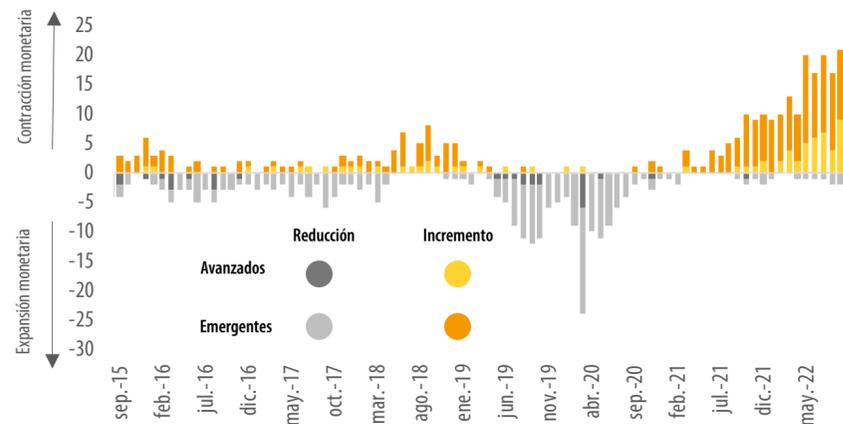




## Contexto Global

# TASAS DE INTERÉS ALTAS: ENTRE RETOS Y OPORTUNIDADES

Evolución tasas de bancos centrales



Fuente: Fondo Monetario Internacional | Bloomberg. | Avanzados: Australia, Canadá, Eurozona, Dinamarca, EE.UU., Reino Unido, Suiza, Noruega, Suecia y Nueva Zelanda. Emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Hungría, Indonesia, India, Corea, México, Malasia, Perú, Filipinas, Polonia, Rumania, Serbia, Rusia, Arabia Saudita, Tailandia, Turquía y Sudáfrica.

- > Durante el año 2022 las fuertes presiones inflacionarias, ocasionadas tanto por factores de oferta como de demanda, han puesto en riesgo el objetivo de estabilidad de precios de los bancos centrales a nivel global, al tiempo que imponen grandes retos para la capacidad adquisitiva de los hogares.
- > La principal estrategia de las autoridades monetarias ha sido la de realizar incrementos pronunciados en las tasas de interés, incluso llevándolas a niveles no observados en las últimas dos décadas. Por su parte, América Latina ha sido una de las regiones en las que más ha subido el costo del dinero pero, rápidamente, las economías avanzadas han ido realizando la tarea de retirar el exceso de estímulo monetario para no contribuir más a este problema global.
- > Sin duda, este panorama marcará el entorno de las inversiones para el 2023, por lo que abordaremos las principales consideraciones que debe tener en cuenta un inversionista al enfrentarse a una fase del ciclo económico en la que se prevé una moderación generalizada del ritmo de crecimiento, tal y como lo recoge el Fondo Monetario Internacional en su más reciente estimación para el PIB mundial durante 2023 de 2.9%; al tiempo que las presiones de inflación y las tasas de interés pueden mostrar persistencia en niveles superiores a los esperados hacia el largo plazo.

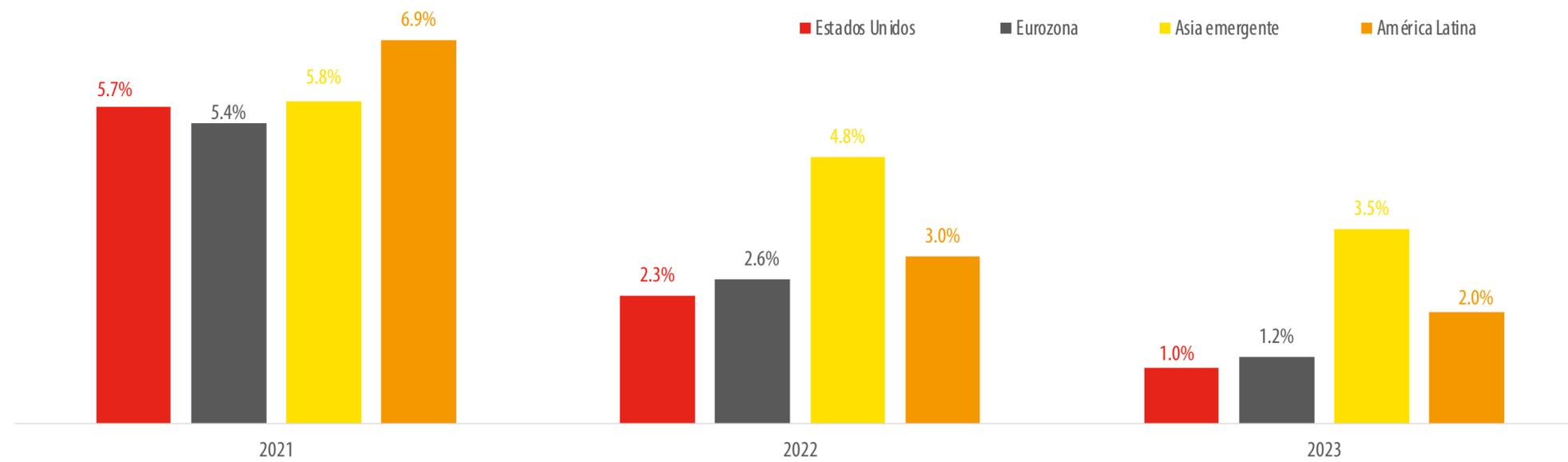


COMPARTIR





### Proyecciones de crecimiento



Fuente: Fondo Monetario Internacional.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



