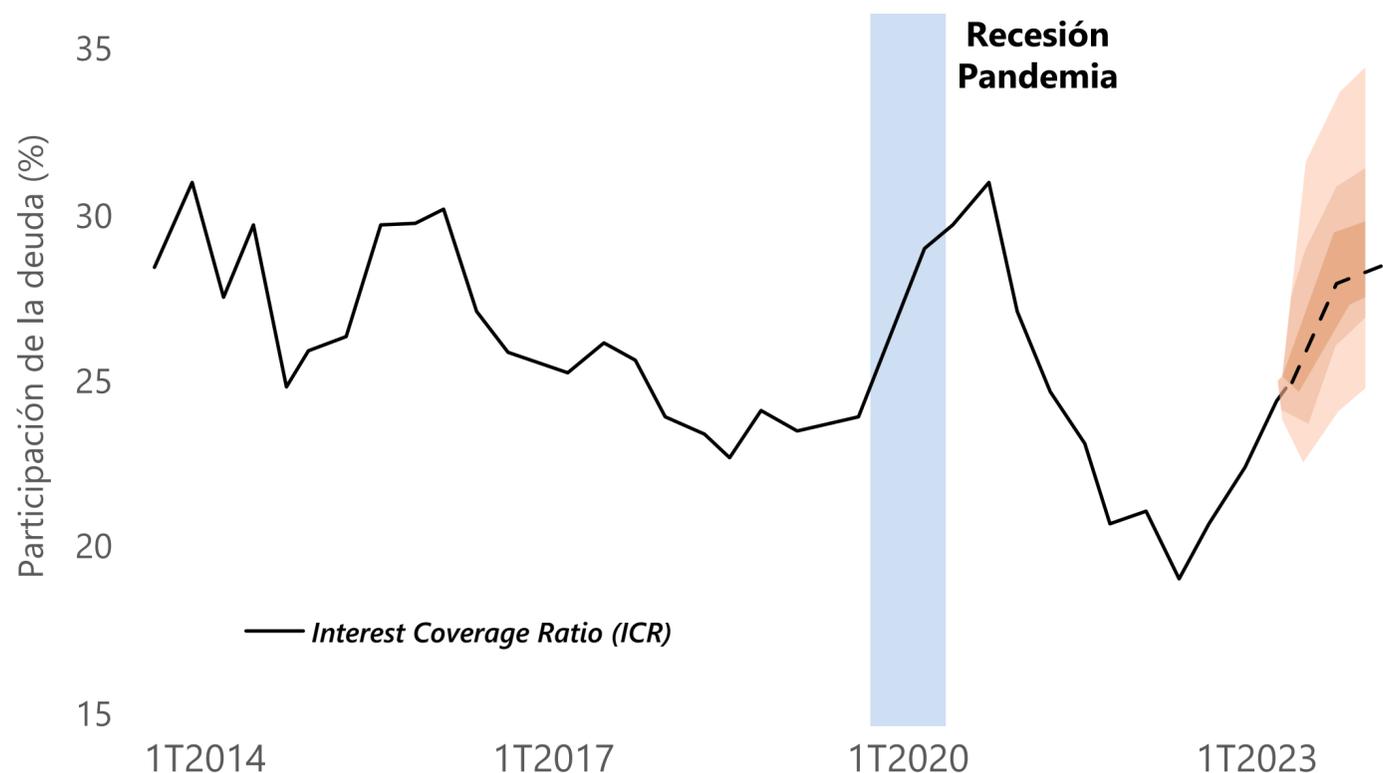


Contexto Global

# Tasas de interés y sus efectos en las condiciones fiscales y de crédito

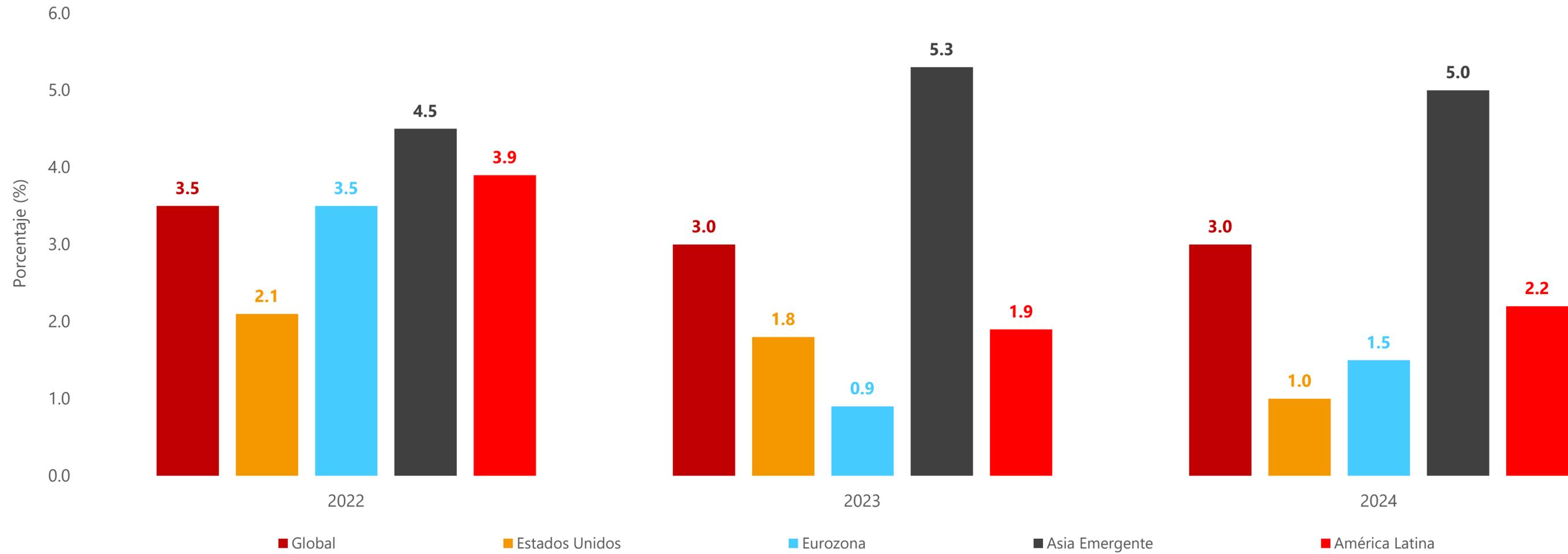
## Deuda en Riesgo de impago del sector corporativo en EE.UU.



Fuente: Fed de Bosto, Interest Expebses, Coverage Ratio, and Firm Distress - Ago 29 2023. | Esta figura muestra la deuda proyectada en riesgo de incumplimiento (como proporción de la deuda total) bajo diferentes ingresos, escenarios y suponiendo que no haya aumentos adicionales en las tasas de los fondos federales

- > La economía de Estados Unidos ha mantenido su fortaleza, impulsada por el gasto de los hogares y la buena dinámica del mercado laboral. Sin embargo, este entorno sumado a los mayores precios del petróleo siguen imponiendo retos a la Reserva Federal, que deberá mantener sus tasas altas por un periodo más prolongado.
- > La situación fiscal de EE.UU., de alto endeudamiento y alto gasto por intereses, impondrá grandes retos a esa economía y su estrategia de financiamiento a corto y mediano plazo. Incluso, significando tasas de interés de largo plazo en niveles más altos a los de las últimas dos décadas.
- > Luego de los aumentos de tasa de interés que han realizado los bancos centrales en economías desarrolladas, es razonable esperar cierto deterioro en la capacidad de pago y ciclo de crédito de la economía. Este será un frente clave a monitorear en 2024.
- > Las perspectivas para la economía mundial apuntan a mayor desaceleración durante el 2024. No obstante, pareciera poco probable un aterrizaje fuerte de la economía.

### Proyecciones de crecimiento 2023 - 2024



Fuente: Fondo Monetario Internacional: WEO julio 2023.

## La economía estadounidense ha sido resiliente a las mayores tasas de interés

Las proyecciones de crecimiento económico para el 2023 han ido ajustándose al alza en los últimos meses, a tal punto que la expectativa de una recesión se ha disipado casi por completo. Las perspectivas para la economía mundial apuntan a una tasa de crecimiento de 3% anual durante 2023 y 2024, aunque sería resultado de una desaceleración de Estados Unidos pero una leve recuperación de países emergentes, sobre todo latinoamericanos.

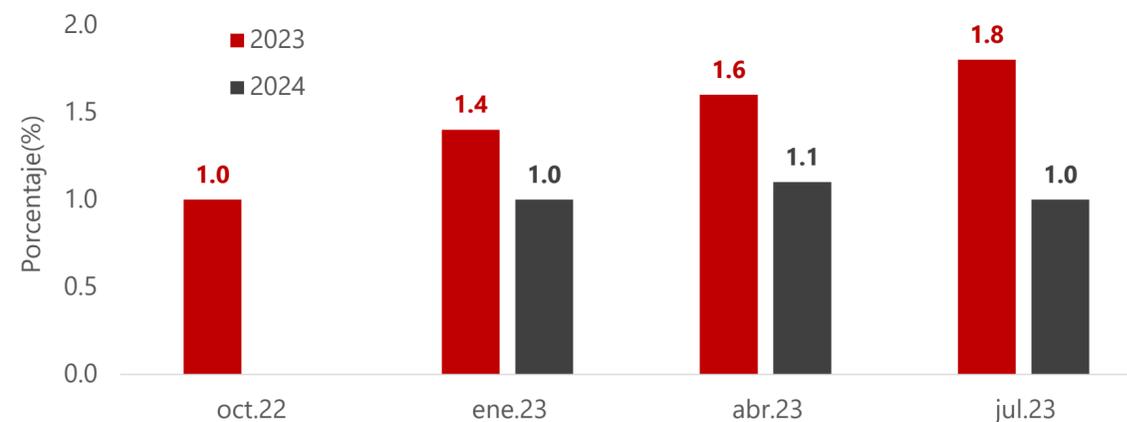
Para Estados Unidos, las proyecciones apuntan a que luego de crecer 1.8% en 2023, se presentaría una desaceleración a 1% para 2024. En todo caso, cada vez más toma fuerza la expectativa de que la economía solo presentará un aterrizaje suave, algo que la encuesta recientemente realizada por *Bank of America* a más de 250 administradores de portafolio a nivel global ratifica, en esta el 74% considera que en los próximos 12 meses el escenario central es de aterrizaje suave o incluso no aterrizaje.

Consideramos que sí existen algunos factores que hacen menos vulnerable a la economía: i) La carga financiera de los hogares respecto a su ingreso disponible se encuentra en niveles bajos, ii) la proporción de créditos hipotecarios con

tasa variable es mucho más baja que la observada antes del 2008 y iii) el respaldo de capital de los bancos ha mejorado sustancialmente con la implementación de los requerimientos de Basilea III.

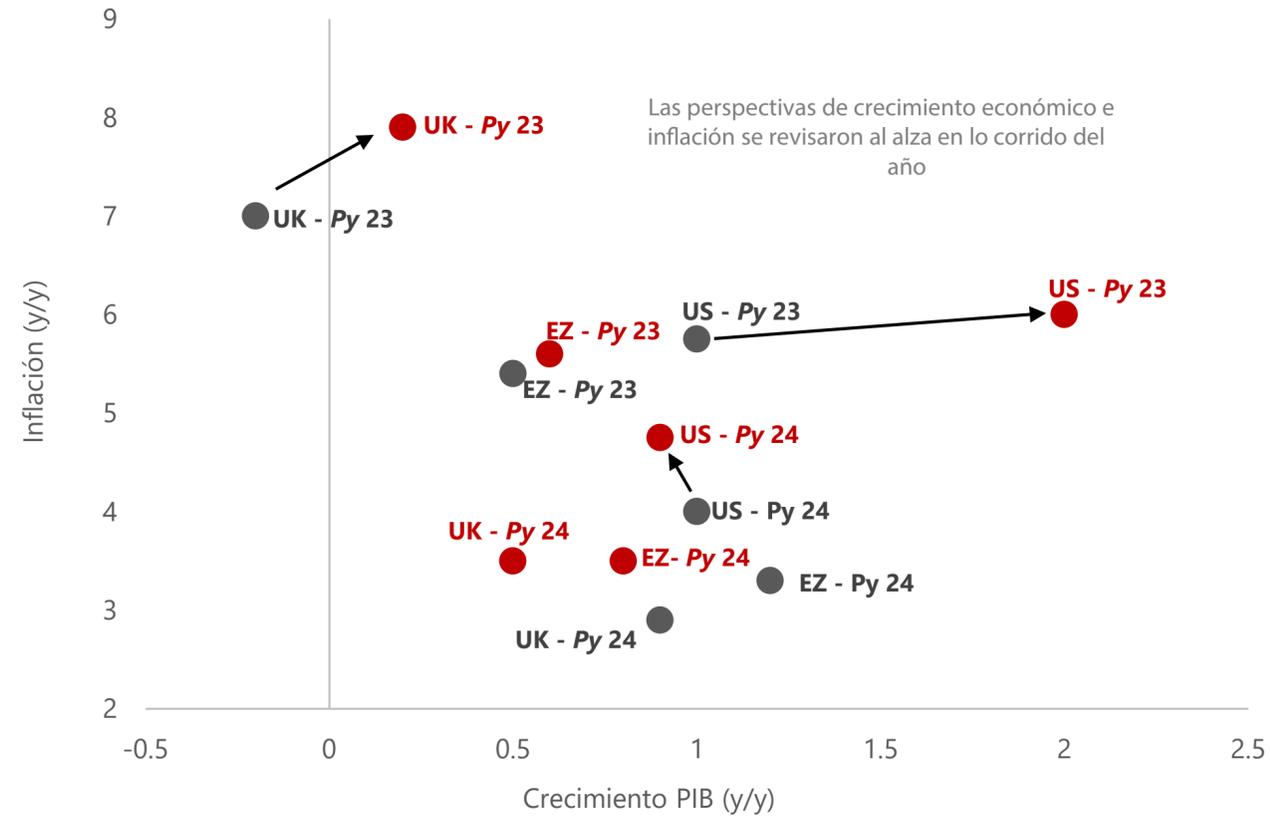
Ahora bien, aunque las cifras macroeconómicas recientes no presentan un deterioro importante, hemos observado moderaciones en algunos frentes de la economía que evidencian el efecto que empieza a tener la política monetaria. De acuerdo con nuestras expectativas, las mayores tasas de interés que se han alcanzado durante el 2023 tendrán un impacto en la actividad económica y llevarán a una desaceleración más marcada de Estados Unidos, sin que esto signifique un periodo de caída súbita de la economía.

