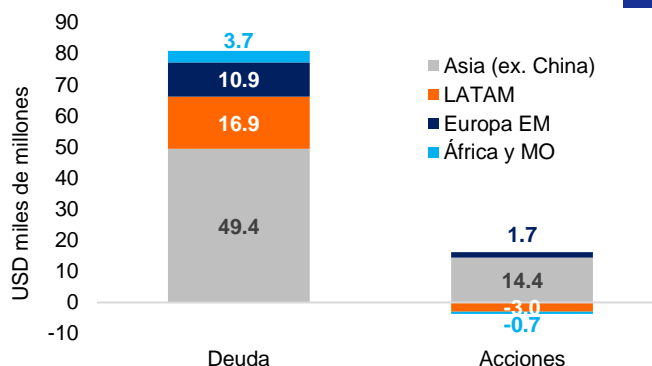
Allí sobresalen dos regiones como principales cuencas de atracción de estos flujos de inversión hacia deuda EM: Asia y LATAM. Entre ellas concentran el 82% del flujo total de compas en 2024 (Gráfico 4), un monto que asciende aproximadamente a USD 66,300 millones.

En nuestra opinión, las economías de estas regiones tienen tres elementos en común que explican esta fuerte preferencia revelada de los inversionistas hacia bonos de EM. Esto es algo que probablemente persistirá en lo que resta de 2024.

En **primer lugar**, el ciclo nominal en estas economías (inflación y tasas de interés) ha sido marcadamente bajista, especialmente en LATAM, donde la menor inflación ha permitido que las tasas de interés de política monetaria ya casi completen un año de descensos continuos. Esto contrasta con el rezago inter-temporal del

Inversión de portafolio acumulada hacia EM en 2024*

4



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Suma acumulada de los flujos netos con corte al mes de marzo.

Índices globales de renta fija por riesgo crediticio

5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



ciclo nominal en economías avanzadas, como es justamente el caso de EEUU.

Segundo, a pesar de que las tasas de interés de política en EM están descendiendo, en algunas de estas economías, como las de LATAM, los títulos de deuda de corto plazo ofrecen todavía retornos muy atractivos. Estos superan no sólo los rendimientos a corto plazo de títulos de deuda de mercados desarrollados, sino también los causados a la fecha en varios índices de renta variable.

En efecto, el rendimiento promedio de un bono a 1 año en LATAM es cercano al 9.2%, superior al retorno promedio de 5.2% de los activos monetarios en EEUU. Teniendo en cuenta que las valorizaciones año corrido de los índices accionarios en LATAM ascienden a 5.9%, la rentabilidad de corto plazo de los bonos en la región también supera con creces la que ofrecen los títulos de renta variable.

En **tercer lugar**, el margen de valorización de la deuda a largo plazo en EM se estima ampliamente más holgado que sus pares de mercados desarrollados. Si las condiciones financieras mundiales se hacen más holgadas y el dólar se estabiliza, las primas de riesgo descenderán y los *spreads* crediticios de los bonos de alto rendimiento también tendrán que cerrarse relativamente más rápido. Esto va más allá de las características naturales del ciclo nominal en EM que explicamos previamente.

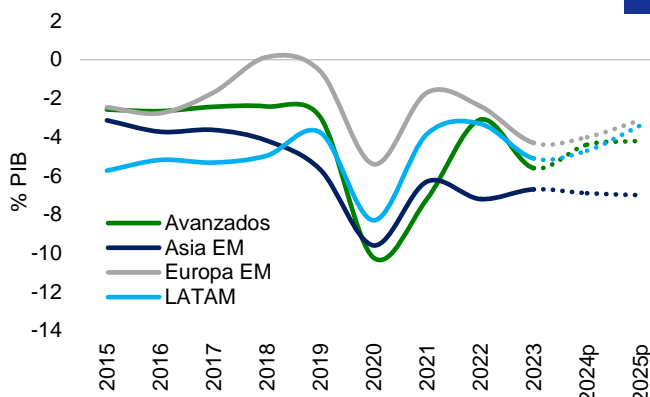
Prueba de lo anterior es la valorización que han tenido los índices de bonos de alto rendimiento en 2024 (HY, por sus siglas en inglés). En efecto, el retorno acumulado de estos instrumentos de deuda asciende a 2.8% (Gráfico 5), superior al avance de 1% de los índices de bonos soberanos y al movimiento año corrido de -0.7% de los bonos corporativos con grado de inversión (IG). Los títulos de deuda HY de mercados EM sobresalen en la canasta agregada de bonos HY, con una significativa valorización de 5.2%.

No olvidar presiones de oferta

Pese a todo lo anterior, es importante recordar que en el futuro cercano la renta fija seguirá presionada por factores de oferta que van más allá de los riesgos inflacionarios que enfrenta la economía mundial en el corto plazo.

Balance fiscal en grandes grupos de economías

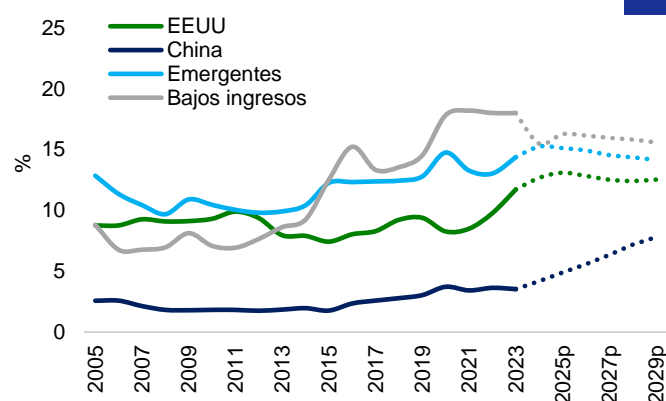
6



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Pago de intereses relativo a ingresos del Gobierno

7



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.



Por un lado, las mejores perspectivas económicas para 2024, en varias economías del mundo, son el resultado de impulsos de política fiscal que se han mantenido desde la pandemia. En casos como el de EEUU, los estímulos que se han ejecutado desde 2022 para acelerar la inversión en sectores específicos como la infraestructura han explicado en casi un 40% el mayor crecimiento del PIB (ver “Presiones ocultas” en [CE – Agosto 16 de 2023](#)).

Producto de lo anterior, los déficits fiscales como proporción del PIB siguen siendo comparativamente altos frente a sus promedios históricos en varias economías (Gráfico 6). Más aún, no se espera que ajustes de importancia ocurran en el corto plazo. Es importante advertir que este año será particularmente retador en este frente, pues cerca de 80 países en el mundo tendrán elecciones de algún tipo que suponen presiones adicionales sobre el gasto público¹.

Adicionalmente, aun cuando se han implementado medidas de normalización fiscal para evitar tensiones futuras sobre las finanzas públicas, éstas no han sido suficientes. Los niveles de endeudamiento siguen al alza y el servicio de la deuda (pago de intereses) permanece en niveles altos para la mayoría de las economías (Gráfico 7). La carga financiera de la deuda pública seguirá siendo especialmente elevada en los mercados emergentes y de ingresos bajos.

¹ IMF Fiscal Monitor – April 2024.



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.