## Persistencia inflacionaria ha mantenido un nivel elevado de tasas de interés

La inflación global ha empezado a mostrar importantes señales de moderación: i) El flete promedio de un contenedor de 40 pies, que viaja desde un puerto en Hong Kong a Los Ángeles, ha descendido desde USD 8,500 a USD 4,000 este año, ii) la variación anual en el precio de los metales industriales es de -2.7% cuando a mediados de 2021 alcanzaba 64% y, iii) el precio de los alimentos, según el índice mundial de la FAO, refleja un aumento anual de 7.8% a agosto cuando hace un año bordeaba el 34%. Sin embargo, la persistencia inflacionaria se mantiene por cuenta de interrupciones en la oferta global de algunos productos y por la dinámica de rubros como los salarios y los servicios que, en buena parte, tienen indexados sus precios a la inflación observada.

De acuerdo con las estimaciones de la OPEP para 2023, se espera que la demanda de petróleo crezca 2.70% anual, mientras que la oferta aumentaría en 1.76% para el mismo periodo. Lo anterior, implicaría la permanencia de desbalances entre oferta y demanda en el mercado petrolero, no solamente por el futuro incierto del conflicto entre Rusia y Ucrania, sino porque el aumento de la oferta global se ha visto limitado.

Tal es el caso de Irán, uno de los mayores productores a nivel mundial que actualmente produce 2.5 millones de barriles diarios pero su capacidad productiva es de 3.8 millones. Sin embargo, debido a las restricciones impuestas por Estados Unidos a las exportaciones de petróleo de este país, es probable que su capacidad productiva no se utilice completamente.

Adicionalmente, los niveles de inventarios a nivel global se están reduciendo de manera significativa. En Estados Unidos, el stock de petróleo crudo y sus derivados para junio de 2022 se encontraba en 187 millones de barriles, por debajo del promedio histórico de 680 millones de barriles. Esta caída del stock es cercana al 21% frente al año anterior, lo que resulta en la mayor reducción registrada en los últimos 14 años.

En todo caso, si las interrupciones de las cadenas de suministro permanecen durante el siguiente año, los bancos centrales probablemente mantendrán su postura monetaria restrictiva con el fin de llevar la inflación a sus rangos meta.



COMPARTIR

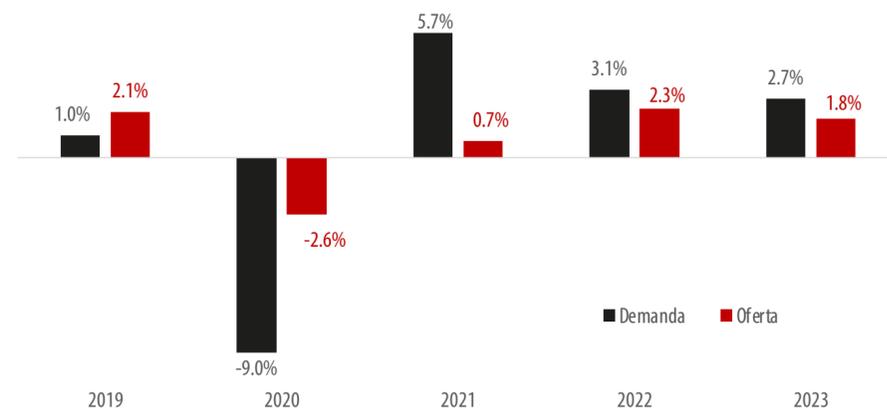




COMPARTIR

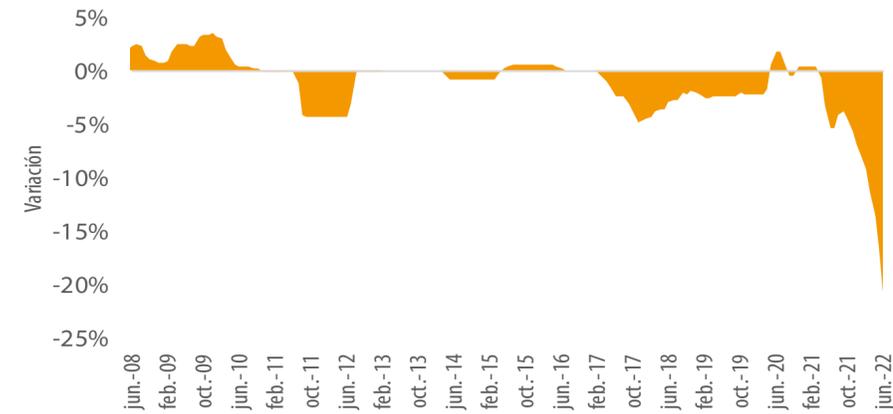
- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📺

Proyección del crecimiento anual de la oferta y demanda de petróleo



Fuente: OPEP

Variación anual del stock de petróleo y sus derivados en Estados Unidos



Fuente: U.S. Energy Information Administration (EIA)





## La política monetaria restrictiva ya empieza a moderar el ritmo de la economía

Durante 2021 e inicios de 2022, la economía mundial presentó una fase de recuperación fuerte derivada del consumo de los hogares, el gasto fiscal de los gobiernos, el regreso a lugares de trabajo o entretenimiento y, en general, la reactivación de las actividades productivas. Incluso, a pesar de los confinamientos, China logró crecer 8% en 2021, lo que contribuyó a una tasa de crecimiento a nivel global de 6.1% en el mismo periodo.