**Evolución de las Proyecciones de crecimiento para EE.UU.**



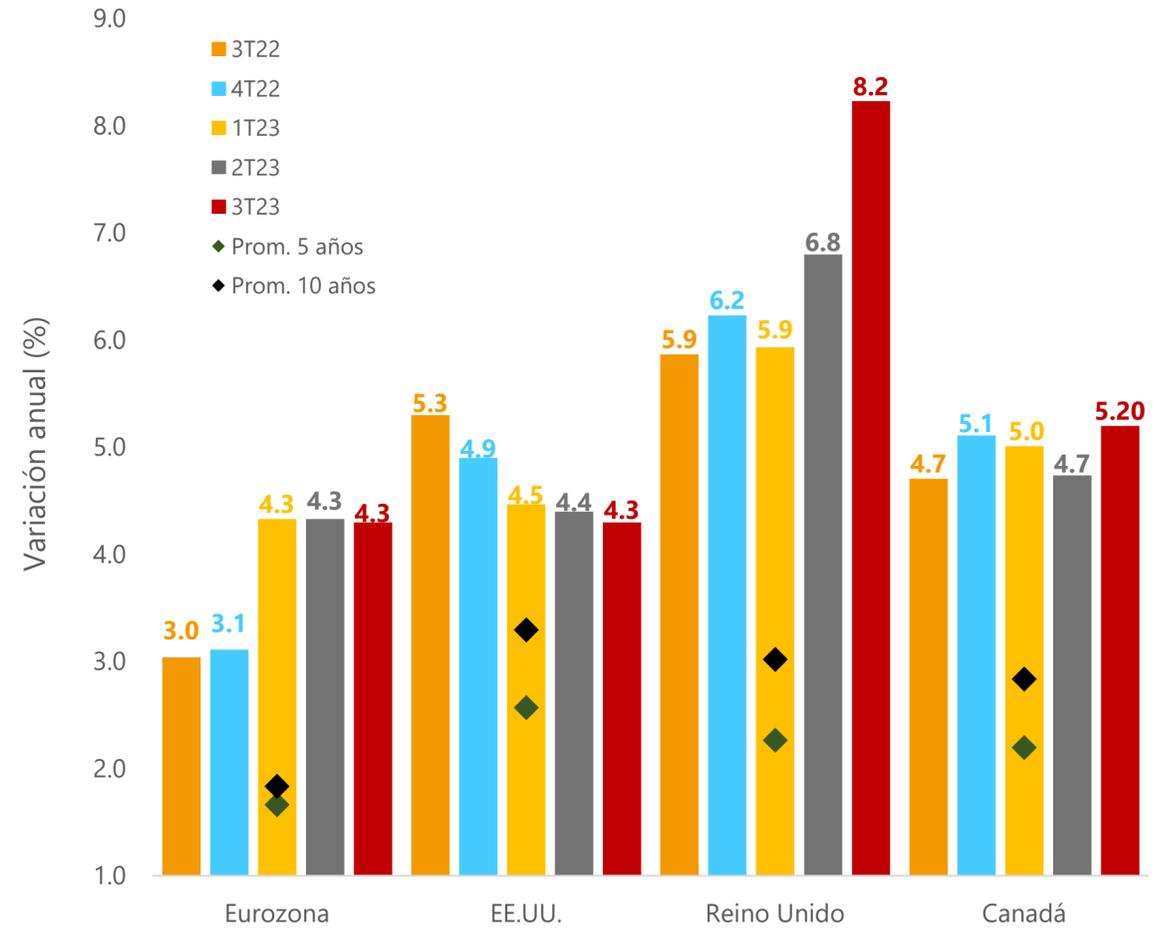
Fuente: Fondo Monetario Internacional: WEO.

### Cambios proyección de PIB e inflación en desarrollados



Fuente: Bloomberg | Cálculos Davivienda Corredores. | Encuesta Mensual de Expectativas Macro de Bloomberg. |US: Estados Unidos; EZ: Eurozona; UK: Reino Unido. |Puntos rojos hacen referencia a la encuesta de cada país al corte de agosto 2023; mientras que los puntos grises son las proyecciones a corte de marzo de 2023.

### Dinámica salarios nominales en países desarrollados



Fuente: Bloomberg y Reuters Refinitiv | Cálculos Davivienda Corredores.

## **Inflación se mantendrá por fuera de su rango meta**

El buen desempeño de Estados Unidos ha estado acompañado por una persistencia de la inflación en niveles superiores a la meta establecida por el banco central. De hecho, para 2024 las expectativas se encuentran cercanas a 2.5%, 50 puntos básicos por encima del nivel óptimo establecido por la Fed (2%).

En los últimos 12 meses, la variación del índice de precios al consumidor acumula una variación de 3.7%, luego de que a mediados de 2022 alcanzará 9.1%; este descenso ha estado apoyado en buena parte por la reducción que tuvo el componente de energía, a raíz de los menores precios de gasolina. Sin embargo, con el repunte del precio del petróleo a niveles superiores a USD 90 por barril, el riesgo de un aumento en los costos de energía y, por lo tanto, de los demás precios en la economía sigue latente.

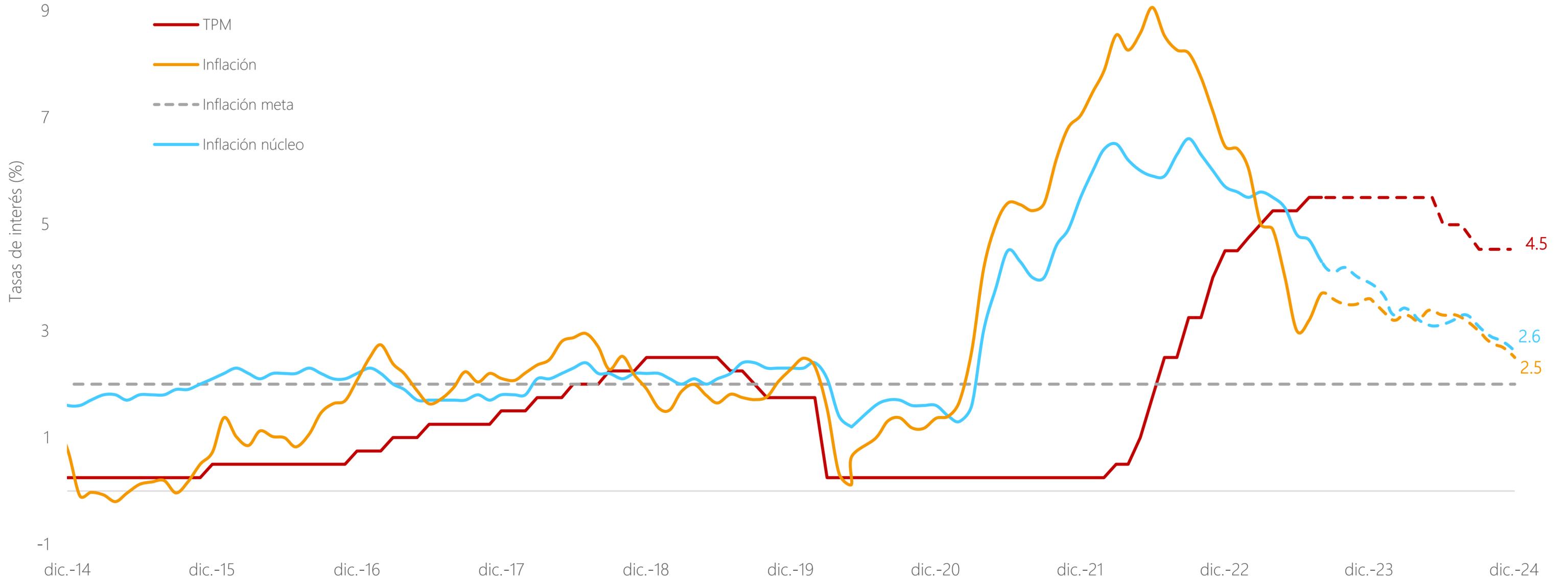
En lo relacionado con la inflación núcleo, que excluye alimentos y energía, el rubro de servicios ha sido el principal responsable de la persistencia inflacionaria, específicamente

en las categorías relacionadas con vivienda que reflejan el fenómeno de indexación de la economía. No obstante, durante los últimos meses los incrementos mensuales han tenido moderaciones importantes, lo que nos lleva a pensar que esta medida de inflación podría seguir descendiendo y compensaría, en parte, el riesgo del componente de energía.

Sumado a todo lo anterior, reconocemos que en un contexto en el que la deuda pública de Estados Unidos supera el 100% del PIB, el costo de esta sigue aumentando y la tasa de crecimiento de la economía es cada vez menor; los mayores niveles de inflación serán parte del conjunto de herramientas que se utilizarán para mejorar la relación de endeudamiento soberano.

De esta manera, el panorama apunta a moderaciones adicionales en la inflación para el 2024 pero ante un panorama en el que los riesgos al alza siguen estando presentes y en donde, a mediano plazo, pareciera que la inflación puede permanecer en niveles más altos a los observados antes de la pandemia.

### Movimiento de la tasa de política monetaria en EE.UU. Vs. inflación



Fuente: Bloomberg | Proyecciones de la Fed

## Todo apunta a tasas de interés altas por más tiempo

El último año ha estado marcado por una moderación importante de las presiones inflacionarias a nivel global, algo que ha llevado la inflación anual de 10.42% en noviembre de 2022 a 6.64% actualmente. Factores como la normalización de las cadenas de suministro, la reducción en los precios de la energía y la desaceleración económica que inicia por cuenta de los incrementos en las tasas de interés, son algunos de los factores que han contribuido a esta evolución. Sin embargo, todavía esta tarea no parece superada y menos cuando se tiene presente que los niveles de inflación mundial previos a la pandemia eran más cercanos a 3%, por lo que pareciera que se requerirá de tasas de interés altas por un tiempo más prolongado.

En Estados Unidos o Europa, la meta de inflación se ubica alrededor de 2% y, recientemente, fue ratificada por los presidentes de los Bancos Centrales durante el simposio de Jackson Hole, lo que confirma el compromiso de las autoridades monetarias por lograr la estabilidad de precios. Sin embargo, para el caso de la economía más grande del mundo, la inflación básica se ubica en 4.3% con cifras a agosto y la proyección de la Reserva Federal para el año 2024 apunta a que seguiría estando por fuera de la meta. Algo similar

ocurre en Europa, donde las expectativas de la Comisión Europea apuntan a una inflación de la Zona Euro en 5.6% en 2023 y 2.9% en 2024.

Latinoamérica parece tener un contexto distinto, en donde incluso países como Chile, Brasil y Perú ya iniciaron sus fases de reducción en las tasas de interés. En esta región es importante entender que el apretón monetario fue mucho más fuerte y las tasas llegaron a ser realmente contractivas, lo que no solo desaceleró la actividad económica, sino que atrajo capitales a raíz de los amplios diferenciales de tasa y generó apreciación de las monedas, contribuyendo a moderaciones más rápidas de la inflación.

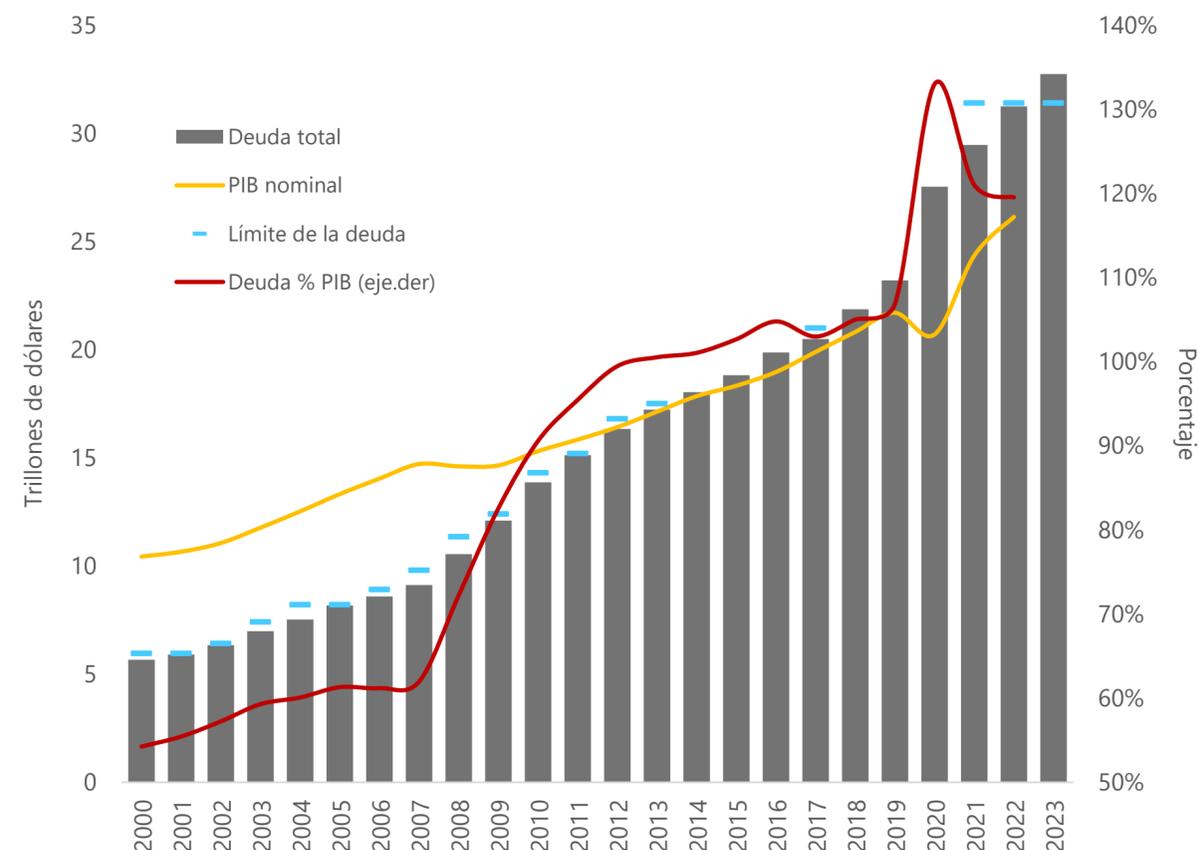
Ahora bien, no se debe perder de vista que, aunque estas decisiones de política monetaria parecieran estar desacopladas entre emergentes y desarrollados, los diferenciales de tasa seguirán representando una restricción de qué tanto pueden recortar sus tasas los países latinoamericanos. Si nos basamos en la expectativa de la curva *swap* en Estados Unidos, la tasa de la Fed podría terminar el 2024 cerca de 4.75%, muy superior a la tasa promedio que se observó luego de la Gran Crisis Financiera del año 2008; y esto significará un limitante grande para el espacio de estímulo monetario que tengan los países latinoamericanos.