Sin embargo, el rápido aumento del costo de vida, reflejado en la inflación, que ha impactado negativamente la capacidad adquisitiva de los hogares, junto con la implementación de una política monetaria contractiva por parte de la mayoría de los bancos centrales a fin de moderar esta dinámica en los precios, se han traducido en impactos cada vez más evidentes sobre el ritmo de crecimiento económico y la disposición a invertir o consumir por parte de los agentes en la economía.

En las economías avanzadas, la Reserva Federal (Fed) ha sido uno

de los bancos centrales con la postura más *hawkish* de política monetaria, llevando la tasa de interés a 3.25% (+300 pbs este año) y, según lo revelado en la reunión de septiembre, podría continuar hasta que su tasa alcance niveles de 4.5% - 4.75% entre 2022 y 2023. Asimismo, los pronunciamientos sobre la perspectiva de la actividad económica cada vez muestran un tono más inclinado hacia la posibilidad de una recesión en esa economía.

Este entorno ya ha producido una ralentización del mercado inmobiliario y cautela por parte de los empresarios, lo que se ha reflejado en caídas de los niveles de inversión e inventarios privados. Muestra de ello es que durante el segundo trimestre de 2022 la economía estadounidense se contrajo a un ritmo de 0.9% trimestral anualizado.

En este sentido, es probable que los esfuerzos de la Fed y otros bancos centrales por bajar la inflación mantengan una fuerte presión sobre el gasto de los hogares, que provocaría una fuerte contracción económica, contrario al aterrizaje suave que incorporan los inversionistas.



COMPARTIR

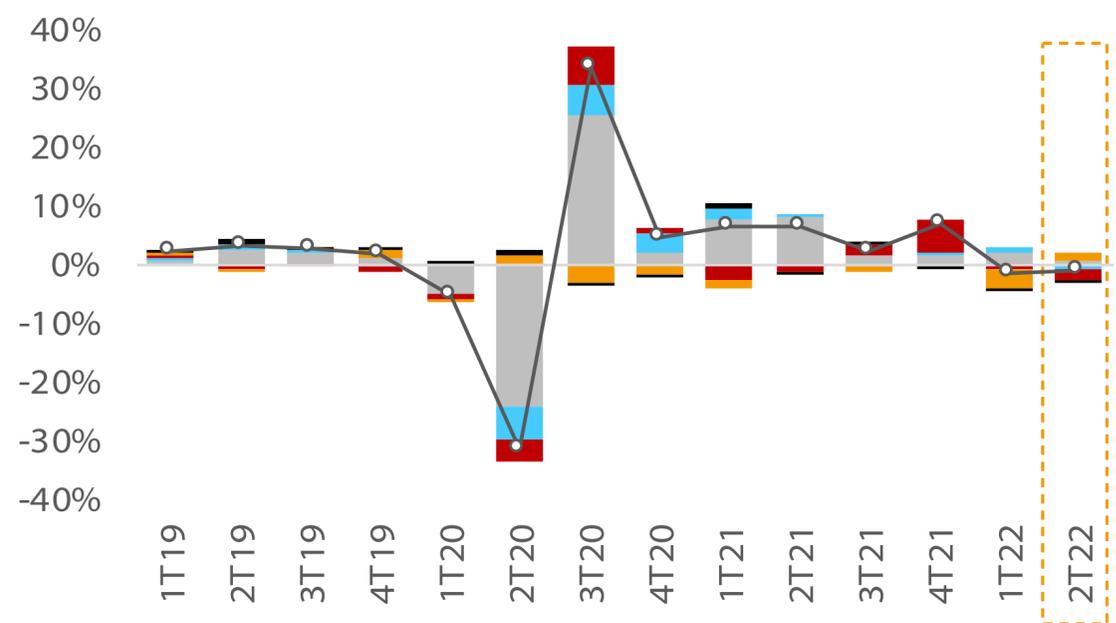




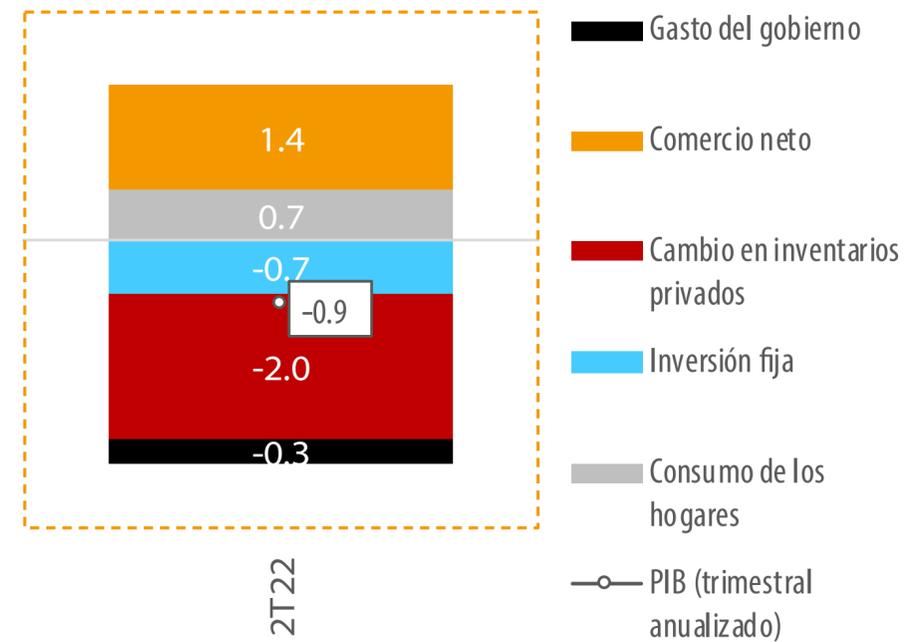
COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📷

### Contribuciones al cambio porcentual en el resultado del PIB



Fuente: Bureau of Economic Analysis.





## Las tasas más altas de las últimas dos décadas

Es claro que la necesidad de llevar la inflación a su rango objetivo, en un entorno en que alcanza su punto más alto en 20 o 30 años, ha implicado un aumento significativo en las tasas de interés a nivel global.

En países como Chile o Perú, las tasas de interés se ubican en niveles no registrados desde 1998 y 2001, respectivamente, lo cual muestra el fuerte ajuste de la política monetaria en economías emergentes. En Brasil, la tasa se ubica en 13.75%, una de las tasas más altas a nivel global. Incluso en Colombia, de acuerdo con la expectativa del Grupo Bolívar, la tasa de política monetaria llegaría al 11.5%, lo que supone el nivel más alto desde el 2002.

En resumen, las tasas de interés, especialmente en países emergentes, se encuentran en niveles bastante altos; lo que si bien impone grandes retos para la economía, puede igualmente representar una gran oportunidad de inversión para los próximos años.

| Evolución de la Tasa de Interés de Referencia |          |        |        |              |
|---|----------|--------|--------|--------------|
| País  | Dic 2020 | Actual | Cambio | Máximo desde |
| Brasil  | 2%       | 13.75% | 1,175  | Dic 2016     |
| Chile   | 0.50%    | 10.75% | 1,025  | Nov 1998     |
| Colombia                                      | 1.75%    | 10%    | 825    | Dic 2008     |
| Perú  | 0.25%    | 6.75%  | 650    | Abr 2001     |
| México  | 4.25%    | 9.25%  | 500    | Ene 2008     |
| Rusia   | 4.25%    | 8%     | 375    | Dic 2021     |
| Canadá  | 0.25%    | 3.25%  | 300    | Abr 2008     |
| Estados Unidos                                | 0.25%    | 3.25%  | 300    | Ene 2008     |
| Australia                                     | 0.10%    | 2.35%  | 225    | Feb 2015     |
| Reino Unido                                   | 0.10%    | 2.25%  | 215    | Dic 2008     |
| India   | 4%       | 5.40%  | 140    | Sept 2019    |
| Europa  | -0.50%   | 0.75%  | 125    | Oct 2011     |
| Japón   | -0.10%   | -0.10% | -      |              |
| China   | 2.20%    | 2%     | - 20   |              |

Fuente: Bloomberg. \*Tasa de interés tomada al 30/09/2022.



COMPARTIR



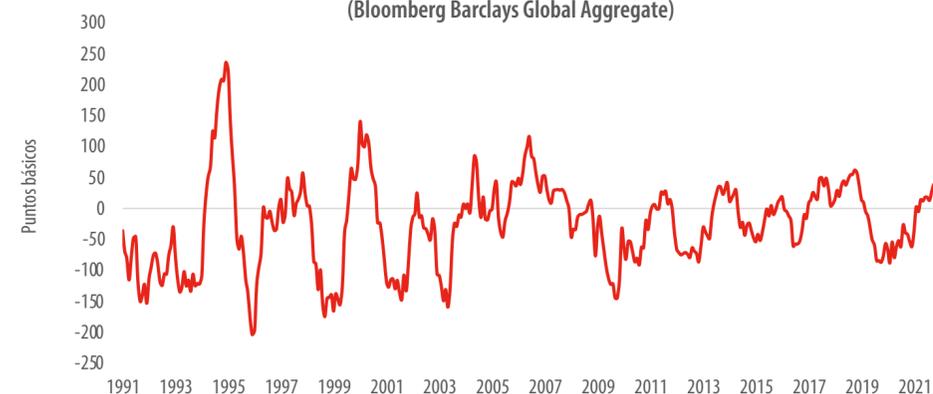


## Un impacto a las tasas de las inversiones no visto desde mediados de los 90's

En línea con el aumento de las tasas de interés de los bancos centrales a nivel global, los mercados financieros han ido reconociendo este nuevo entorno de tasas a través de una subida fuerte de la tasa de negociación de las inversiones de renta fija en el mundo. Es así como el rendimiento del índice de deuda global *Bloomberg Barclays Global Aggregate* pasó de 1.17% a 3.4% en el último año, lo que refleja su mayor incremento anual desde mediados de los años 90's.

Esto mismo ha ocurrido con los demás segmentos de las inversiones de renta fija, tanto de países desarrollados como emergentes. Para el caso de Colombia, por ejemplo, el aumento de la tasa de interés de un bono soberano a 10 años en pesos colombianos ha sido de 700 pbs desde diciembre de 2020; actualmente se ubica en 12.5% e, incluso, durante el mes de julio alcanzó un máximo de 13.65%, su máximo histórico desde que tenemos registros en el año 2004.