## Panorama fiscal en Estados Unidos impone grandes retos

La relación de Deuda/PIB de Estados Unidos se encuentra en uno de sus puntos más altos históricos y coincide, a su vez, con la tasa de interés de la Fed más alta de las últimas dos décadas; una mezcla que de acuerdo con las estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO) significará la ampliación del déficit fiscal del país y, probablemente, el aumento progresivo de esta relación de endeudamiento.

Los retos que impone esta situación han ido saliendo a flote recientemente. Por un lado, la agencia Fitch redujo su calificación sobre el país desde AAA a AA+, lo que se ha traducido en un aumento de la prima de riesgo de EE.UU. (CDS en Euros a 5 años) a 50 pbs, desde los 20 pbs que mantuvo en promedio en la última década, e implicará un mayor costo de financiación. Por otro lado, la puja entre republicanos y demócratas sobre el techo de la deuda autorizado no se ha resuelto, solo se aplazó para después de las elecciones presidenciales de noviembre de 2024.

**Evolución de la deuda bruta de EE.UU.**



Fuente: Departamento del Tesoro.

**Deuda nacional bruta como porcentaje del PIB en 2022 119.6%**

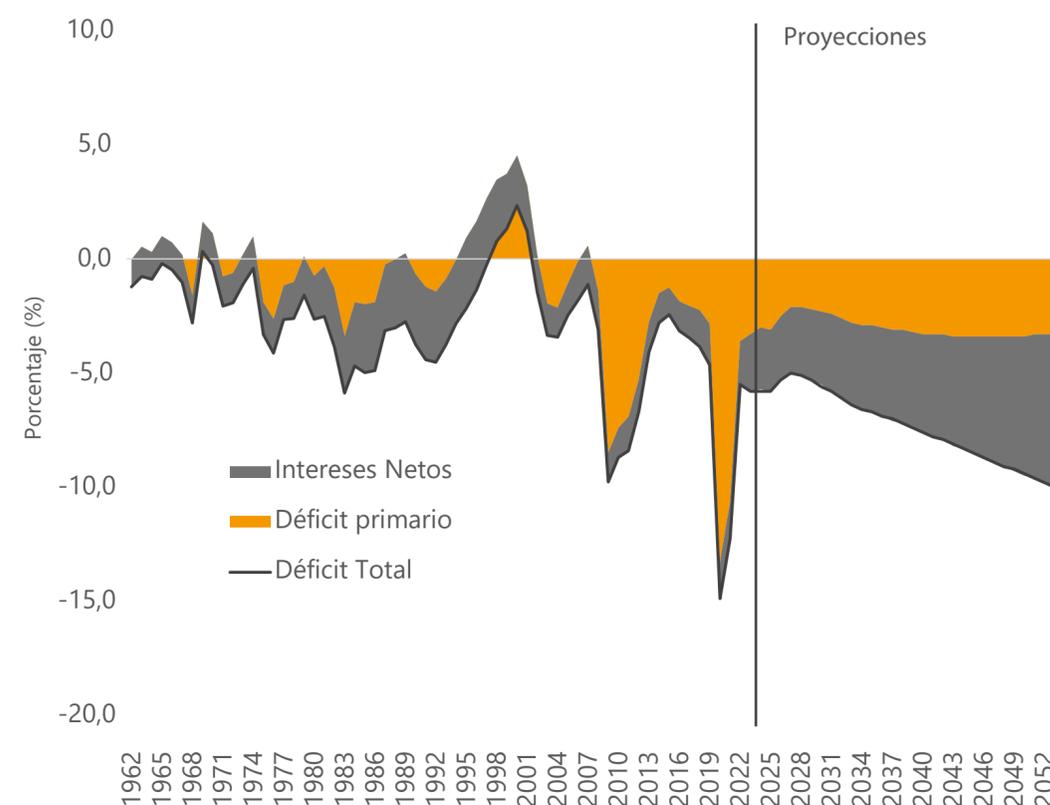
## Déficit fiscal en Estados Unidos incrementará por la alta carga de intereses

En este contexto, Estados Unidos enfrenta un panorama fiscal desalentador. Si las condiciones actuales se mantienen, el déficit fiscal podría incrementarse progresivamente hasta 6% del PIB en la próxima década; principalmente, porque la carga de intereses ascenderá a 3% del PIB y el desbalance entre ingresos y egresos se traducirá en un déficit primario recurrente.

Esta condición resulta importante no solo porque crea una restricción presupuestal y limita la capacidad del Gobierno de impulsar la economía, sino porque algunos países como China que eran grandes financiadores del Gobierno estadounidense, ya no lo son. Así, es posible que EE.UU. tenga que ofrecer tasas de interés más atractivas para incentivar los flujos internacionales y lograr solventar sus necesidades de financiamiento.

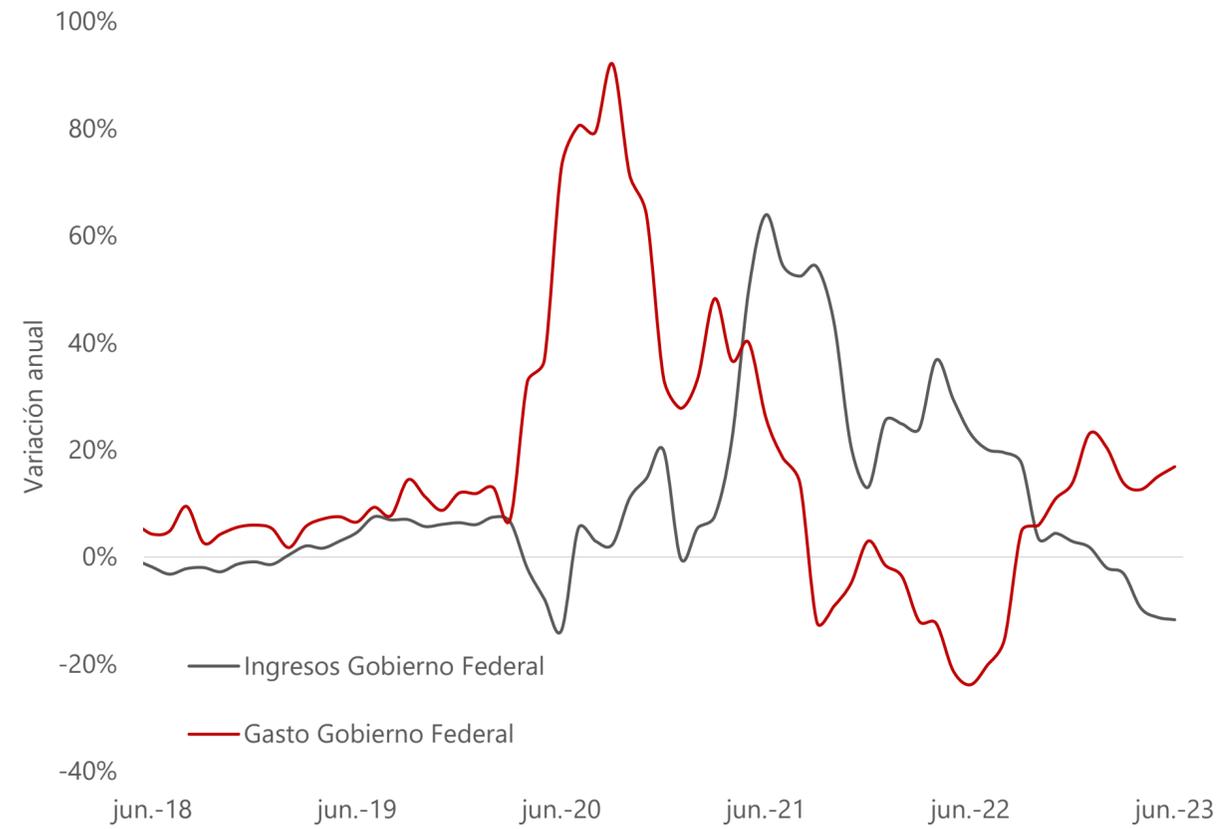
El panorama apunta a que la oferta de bonos del tesoro americano continuará siendo alta y limitará el descenso de la tasa de interés de los bonos de largo plazo. De hecho, los cálculos realizados por el CBO apuntan a que la tasa promedio de la deuda estadounidense tenderá a subir en las próximas décadas.

**Déficit total como porcentaje del PIB**



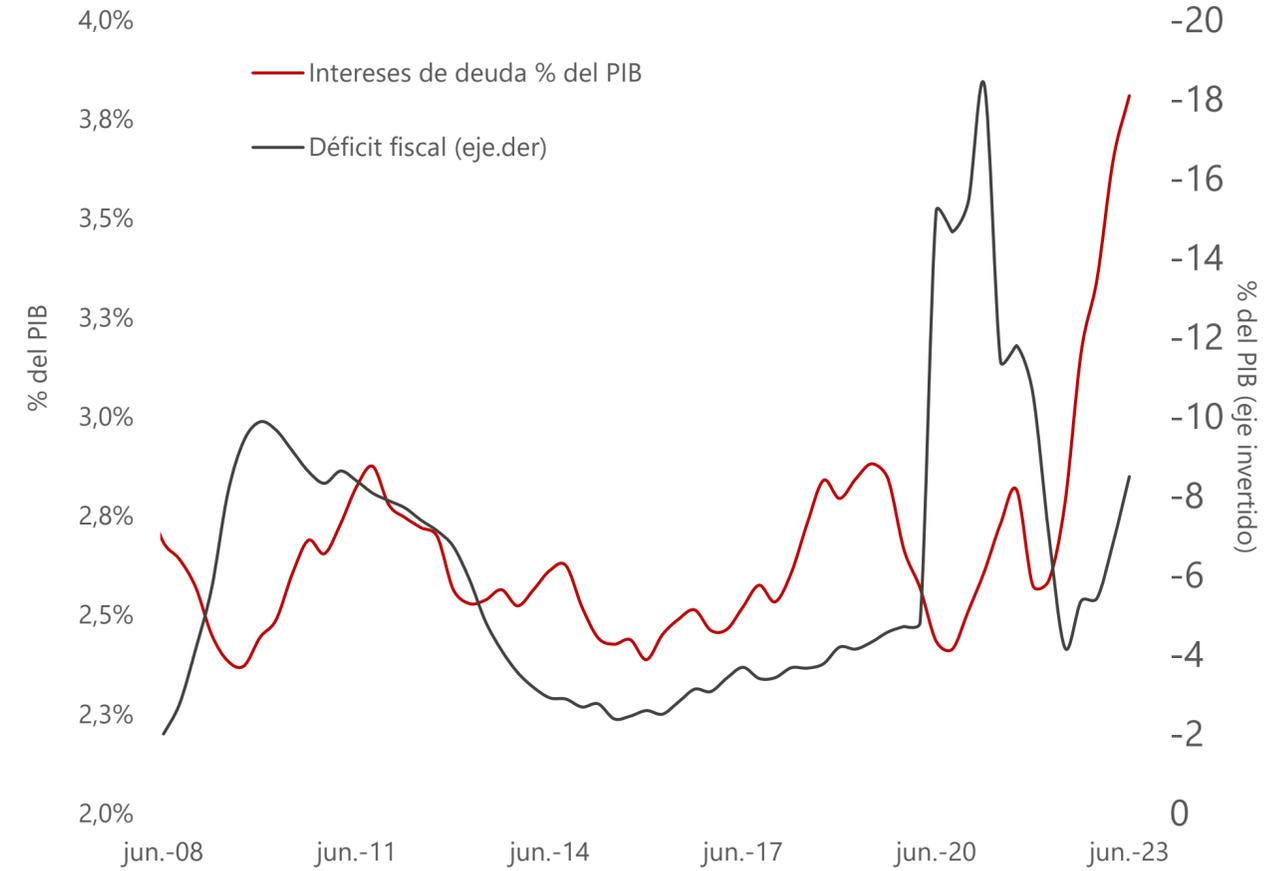
Fuente: Congressional Budget Office.

### Comportamiento de las finanzas públicas de EE.UU.\*



Fuente: Monthly Treasury Statement - Receipts and Outlays of the US Government- Fiscal Year 2023 - July 31. | \*Promedio móvil 6 meses. | Cálculos: Davivienda Corredores.

### Pago intereses deuda Gobierno versus déficit fiscal



Fuente: Bloomberg, Federal Reserve Economic Data (FRED) y Fondo Monetario Internacional (FMI) World Economic Outlook - WEO July 2023. [Gastos corrientes del Gobierno federal: Pago de intereses.] Cálculos: Davivienda Corredores.

## **Vulnerabilidad fiscal de EE.UU. mayor a la de sus pares**

La pandemia llevó a que los gobiernos implementaran una política fiscal muy expansiva para lograr mitigar los efectos negativos del confinamiento a nivel de gasto y de producción. Esto causó un fuerte incremento en el desbalance fiscal de las economías del mundo hasta niveles no vistos desde la Segunda Guerra Mundial. No obstante, varios países han ido ajustando sus métricas fiscales a sus niveles pre pandémicos por medio de menor gasto gubernamental y ampliando la entrada de sus ingresos permanentes (impuestos). Sin embargo, este no ha sido el caso de EE.UU., país que no solo relajó más su tope de endeudamiento (suspendió el techo de la deuda hasta 2025), sino que mantiene un elevado gasto en lo corrido de este año.

Lo anterior se evidencia al comparar las métricas fiscales de EE.UU. frente a sus pares, en donde se observa no solo un incremento en el nivel de deuda y déficit fiscal; sino también un deterioro en indicadores asociados a los ingresos y a la capacidad de esos recursos para solventar las obligaciones financieras. Bajo este escenario, y al observar los países comparables, EE.UU. a nivel fiscal estaría más cerca de países que tienen una calificación AA, un escalón inferior a la nota actual de ese país. Esto último explica en parte el incremento progresivo que ha mostrado su prima de riesgo.

Al revisar más en detalle ciertos indicadores fiscales de EE.UU., se observa el incremento que ha mostrado el servicio de la deuda de ese país. Si bien el nivel actual de la tasa de interés ha influido en ese aumento, el mayor gasto y el repunte en la emisión de deuda, también explican este fenómeno. El pago de los intereses como proporción del PIB subió considerablemente en lo corrido de este año hasta niveles cercanos al 4% del PIB; mientras que los ingresos del gobierno estadounidense se han ido reduciendo progresivamente y, al corte de junio, mostraron una caída superior al 11%; mientras que el gasto evidenció un repunte del 15%, lo cual sigue generando una presión adicional sobre el desbalance fiscal estadounidense de corto plazo.