Deuda Global  
Cambio anual del rendimiento ofrecido  
(Bloomberg Barclays Global Aggregate)



Fuente: Bloomberg.



COMPARTIR

- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- WhatsApp icon



## La mayor percepción de riesgo global ha dejado al dólar como el gran ganador

En medio de la incertidumbre sobre el rumbo que tomará la economía mundial y la postura de política monetaria restrictiva por parte de los bancos centrales, la aversión al riesgo ha sido un factor clave en la toma de decisiones de inversión. El índice MOVE, por ejemplo, que mide la volatilidad en el mercado de bonos, se ubica en un nivel no registrado desde el año 2009.

Adicional a esto, el aumento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal en Estados Unidos ha llevado a que los Tesoros a 10 años se negocien en 3.7%, el nivel más alto en más de una década.

En medio de este entorno, la búsqueda de activos refugio y alta liquidez en las inversiones ha sido la directriz principal de los inversionistas, lo que a su vez ha favorecido notoriamente el desempeño del dólar; el cual acumula una valorización de 16% en el 2022, medida por el índice DXY, y alcanza su mayor nivel de los últimos 20 años.

Así, este apetito por el dólar ha causado una desvalorización pronunciada de las monedas, sobre todo en las emergentes y en aquellas en las que la política monetaria sigue siendo expansiva (Japón, Europa y China, por ejemplo).

No obstante, queremos resaltar que el dólar no parece estar barato. Por el contrario, según la encuesta *Global Fund Managers Survey* realizada por Bank of America a los principales administradores de activos financieros a nivel global, se observa que con historia desde el año 2002, es la primera vez que un porcentaje tan alto de los encuestados (61%) considera que la moneda está sobrevalorada. Esto es particularmente importante, porque lleva a pensar que será importante mantener la diversificación en otras monedas para las inversiones realizadas durante el próximo año.

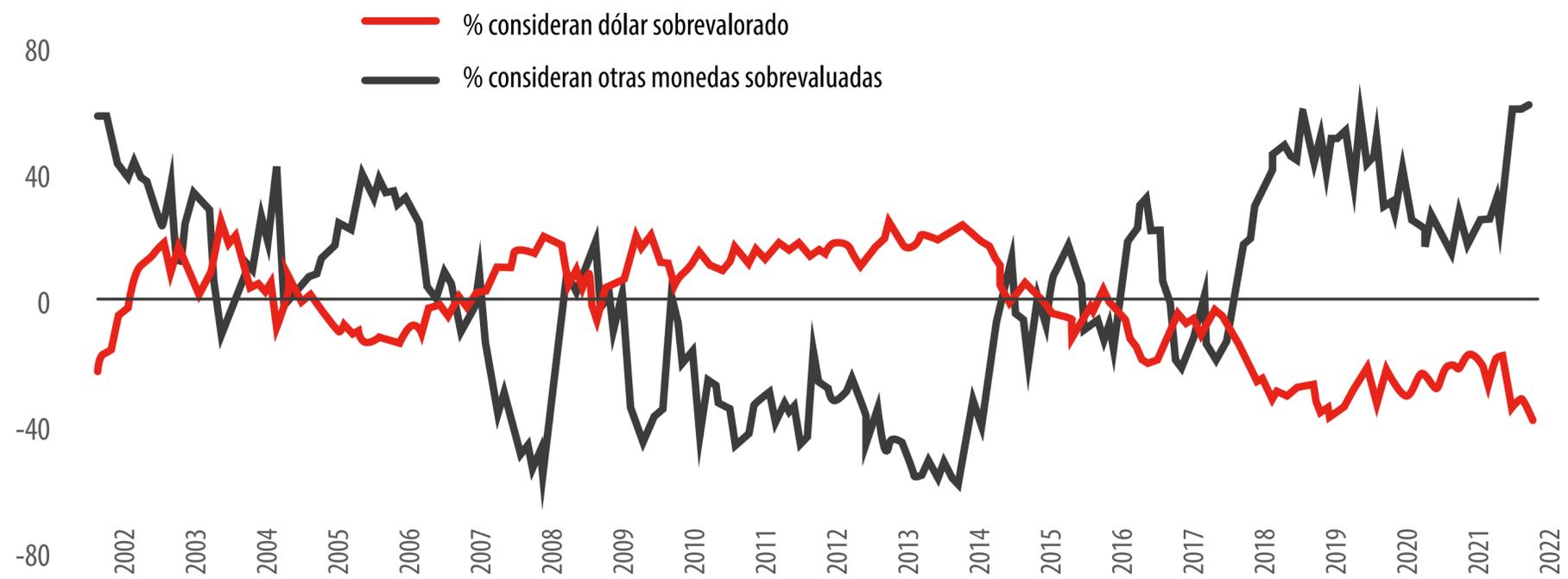


COMPARTIR





### Porcentaje que consideran que el dólar está sobrevalorado vs los que consideran otras monedas\* sobrevaluadas



Fuente: Bank of America. \*Euro, yen japonés, libra esterlina y monedas emergentes

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



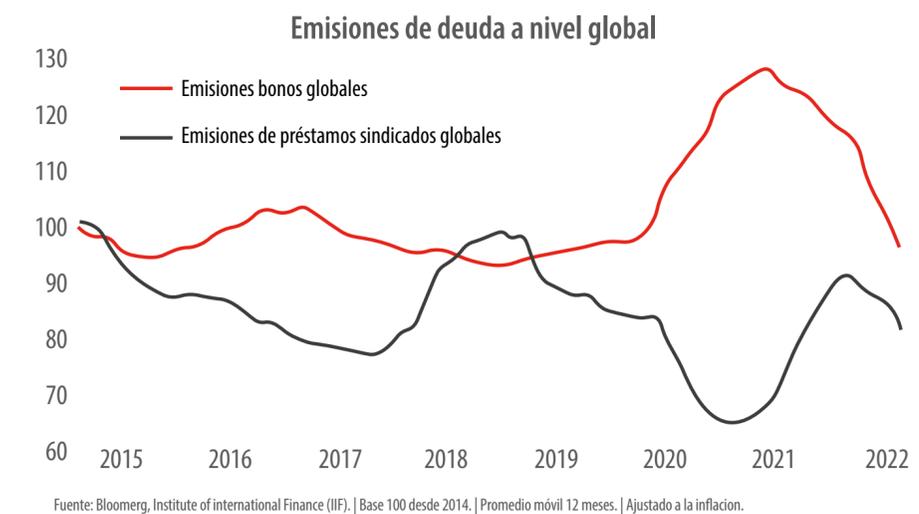


### Sin embargo, refinanciar las deudas se convierte en un gran reto

El contexto de elevadas tasas de interés también representa riesgos importantes. En la medida que se ha afectado la tasa de interés de la deuda de gobiernos y de las empresas a nivel global, el costo de financiar inversiones, gasto o refinanciar obligaciones se ha elevado significativamente, lo cual ha repercutido en una menor consecución de capital a través de los mercados financieros durante este año y podría continuar por esta línea en 2023.

De acuerdo con estimaciones del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), ajustados a la inflación, los volúmenes de emisión de bonos a nivel mundial se redujeron a condiciones no observadas en varios años. Incluso, hasta agosto de 2022, el ritmo de emisión de bonos de gobiernos fue 20% inferior a las emisiones de 2021.

A nivel local, las cifras de colocación de deuda corporativa entre enero y junio de este año se ubicaron en COP 2 billones, una cifra bastante inferior al compararla con el promedio de colocación de este tipo de deuda en los últimos 10 años de COP 5.45 billones, para un periodo comparable.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



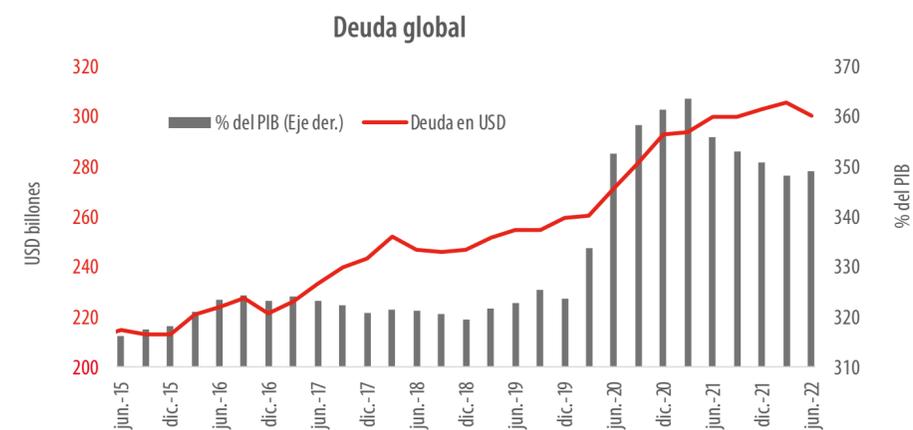
### Los niveles de deuda global son bastante altos

Desde la crisis financiera de 2008 los gobiernos han sido los que más han aumentado su nivel de endeudamiento, tratando de impulsar la economía mundial. Particularmente, a raíz de la pandemia, el incremento de la deuda global (al sumar la deuda de gobiernos, empresas y hogares) se aceleró y ya para el primer trimestre de 2021 alcanzaba el 363% del PIB, uno de los puntos más altos desde la Segunda Guerra Mundial.

Hasta hace muy poco, la política monetaria de los bancos centrales de economías avanzadas era expansiva, e incluyó la compra de bonos de deuda, lo que mantuvo bajas las tasas de interés y permitió la fácil financiación de las necesidades de países con condiciones fiscales apretadas.

El escenario actual está cambiando rápidamente y aunque en 2022 se ha presentado un descenso en el crecimiento de la deuda global total, para el segundo trimestre se ubicó en 349% del PIB, todavía un nivel muy elevado.

Así pareciera que con el aumento de las tasas de interés, el peso del servicio de la deuda limitará la reacción o capacidad de estímulo que tienen los países en caso de un choque negativo a la actividad económica.