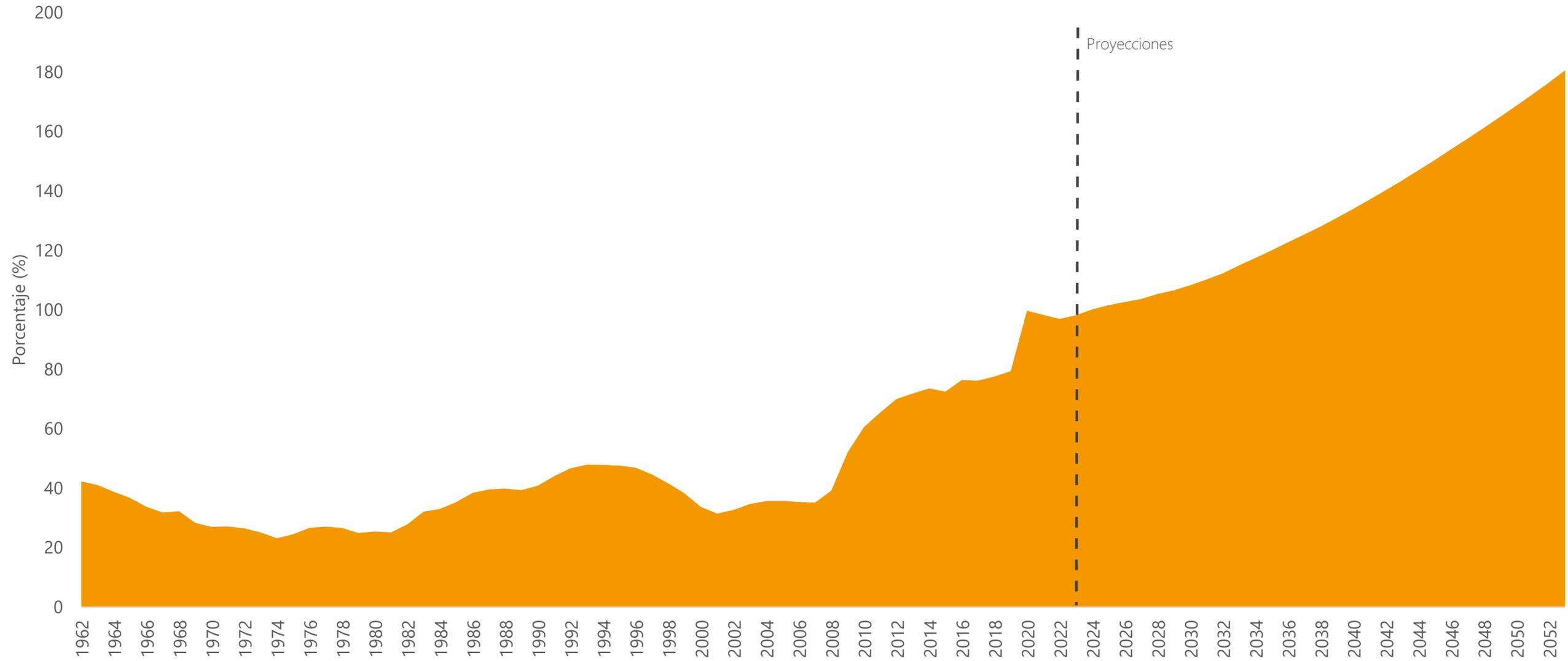
Bajo este escenario de presión fiscal, el *Congressional Budget Office* (CBO) espera que los tipos de interés se mantengan elevados en la próxima década. En las proyecciones del CBO, el tipo de interés de los bonos del Tesoro a 10 años aumenta hasta el 3.9% este año y apenas varía durante más de una década, pero para el cierre de 2053 alcanzaría el 4.5%. Si bien este escenario es de largo plazo, el CBO deja entrever que el nivel de las tasas de interés de los bonos podría mantenerse elevada por un tiempo mayor por la creciente vulnerabilidad fiscal. Adicionalmente, la carga de intereses podría subir más en el corto plazo, generando un incremento adicional sobre el nivel de las tasas de interés, teniendo en cuenta que el endeudamiento que se materializaría en los próximos meses sería a tasas mucho mayores a las vistas en 2020.

**Métricas fiscales de Estados Unidos frente a sus pares desarrollados**

País	Déficit Fiscal % PIB	Deuda* % PIB	Ingresos % PIB	Ratio Intereses/PIB	Ratio Gasto/Ingresos	Ratio Intereses/Ingresos	S&P		Moody's		Fitch	
							Rating	Outlook	Rating	Outlook	Rating	Outlook
Noruega	25,3	-68,4	65,7	-1,71	0,62	-2,6	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Suecia	0,0	7,1	46,9	0,37	1,00	0,8	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Países Bajos	-1,9	39,5	43,1	-0,20	1,04	-0,5	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Alemania	-3,7	46,7	47,0	0,78	1,08	1,7	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Dinamarca	1,4	5,0	50,8	-0,30	0,97	-0,6	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Australia	-3,1	35,9	36,0	1,27	1,08	3,5	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
<b>EE.UU.</b>	<b>-6,3</b>	<b>95,5</b>	<b>31,9</b>	<b>3,80</b>	<b>1,20</b>	<b>7,7</b>	<b>AA+</b>	<b>Estable</b>	<b>Aaa</b>	<b>Estable</b>	<b>AA+</b>	<b>Estable</b>
Finlandia	-2,5	34,5	52,1	0,34	1,05	0,6	AA+	Estable	Aa1	Estable	AA+	Estable
Austria	-2,7	56,4	49,7	0,86	1,05	1,7	AA+	Estable	Aa1	Estable	AA+	Negativo
Francia	-5,3	99,4	52,7	1,64	1,10	3,1	AA	Negativo	Aa2	Estable	AA-	Estable
Bélgica	-5,2	93,2	50,8	1,47	1,10	2,9	AA	Estable	Aa3	Estable	AA-	Negativo
Reino Unido	-5,8	95,1	39,2	2,51	1,15	6,4	AA	Estable	Aa3	Negativo	AA-	Negativo
Israel	-1,2	55,2	35,2	2,15	1,04	6,1	AA	Estable	A1	Estable	A+	Estable
Japón	-6,4	161,0	35,7	0,13	1,18	0,4	A+	Estable	A1	Estable	A	Estable

Fuente: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional - World Economic Outlook - Abril 2023, y J.P. Morgan. |\*Gobierno General. | Cálculos Davivienda Corredores.

### Proyecciones de la deuda neta de EE.UU. como porcentaje del PIB



Fuente: Congressional Budget Office.

## **Altas tasas de interés podrían generar un deterioro de las condiciones crediticias**

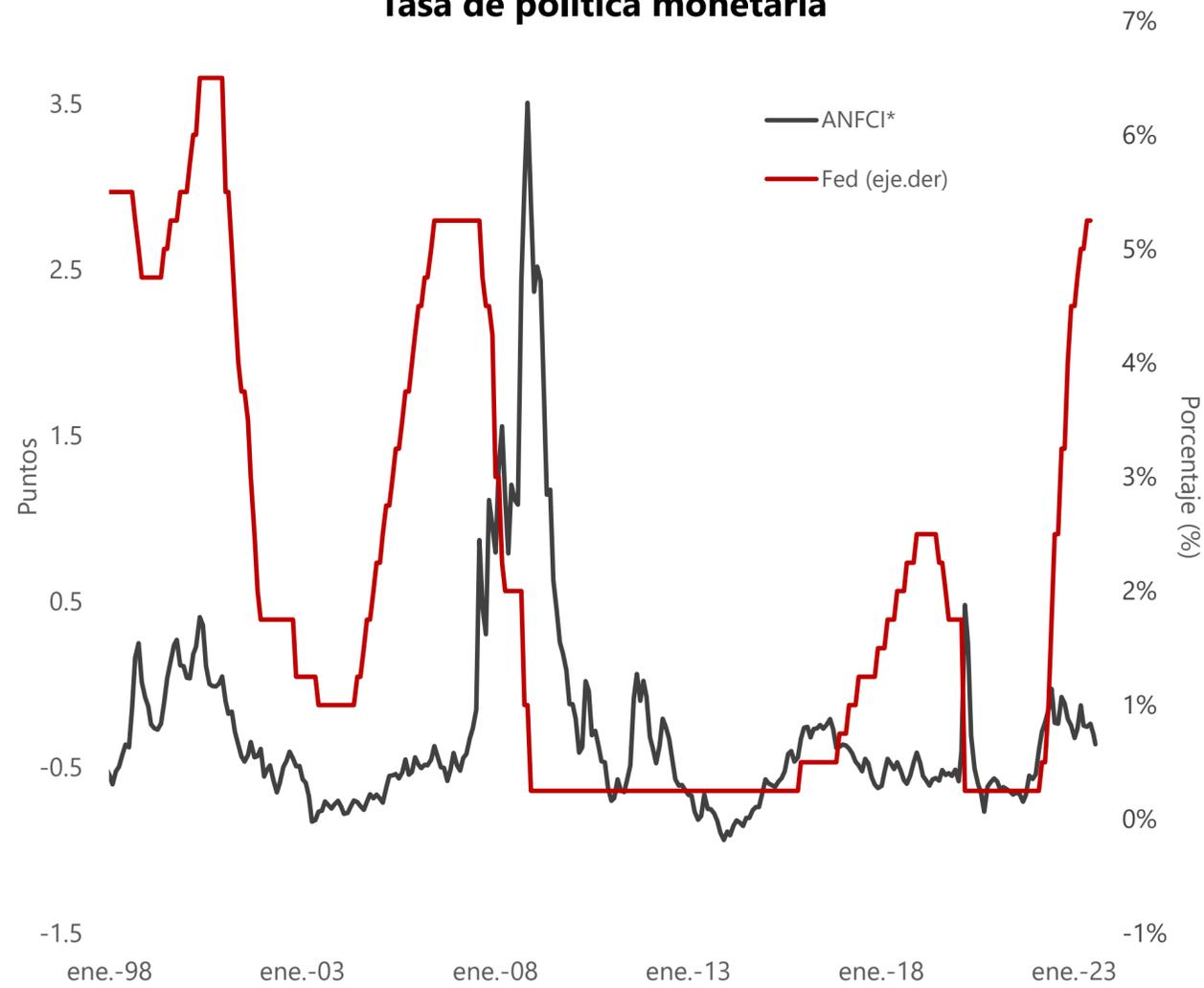
Más allá de un efecto normal de desaceleración económica, Estados Unidos podría enfrentarse a una tendencia de deterioro en las condiciones del crédito en la economía. Históricamente, los ciclos económicos y crediticios suelen oscilar de manera similar, ya que la tasa de interés de política monetaria tiene efectos notorios en ambos. Por lo anterior, consideramos que el incremento acumulado de las tasas de interés, posiblemente, tendrá un efecto directo sobre el deterioro de la capacidad de pago de la economía.

Distintos momentos de la historia sirven como referencia para esta perspectiva. En 2008, luego de un incremento en la tasa de la Fed de 425 pbs entre mayo de 2004 y septiembre de 2006, el deterioro de las condiciones financieras, de acuerdo con los indicadores suministrados por la Fed de Chicago, fue el más fuerte que haya experimentado el país; esto llevo a que la tasa de *default* corporativa alcanzara ~11%.

En 2020, aunque la llegada de la pandemia acentuó el deterioro de la economía, los incrementos de tasa realizados entre 2017 y 2019 (+225 pbs) ya empezaban a generar preocupaciones sobre las condiciones financieras y la volatilidad de los mercados.

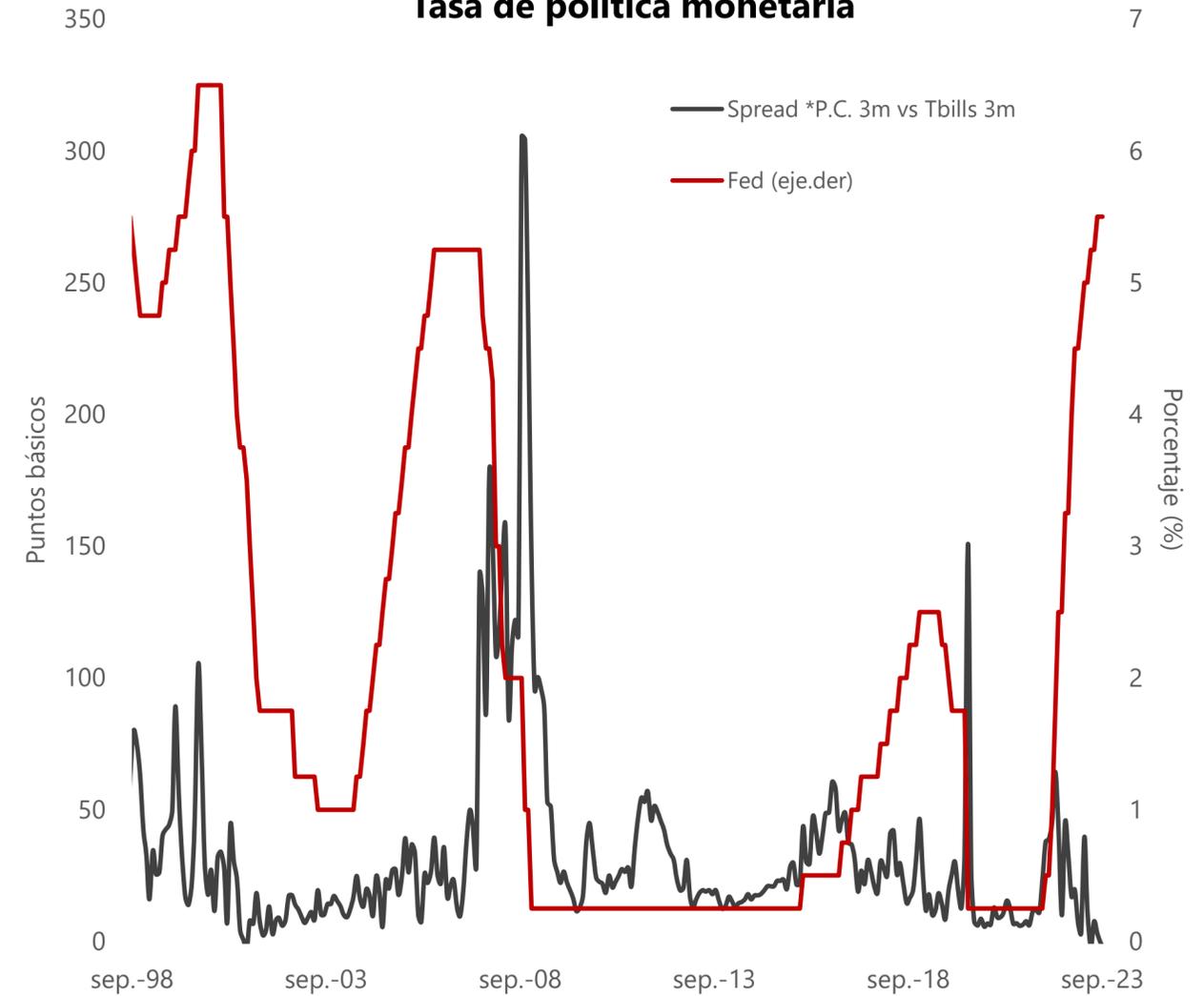
La fase de incremento de tasas iniciada en 2022 no solo ha sido una de las más fuertes en magnitud, sino que su velocidad también ha sido mucho mayor si se compara con los distintos momentos de la historia de la política monetaria en Estados Unidos. Así, desde nuestra perspectiva, con una tasa de interés de 5.5% por parte de la Reserva Federal, su nivel más alto en las últimas dos décadas, las condiciones financieras podrían empezar a reflejar presiones mayores en los próximos meses.

### Índice de condiciones financieras vs. Tasa de política monetaria



Fuente: Federal Reserve Bank of Chicago | Fed | \* ANFCI: Índice nacional de condiciones financieras ajustado

### Diferencial de tasas vs. Tasa de política monetaria



Fuente: Bloomberg | \* P.C: Papeles comerciales

## La transmisión a tasas de colocación de crédito ya es más evidente

Aun cuando las condiciones financieras se mantienen en niveles estables y lejos de generar algún tipo de alerta, lo cierto es que la transmisión de los aumentos de tasa de la Fed a las tasas de crédito de la economía es hoy mucho más notoria. Por ejemplo, la tasa de interés para tarjetas de crédito se ubica en 20.68%, el nivel más alto desde que tenemos cifras disponibles en el año 1972; algo similar ocurre con la tasa de créditos hipotecarios a 30 años que se encuentra en 7.6%, su nivel más alto desde septiembre del año 2000.

Estas altas tasas de interés implicarían una presión adicional sobre los créditos de las personas. Si bien estas altas tasas en general implican que los préstamos son más caros e incentiva a los hogares a preferir el ahorro sobre el consumo, el gasto en Estados Unidos ha seguido creciendo. En consecuencia, este mayor costo del dinero debería tener un efecto de moderación en la colocación de crédito, pero también de mayor carga financiera sobre los hogares de ahora en adelante.

**Tasa hipotecaria real a 30 años\*  
(promedio nacional)**



Fuente: Bloomberg | \*Calculado con la inflación núcleo.

**Spread entre la tasa de interés de las tarjetas de crédito  
y la tasa de política monetaria**



Fuente: Bloomberg.

## Condiciones de crédito muestran menor holgura

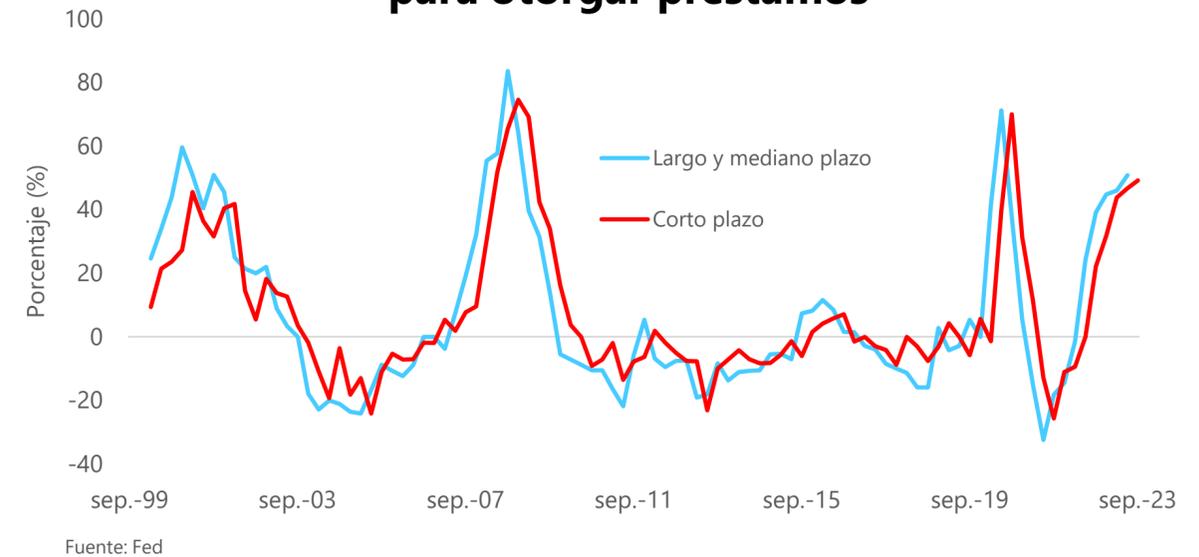
Como efecto de lo mencionado anteriormente, es notorio que la proporción de instituciones financieras en Estados Unidos que ha endurecido sus condiciones para otorgar créditos alcanza 49.2%, algo similar a lo observado en los últimos ciclos de deterioro en las condiciones crediticias de la economía norteamericana.

Del mismo modo, cuando evaluamos el número de compañías que ha iniciado algún tipo de trámite por bancarrota, esta cifra también ha ido en aumento en los últimos meses. Eso sí, no necesariamente se ha traducido en un aumento preocupante de la tasa de default corporativo que, aunque ha pasado de 0.5% en 2022 a 2.4% en septiembre de 2023, se mantiene en niveles considerablemente bajos y lejos de generar mayores alertas; de hecho, el *spread* cobrado en la tasa de los bonos corporativos *High Yield* se mantiene bajo.

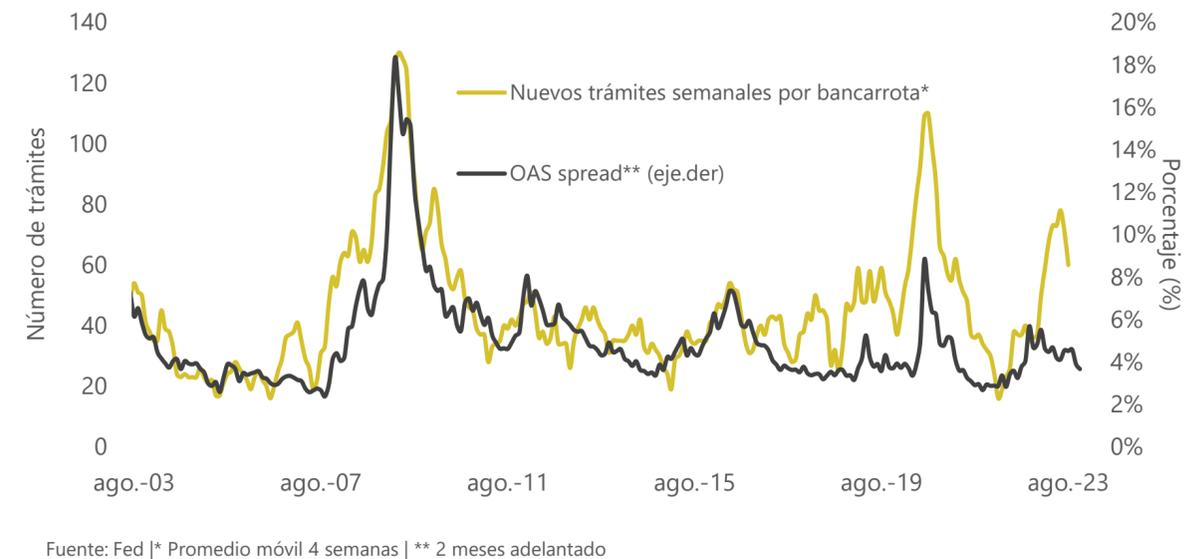
Instituciones que endurecen las condiciones de los préstamos

**49.2%**

## Instituciones financieras que endurecen las condiciones para otorgar préstamos



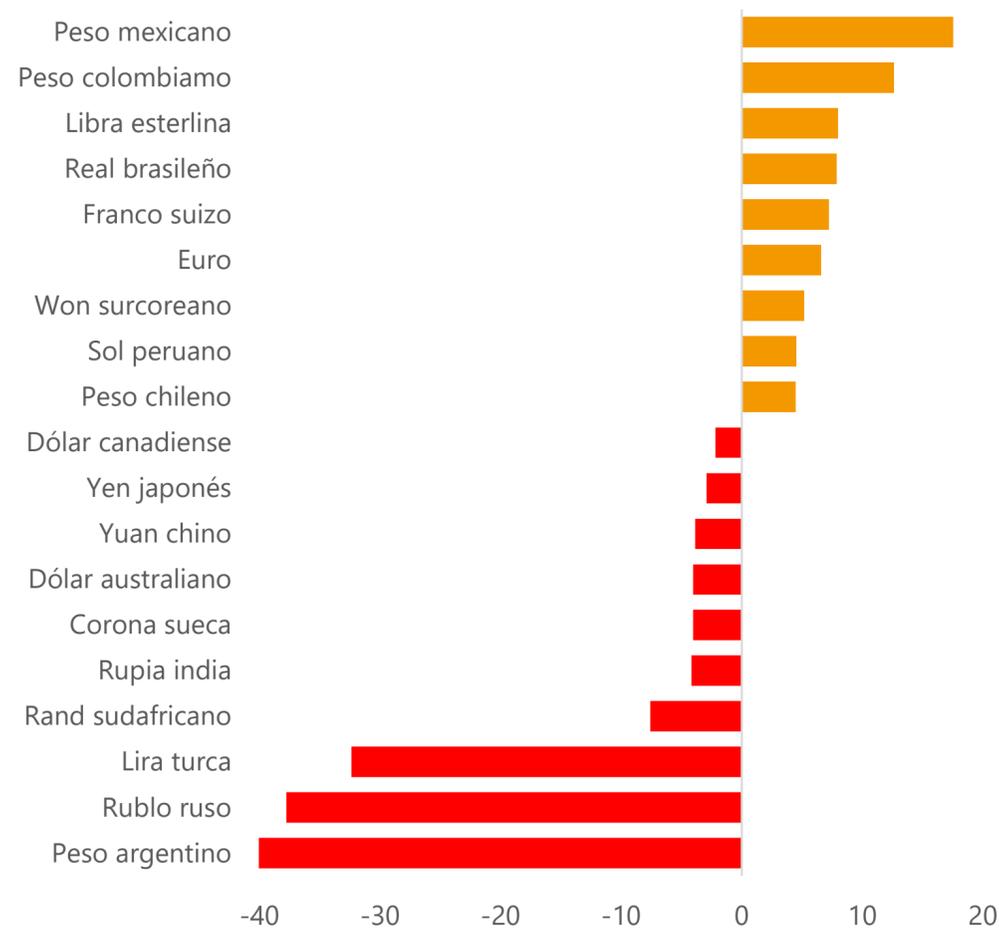
## Rentabilidad exigida a emisores grado especulativo vs nuevos trámites por bancarrota



## DÓLAR GLOBAL

## > Tasas altas y su posible efecto en la economía apuntan a un dólar fuerte

Desempeño de las monedas en el mundo frente al dólar (% , año corrido)



Fuente: Bloomberg. Hasta el 18 de septiembre de 2023.

- > En 2023, los altos niveles de tasa de interés ofrecidos por las inversiones en mercados emergentes, y el mayor apetito por riesgo global, llevaron a una apreciación importante de las monedas latinoamericanas que, en promedio, se han fortalecido 9% en lo corrido del año.
- > En la medida que la meta de inflación de los bancos centrales aún no se ha alcanzado y existen riesgos que podrían generar nuevas presiones al alza, sobre todo en países desarrollados; la necesidad de mantener un nivel alto de tasas de interés podría perdurar incluso hasta la primera mitad de 2024. Esto llevará a que los diferenciales de tasa de interés nuevamente favorezcan a algunas monedas fuertes como el dólar. No obstante, hacia la segunda mitad del año, es probable que la política monetaria global sea menos restrictiva, lo que podría llevar a los inversionistas a tener mayor apetito por riesgo y el dólar comience a debilitarse.
- > Las altas tasas de interés desencadenarán algunos retos en materia de crecimiento económico, ciclo de crédito y percepción de riesgo que marcarán el entorno de las inversiones para el 2024.