Fuente: Institute of International Finance



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 🌀

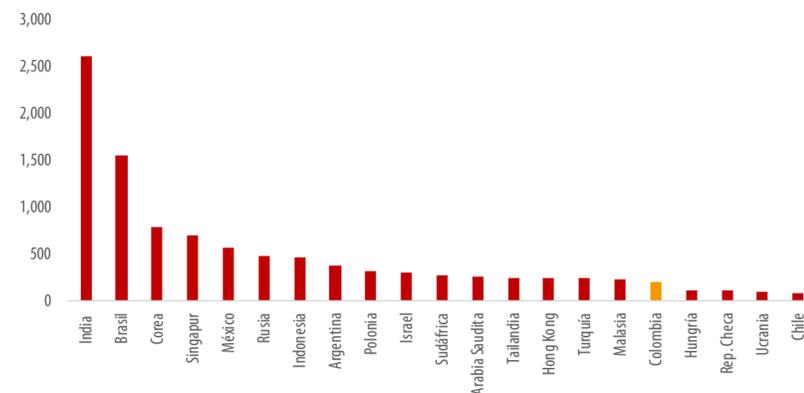


### Los países emergentes son los más afectados

Al analizar los vencimientos de la deuda externa en dólares de los gobiernos de países emergentes, para 2023 y 2024, se observan algunas necesidades importantes para países como India y Brasil, en los que los montos superan los USD 1,500 millones. A esto se suma la fortaleza del dólar a nivel global, lo que genera una presión adicional en el perfil crediticio de la deuda soberana en dólares.

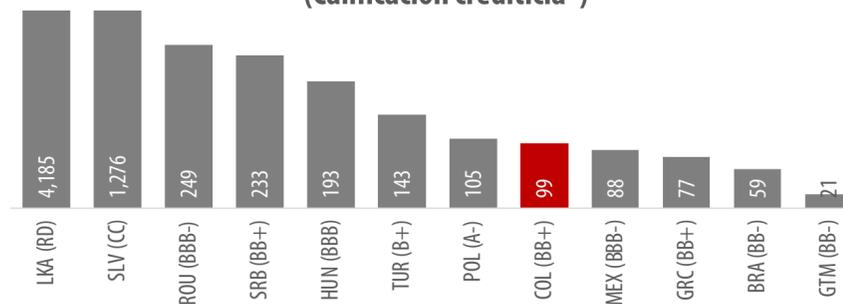
Por otro lado, el costo de refinanciación de la deuda está aumentando de manera fuerte, no solo por las tasas de interés sino por el aumento en la prima de riesgo en estos países. Sri Lanka y El Salvador son los países en los que más ha aumentado la prima de riesgo, logrando un incremento en lo corrido del año de 4,185 pbs y 1,276 pbs, respectivamente, como consecuencia de algunos desbalances internos. En este sentido, el costo de realizar la refinanciación de los compromisos de deuda se ha incrementado sustancialmente.

Vencimiento de la deuda externa del Gobierno en dólares para 2023-2024 en emergentes



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Cambio año corrido en la prima de riesgo a 10 años en pbs (Calificación crediticia\*)



Fuente: Bloomberg. \*Calificación crediticia otorgada por Fitch Ratings.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📷



## Precaución en la política monetaria de la Eurozona por altos niveles de deuda

La inflación en la Eurozona se mantiene en máximos históricos, para agosto de 2022 se registró una variación anual de 9.1%, el máximo de las últimas tres décadas. Sin embargo, el Banco Central Europeo no ha podido subir su tasa de interés en gran magnitud, lo que ha llevado a que la tasa de interés real aún se encuentre en terreno expansivo (negativa).

Esto, en medio de la fuerte vulnerabilidad fiscal que presentan algunos países de la Zona Euro como Grecia o Italia, en los que la deuda total del Gobierno para el segundo trimestre de 2022 se ubicó en 212% del PIB y 154% del PIB, respectivamente. En este sentido, un fuerte aumento de las tasas de interés impone un riesgo mayor para el refinanciamiento y el costo de la deuda.

Aunque el BCE creó una herramienta para ayudar y proteger las economías de países endeudados mientras el ciclo de tasas de interés altas llega a su fin, lo cierto es que estos países deben cumplir algunas métricas para acceder a este programa.

El Instrumento para la Protección de la Transmisión de la política monetaria (TPI, por sus siglas en inglés), permite al BCE comprar la deuda de los países afectados sin ningún límite establecido, siempre y cuando se garanticen las políticas presupuestarias y macroeconómicas sólidas y sostenibles, según mencionó la presidenta del BCE, Christine Lagarde.

No obstante, es importante tener en cuenta que aunque esta herramienta puede ayudar a los países altamente endeudados, implica un riesgo para la sostenibilidad fiscal de la región, más aun teniendo en cuenta que la hoja de balance del BCE se ubica en 68% del PIB a corte de 31 de agosto de 2022, uno de los bancos con mayor deuda en su hoja de activos.