## La recesión que no llegó... por lo menos por ahora

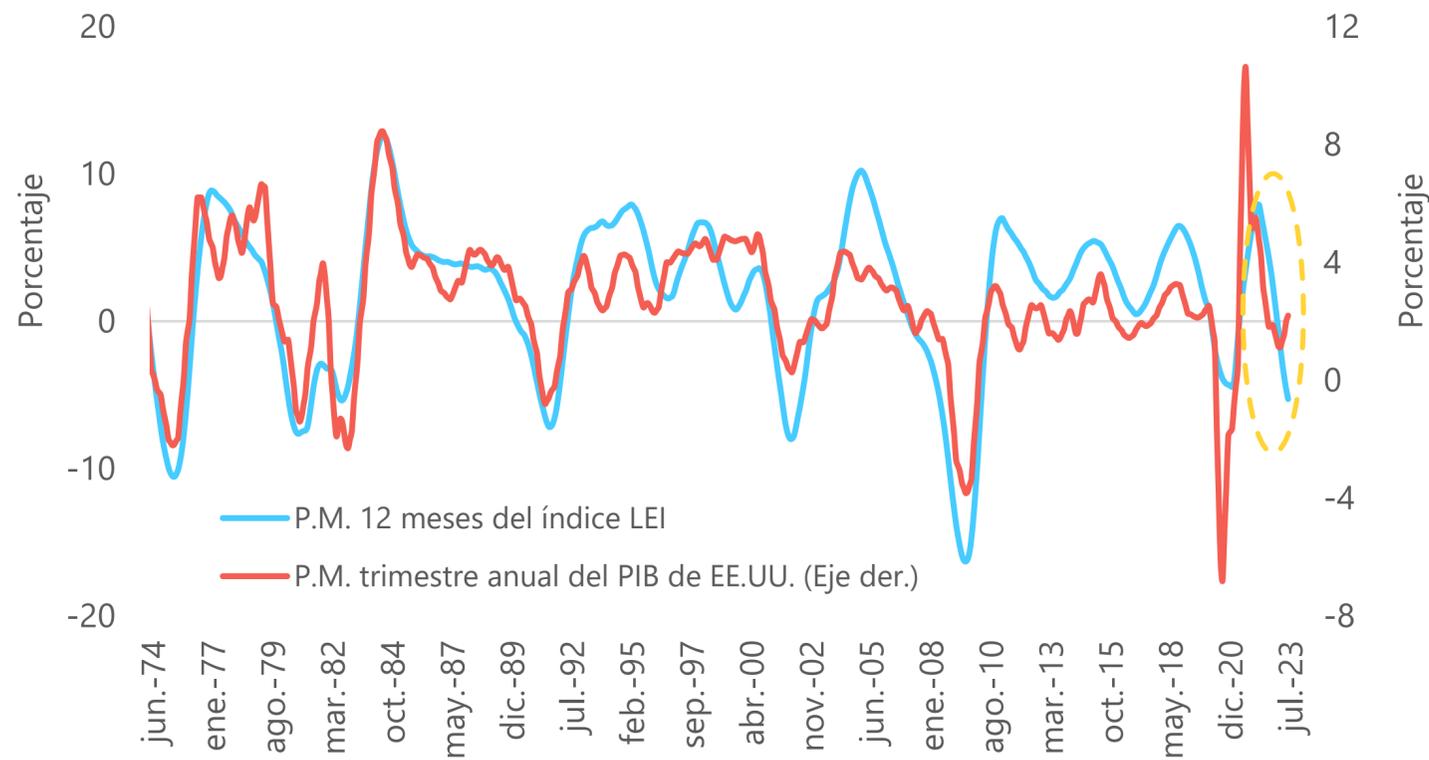
A pesar del entorno actual de altas tasas de interés, la economía de Estados Unidos aún no muestra señales de un deterioro significativo. Por el contrario, el crecimiento económico real para el segundo trimestre de 2023 fue de 2.1% anual, superior al dato del primer trimestre (1.8% anual). Igualmente, la creación de empleos se mantiene fuerte y el PMI manufacturero evidenció una leve recuperación en septiembre.

Sin embargo, consideramos que este comportamiento mostraría una tendencia diferente en 2024. El índice de indicadores líderes LEI, que proporciona información sobre el estado de la economía, se contrajo 7.5% anual en julio, un comportamiento negativo que se ha venido registrando en el último año. Dentro de los principales deterioros, destaca la caída del promedio de las expectativas de los consumidores sobre las condiciones para hacer negocios, que contribuyó negativamente en 1.33 pps; al igual que el índice de nuevas órdenes que contribuyó en -1.3 pps y ha caído durante los últimos tres meses consecutivamente.

Sumado a esto, el mercado laboral debería empezar a ceder ante las elevadas tasas de interés, algo que usualmente viene acompañado de una recesión económica. En periodos cuando la Fed decidió elevar su tipo de interés y mantenerlo alto por un tiempo prolongado para controlar la inflación, la actividad económica se contrajo, creando en algunos casos una recesión; así la tasa de desempleo aumentó, en promedio, cerca de 2.5 pps.

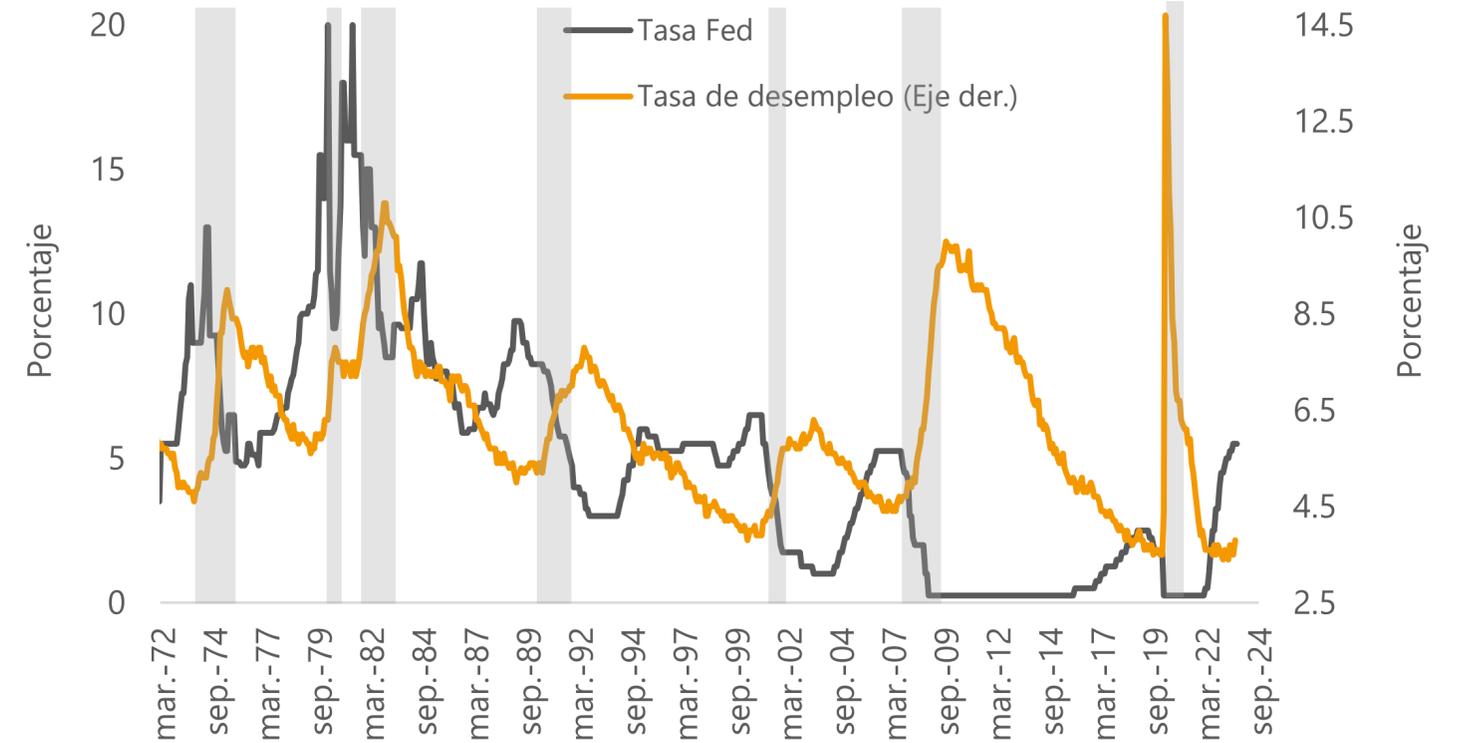
Reconocemos que, actualmente, el mercado laboral se mantiene robusto, con un ritmo de creación de empleos saludable y un crecimiento de los salarios medios por hora de 4.3% anual; no obstante, resaltamos que la política monetaria de la Fed se mantendrá restrictiva por lo menos en lo que resta del año, e incluso el mercado ha comenzado a descontar la posibilidad de un incremento adicional, lo cual podría afectar la dinámica de crecimiento económico en Estados Unidos y el mercado laboral.

### Dinámica del crecimiento económico en Estados Unidos vs. índice de indicadores líderes (LEI)



Fuente: Bloomberg. | P.M. hace referencia a promedio móvil.

### Tasa de desempleo en EE.UU. vs Tasa Fed\*



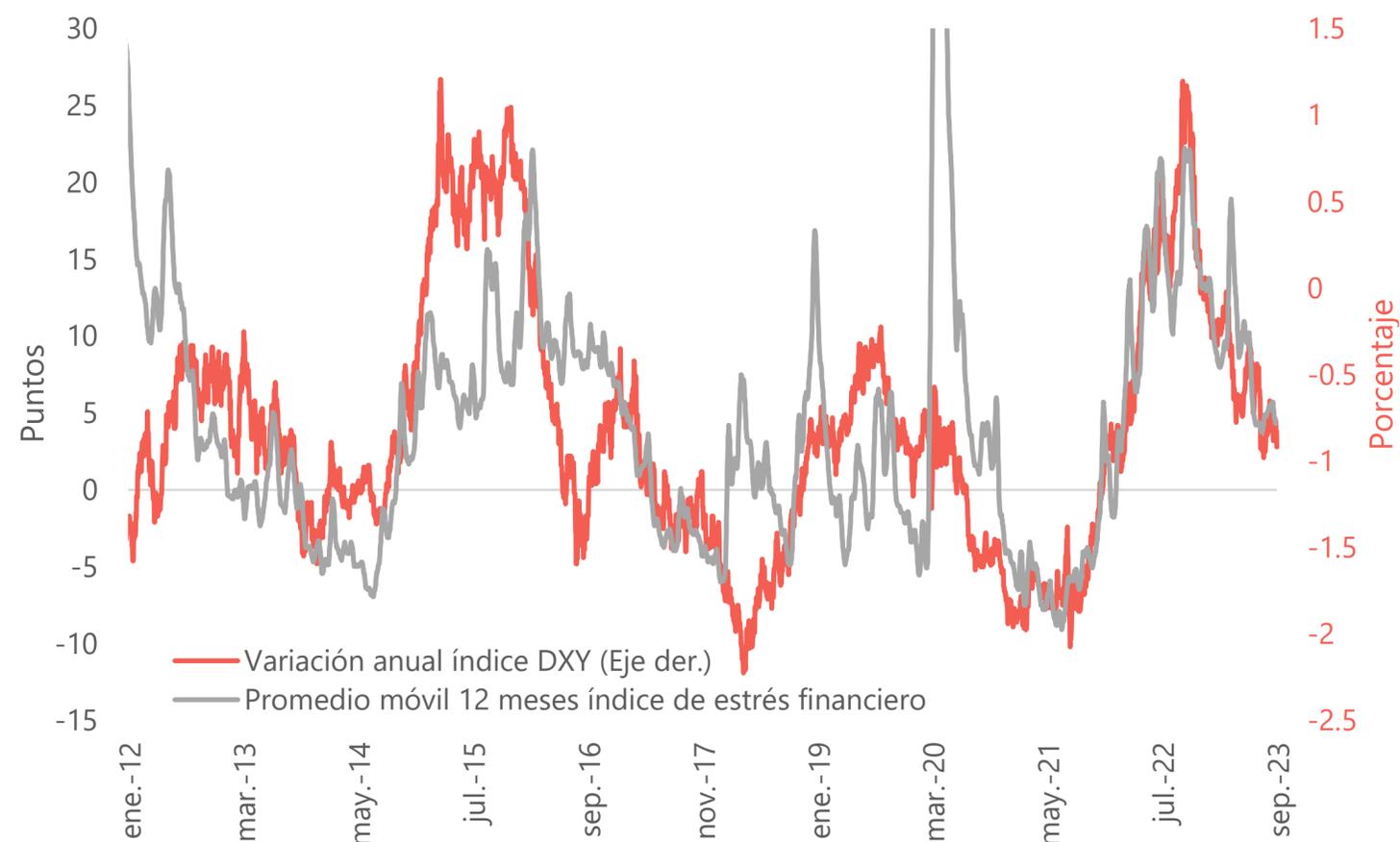
Fuente: Bloomberg. \*Línea punteada hace referencia a estimaciones de la tasa Fed. Franjas grises representan las recesiones económicas en EE.UU.

## Ante situaciones de mayor estrés en los mercados, el dólar se fortalece

Como lo hemos mencionado, el 2024 estará marcado por un entorno de tasas de interés todavía elevadas, sobre todo en las economías desarrolladas, lo cual no solo limitará la capacidad de endeudamiento de los gobiernos y las empresas; sino que llevará a una mayor preferencia por activos líquidos y refugio en los portafolios para mitigar los riesgos que puedan surgir.

Este escenario podría llevar a un aumento del nerviosismo en los mercados financieros, lo que ocasionaría un fortalecimiento del dólar en el mundo. De acuerdo con el índice de estrés financiero (FSI, por sus siglas en inglés) y el índice DXY, existe una relación directa entre estas variables, en la que en la medida que aumenta el estrés de los mercados, el dólar tiende a apreciarse. Incluso, en 2022 cuando el conflicto sociopolítico entre Rusia y Ucrania y los riesgos de recesión global llevaron a que el estrés del mercado financiero aumentara a niveles cercanos a la pandemia, el fortalecimiento promedio del dólar alcanzó 13.36%.

### Índice de estrés en mercados financieros (FSI) vs. dólar



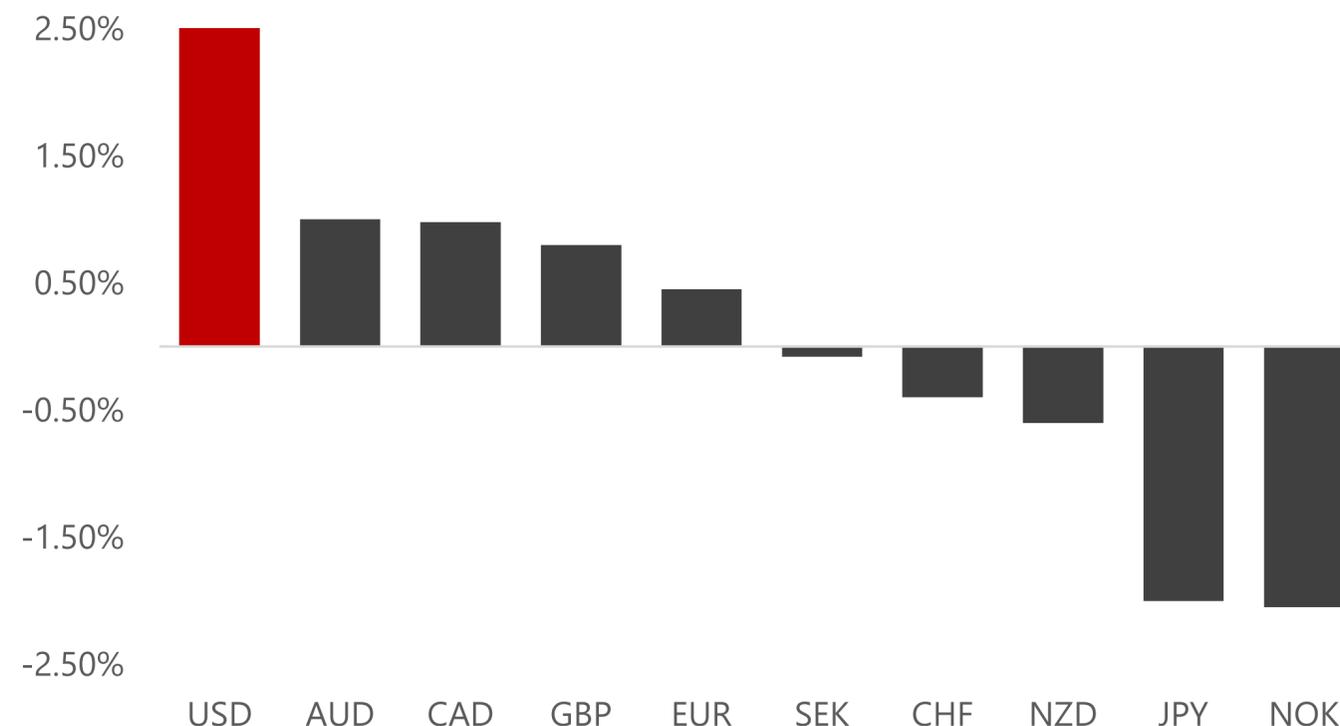
Fuente: Office of Financial Research y Bloomberg. Cálculos propios.

## Tasas de interés en EE.UU. lucen atractivas para el mundo

La tasa de interés ofrecida por los bonos de deuda estadounidense se encuentra en su nivel más alto en cerca de dos décadas e incluso, al incorporar los niveles de inflación actuales, resalta dentro del universo de alternativas en países desarrollados a nivel mundial. Esto, aparte de ser resultado de la lucha contra la inflación que ha emprendido el banco central, es sin duda un efecto del atractivo que debe generar EE.UU. para poder financiar su amplio déficit fiscal. En todo caso, resalta la rentabilidad que ofrece este mercado y que podría implicar que los flujos de inversión durante el 2024 se mantengan positivos.

Al evaluar los rendimientos reales de los bonos de los gobiernos de países desarrollados a dos años, encontramos que la tasa más atractiva es la de Estados Unidos, que está cercana a 2.5%; seguida por Australia (1%) y Canadá (0.9%). Teniendo en cuenta que consideramos que los niveles de tasa de interés en EE.UU. se mantendrán altos, posiblemente este apetito se alargue hasta final del año e incluso en 2024, lo cual mantendrá al dólar fuerte.

### Rendimiento de los bonos a 2 años de los gobiernos del G10\*



Fuente: BCA. \*Deflactado por inflación para EE.UU., Japón, Reino Unido, Eurozona, Suecia y Australia; deflactado por el IPC núcleo para el resto.

## Por lo pronto, el dólar sigue siendo el favorito en el mundo

Luego de la última cumbre de los países BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) durante el mes de agosto de este año, destacamos algunos aspectos relevantes:

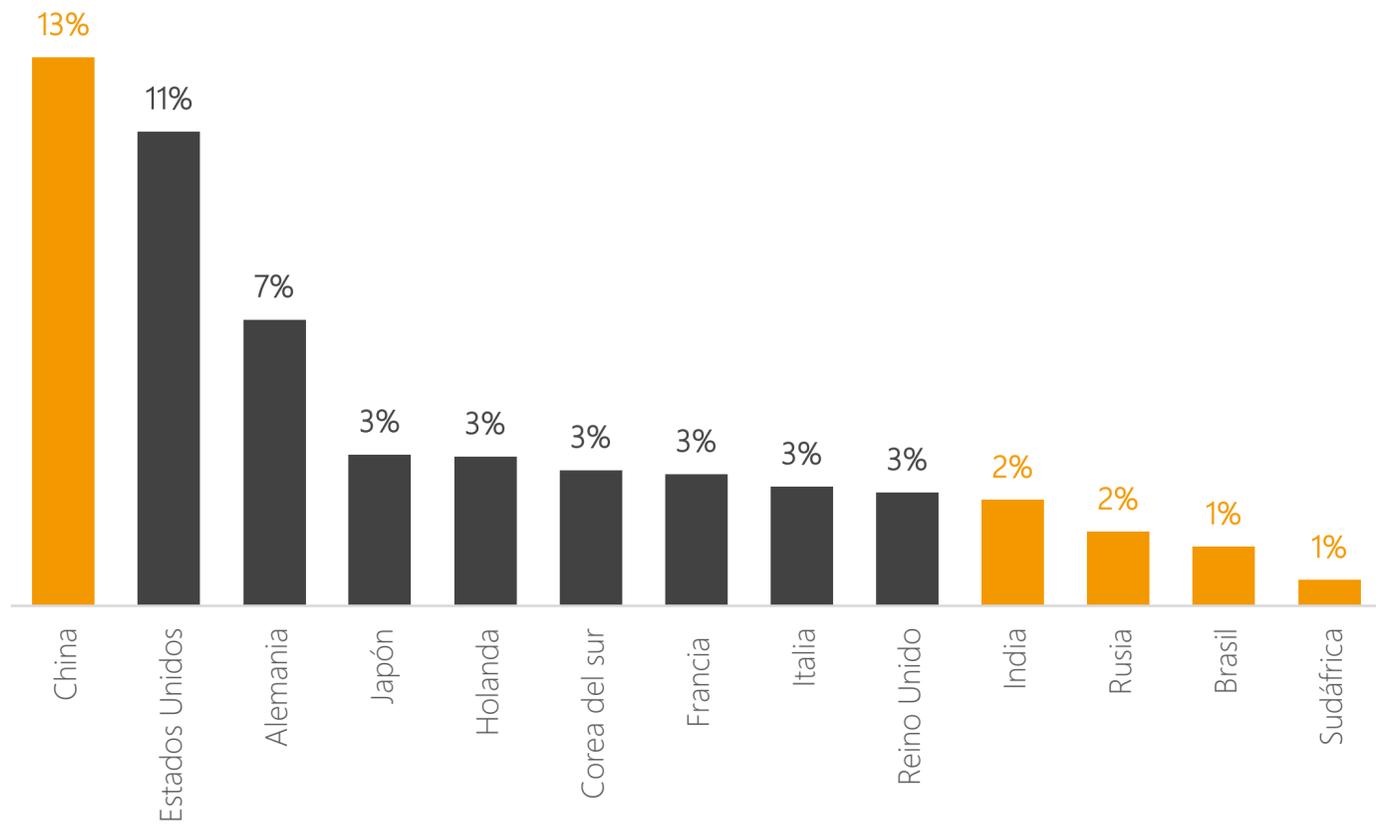
En primer lugar, los BRICS abrieron la posibilidad a que **más países del mundo se unan al grupo** (como Argentina o Arabia Saudita), con la expectativa de que la mayor cantidad de nuevos miembros sean provenientes del Medio Oriente. Esto es particularmente importante porque se alinea con uno de sus objetivos y es la posibilidad de que las **transacciones comerciales** entre los países del grupo se realicen en las mismas monedas de los países miembros, como el yuan chino; **alejándose del USD.**

De esta manera, teniendo en cuenta que el actual grupo de los BRICS representa el 19% del comercio global, es posible que el impacto en el dólar no sea menor en el largo plazo y, por el contrario, algunas monedas de países emergentes

comiencen a ganar mayor participación en el comercio internacional. No obstante, de corto plazo, el dólar sigue siendo la moneda preferida. De acuerdo con datos del sistema de mensajería SWIFT, a través del cual se realiza la mayor parte de las transacciones financieras del mundo, el 46.5% de los pagos a nivel global realizados en julio fueron en dólares.

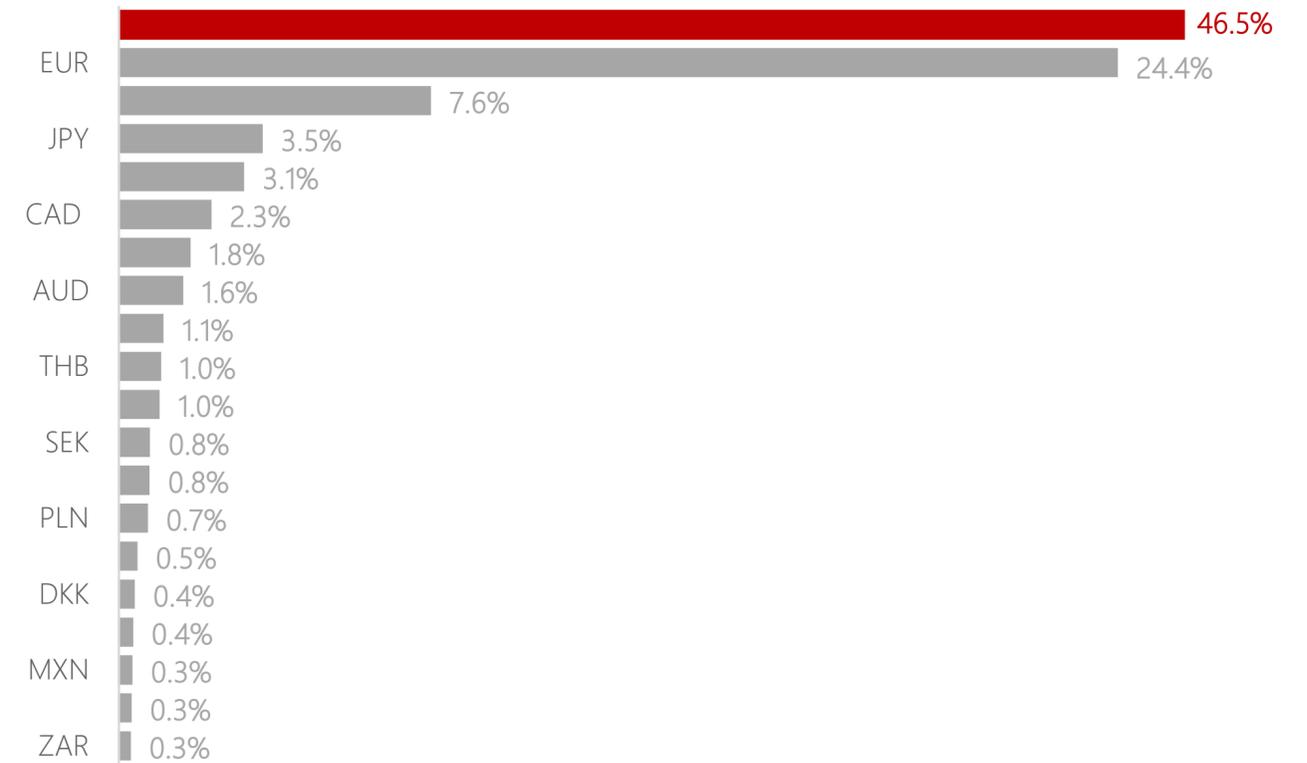
Por último, resalta la consolidación del **Nuevo Banco de Desarrollo** para facilitar las transacciones entre los miembros y como alternativa de financiación para los mismos. Sin embargo, este proceso podría verse estancado en los próximos años, teniendo en cuenta que Rusia, que es el país que más aporta económicamente al banco, aún mantiene vigentes las sanciones luego del conflicto sociopolítico con Ucrania.

### Participación por país en el comercio internacional



Fuente: Bloomberg El color amarillo representa los países emergentes que pertenecen a los BRICS.

### Participación por moneda en el pago de las transacciones del comercio global



Fuente: Bloomberg

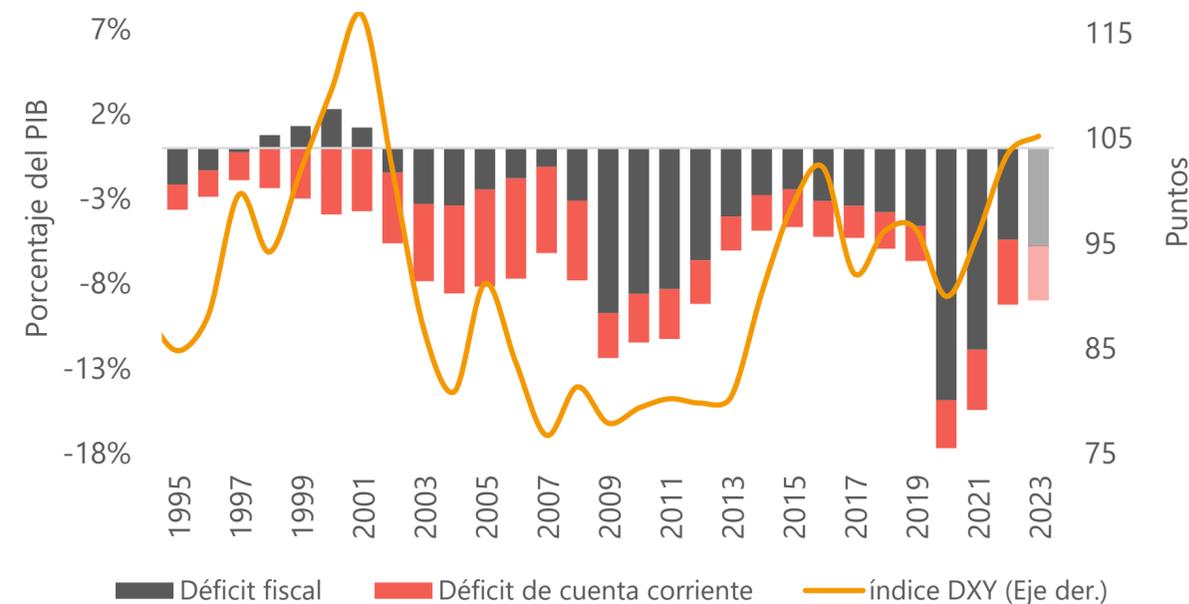
## No obstante, vulnerabilidades de Estados Unidos condicionan el fortalecimiento del dólar en el largo plazo

Si bien consideramos que el entorno de riesgo del 2024 traerá consigo un fortalecimiento del dólar, reconocemos que hay algunas vulnerabilidades propias de EE.UU. que podrían debilitar la moneda en el largo plazo. Actualmente, el fuerte gasto fiscal del gobierno de EE.UU., la moderación en los ingresos tributarios del Tesoro y el encarecimiento de la deuda americana son los principales factores de riesgo para la dinámica del dólar frente al resto de monedas en el mundo.

De acuerdo con el Monthly Treasury Statement de agosto, elaborado por el Departamento del Tesoro de EE.UU., la dinámica del gasto del gobierno americano aumentó, en promedio, cerca del 3% en lo corrido del 2023 frente al mismo periodo en 2022; mientras que los ingresos cayeron 10% durante el mismo periodo. De esta manera, según proyecciones de Bloomberg, el déficit fiscal de EE.UU. en 2023 podría ascender a 5.8% del PIB y en 2024 a 6.2% del PIB, cifras superiores al promedio

histórico anual de los últimos 50 años. Del mismo modo, teniendo en cuenta que este año el Congreso de EE.UU. decidió suspender el límite del techo de la deuda hasta después de las elecciones del 2024, la incertidumbre sobre la consolidación fiscal del país se hace aún mayor.