COMPARTIR

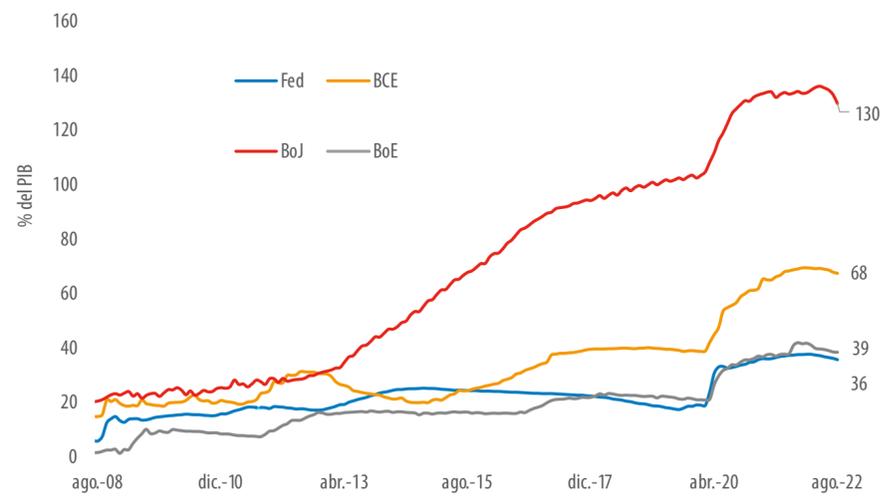
- 
- 
- 
- 
-



COMPARTIR

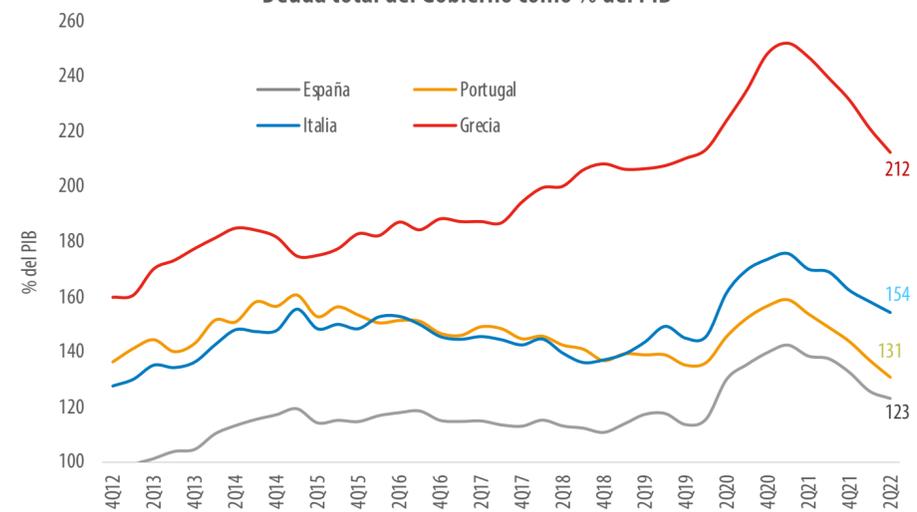
- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📺

**Balance de activos de los principales bancos centrales**



Fuente: Bloomberg.

**Deuda total del Gobierno como % del PIB**



Fuente: Institute of International Finance.





| Factor de Riesgo                           | Escenario   |
|--|---|
| Factor geopolítico                         | La persistencia del conflicto entre Rusia y Ucrania sigue presionando las cadenas de suministro, lo que ha llevado a tener una elevada inflación a nivel global. Si se mantiene este conflicto, la inflación seguiría siendo la variable más afectada, impulsada por el desbalance de oferta y demanda de materias primas. Adicionalmente, se deben monitorear las relaciones entre Estados Unidos y China, en medio de las tensiones que surgieron a partir de la visita que realizó este país a Taiwán y el apoyo que le ha ofrecido recientemente.   |
| Riesgo de crecimiento poblacional en China | La tendencia bajista en el crecimiento poblacional en China ha sido muy marcada durante los últimos años, sobre todo desde 2016, año en el que el crecimiento alcanzó un pico de 0.65% y, a partir de allí, solo se han visto descensos en esta cifra. Las proyecciones del Fondo Monetario Internacional apuntan a que en 2022 la tasa de crecimiento sea de 0% e incluso que para los años siguientes se dé una contracción, lo que llevaría a un decrecimiento poblacional de 0.19% para 2027. Esto es particularmente importante porque, en el largo plazo, es probable que el crecimiento económico presente una moderación importante en China y en la economía global. |
| Reformas en la región latinoamericana      | En Latinoamérica se llevarán a cabo varias reformas, entre ellas tributarias, con el fin de mantener una sostenibilidad fiscal de los gobiernos y credibilidad externa sobre sus finanzas. Sin embargo, es importante monitorear el enfoque de las reformas, sobre todo porque estas llegarían a afectar a algunas empresas y sectores, los cuales cumplen un papel fundamental en el crecimiento económico de las economías en la región.  |
| Plan de gasto de Biden                     | En noviembre de este año se llevarán a cabo las elecciones de Congreso en Estados Unidos, en las que los demócratas son favoritos para ganar la mayoría en el Senado y los republicanos en la Cámara de Representantes, de acuerdo con el modelo de predicción de la revista <i>The Economist</i> . En este sentido, es importante monitorear los resultados, ya que si el Congreso queda conformado en su mayoría por Republicanos, es posible que la ejecución del plan de gasto social para 2023 del gobierno de Joe Biden, presidente de Estados Unidos y demócrata, tenga algunas barreras en el camino.   |
| Efectos de la estanflación en las empresas | Aunque la inflación a nivel global ha dado señales de moderación recientemente, algunos factores podrían generar una persistencia inflacionaria no despreciable. En este sentido, el panorama del siguiente año podría tener una inflación todavía por fuera del rango meta de los bancos centrales y un crecimiento económico muy bajo, incluso en niveles contractivos, por el alto nivel de las tasas de interés. Este entorno pone grandes presiones a las empresas y su salud financiera en la medida que encarece su costo de capital y dificulta la capacidad de refinanciación de sus obligaciones que no se ven compensados con aumento de sus ingresos.             |

COMPARTIR