### Déficit fiscal y de cuenta corriente en EE.UU. vs. dólar (DXY)



Fuente: Bloomberg y FRED. Para 2023 se usaron las proyecciones de la encuesta bloomberg.

## **No sería la primera vez que el dólar se debilita a raíz de factores propios de Estados Unidos**

Al analizar el comportamiento del dólar (DXY) en los periodos de subidas y bajadas de tasa de interés de la Fed desde 1971, no encontramos una tendencia clara sobre el desempeño del dólar en los diferentes escenarios; no obstante, sí destacamos que en periodos en los que EE.UU. presenta vulnerabilidades propias, el dólar tiende a debilitarse.

Entre 1986 y 1989, la Fed decidió incrementar su tasa de interés en 400 pbs con el fin de mitigar las presiones inflacionarias que podrían desarrollarse luego de la recuperación económica que incentivó el gobierno de EE.UU., por medio de un aumento significativo del déficit fiscal desde 1983. Si bien los diferenciales de tasa de interés ofrecidos por EE.UU. eran mayores respecto al resto del mundo, los altos niveles de endeudamiento (cerca del 52% del PIB), las políticas de gasto público y las menores tasas de ahorro, tanto del sector privado como del público, llevaron a un debilitamiento del dólar de 7.26% en el periodo mencionado.

Durante 1993 y 1995, el recalentamiento de la economía de EE.UU., el aumento considerable en la productividad por cuenta del auge de la tecnología y la fortaleza del mercado laboral, llevaron a que la Fed decidiera aumentar nuevamente su tasa de interés en ~300 pbs, lo que provocó un alto nerviosismo en los mercados que se reflejó en el aumento del índice VIX, que mide la volatilidad en estos, el cual llegó casi a duplicarse. Esto, teniendo en cuenta que tan solo dos años antes EE.UU. había salido de una recesión económica, aumentaba la posibilidad de una afectación importante de su economía, más no necesariamente del resto del mundo, lo que causó un debilitamiento del dólar de 14.02%, la caída más alta de la década de los 90's.

Asimismo, en 2001 cuando la crisis de las puntocom, empresas con crecimientos exponenciales vinculadas al sector de tecnología (internet), generó una burbuja en EE.UU. y causó un fuerte debilitamiento de la economía, el dólar (DXY) cayó 16% hasta 2003.

## ¿Cómo se comporta el dólar durante el ciclo completo de la política monetaria en Estados Unidos?

Subidas tasa Fed				Bajadas tasa Fed			
Periodo	Var. Tasa (pbs)	Var. DXY	Comentario	Periodo	Var. Tasa (pbs)	Var. DXY	Comentario
1971-1974	930	-16.43%	Recesión económica por causa de la crisis petrolera de 1973. En este periodo hubo estanflación (contracción económica e inflación).	1974-1976	650	2.82%	Precios de las materias primas y productos básicos comenzaron a descender. No obstante, precios de productos industriales y manufacturados seguían aumentando.
1977-1981	1425	3.96%	Segunda crisis petrolera. Además, crisis de deuda por masivo endeudamiento externo en América Latina.	1981-1983	925	12.31%	Recesión económica en EE.UU.. Además, el déficit público en Estados Unidos aumentó significativamente para reactivar la economía.
1983-1984	300	15.79%	La economía sale de recesión, pero hay un leve repunte de la inflación.	1984-1986	545	-27.84%	Impulso económico por el aumento del déficit fiscal se mantiene. Auge del sector financiero en EE.UU.
1986-1989	400	-7.26%	Alta fluctuación de las tasas de interés, principalmente por las turbulencias del sector bancario en 1987. La inflación nuevamente comienza a subir.	1989-1992	685	-11.78%	Recesión económica en EE.UU. de 1990. Cambio de política económica para favorecer el ahorro de los hogares, que cayó a uno de los niveles más bajos en la historia, y menor gasto público.
1993-1995	300	-14.02%	Recuperación económica; no obstante, la Fed dedició subir la tasa de interés con el fin de evitar presiones inflacionarias.	2000-2003	550	-16.25%	Recesión económica en EE.UU. de 2001. Auge del comercio exterior, tasas de crecimiento altas y una inflación relativamente baja.
1999-2000	175	8.24%	La Fed sube su tipo de interés de forma preventiva, ya que las condiciones de mercado laboral y el ritmo acelerado de crecimiento económico estaban presionando los precios al alza.	2007-2009	510	1.32%	Crisis financiera de 2008. Recesión económica en EE.UU.
2004-2006	425	-4.38%	Repunte de la inflación. Solidez del mercado laboral y buen ritmo de crecimiento económico.	2019-2020	200	0.16%	Pandemia. Crisis de crecimiento económico por bajos niveles de consumo y producción.
2016-2019	200	0.86%	Fuerte dinamismo de la economía de EE.UU. ante recorte de impuestos y aumento del gasto público en EE.UU.. Bajos precios de las materias primas.				

Fuente: Bloomberg y FRED.

## En Latam, el ciclo alcista de tasas de interés finalizará, pero algunos riesgos limitarán la magnitud de los recortes

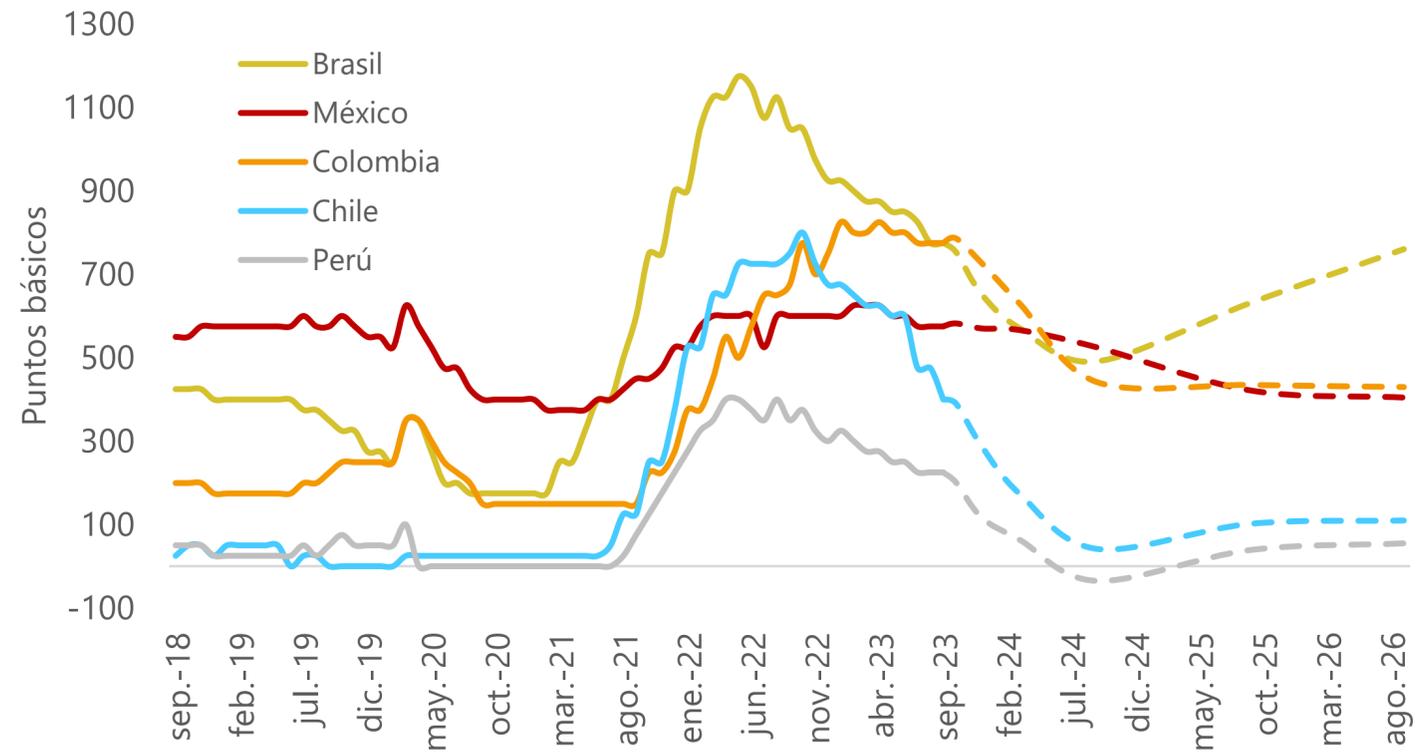
Latinoamérica fue la región que aumentó más rápido sus tasas de interés con el fin de controlar la inflación. En promedio, el incremento de tasas fue de 955 pbs, cifra superior en comparación con países desarrollados como Estados Unidos, en el que el incremento ha sido de 525 pbs. Este escenario llevó a que los rendimientos de renta fija en Latam fueran muy atractivos durante la mayor parte de 2023 y generó un fortalecimiento de las monedas latinoamericanas, que en el año corrido ha sido de 9%, siendo el peso colombiano la moneda con mejor desempeño (23.99%).

Sin embargo, para el siguiente año, consideramos que los *spreads* de tasa de interés de los países latinoamericanos frente al resto del mundo se van a reducir considerablemente, teniendo en cuenta que en algunos países ya se inició el recorte de tasas y en los demás este escenario no estaría muy lejano; algo que afectará negativamente el desempeño de las monedas de la región frente al dólar. En Brasil, Chile y Perú, países en los que las tasas se han reducido 50

pbs, 175 pbs y 25 pbs, respectivamente, las monedas se han debilitado, llevando a una depreciación del peso chileno de 4.98%, del real brasilero de 1.31% a partir del inicio de reducción de tasas en cada país.

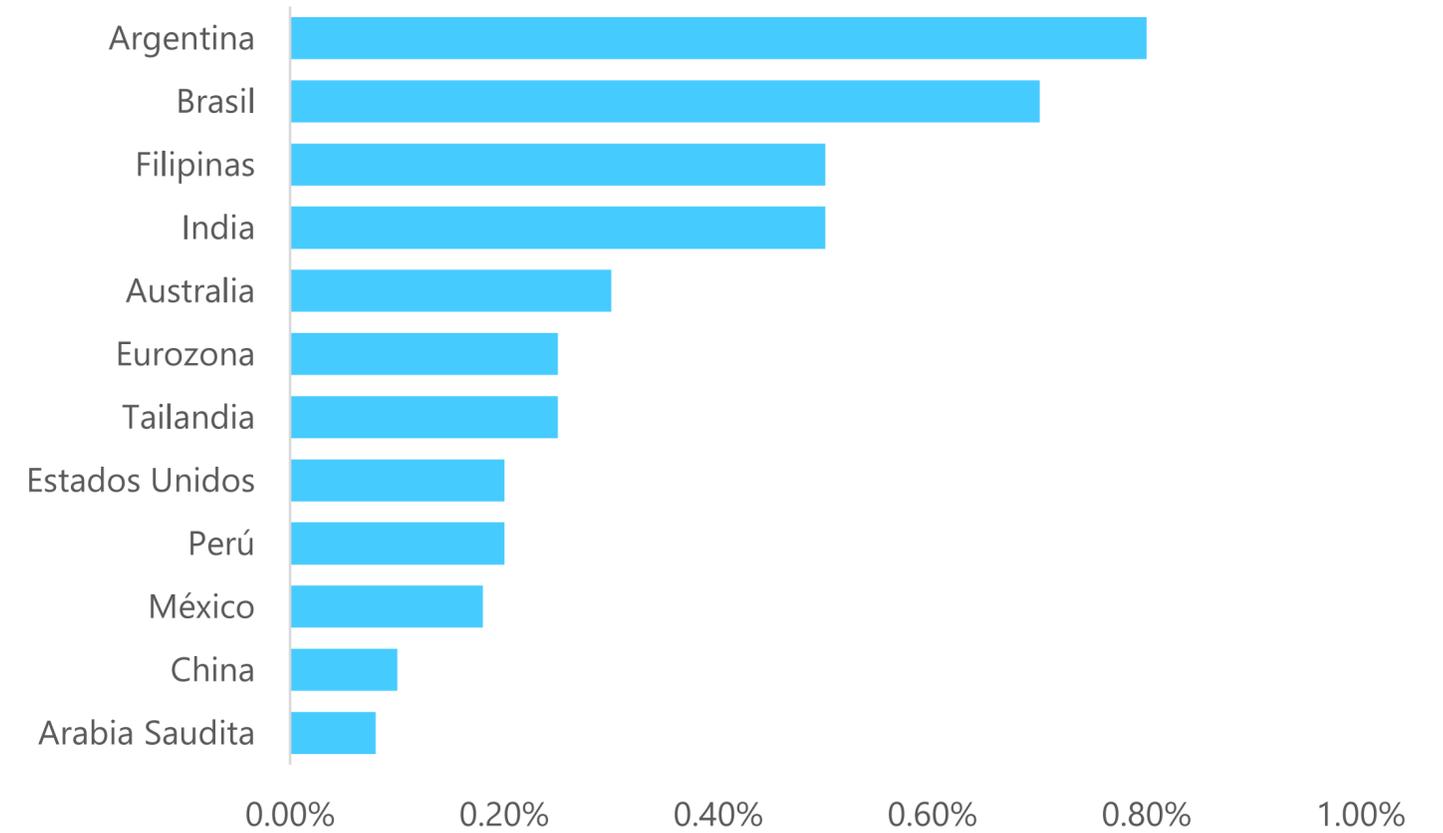
Para el siguiente año, consideramos que el factor de riesgo inflacionario causado por el fenómeno de El Niño podría presionar nuevamente a los bancos centrales y limitar la magnitud de los descensos de tasa de interés. De acuerdo con estimaciones de Bloomberg Economics sobre el efecto de El Niño en la inflación para algunos países a nivel global, Argentina, Brasil, India y Filipinas serían los más afectados, con un efecto en la inflación de más de 0.5% en promedio. En este sentido, es posible que el desempeño de las monedas latinoamericanas no sea tan negativo durante el siguiente año; no obstante, mantenemos nuestra visión sobre la contracción de los diferenciales de tasa de interés, sobre todo frente a EE.UU., lo cual llevará a un debilitamiento de las monedas latinoamericanas frente al desempeño del 2023.

### Diferenciales de tasa de interés de países en Latam vs. Tasa Fed



Fuente: Bloomberg. Las líneas punteadas hacen referencia a las expectativas sobre tasa de interés a distintos plazos

### Efecto del fenómeno de El Niño sobre la inflación



Fuente: Bloomberg Economics Modeling.

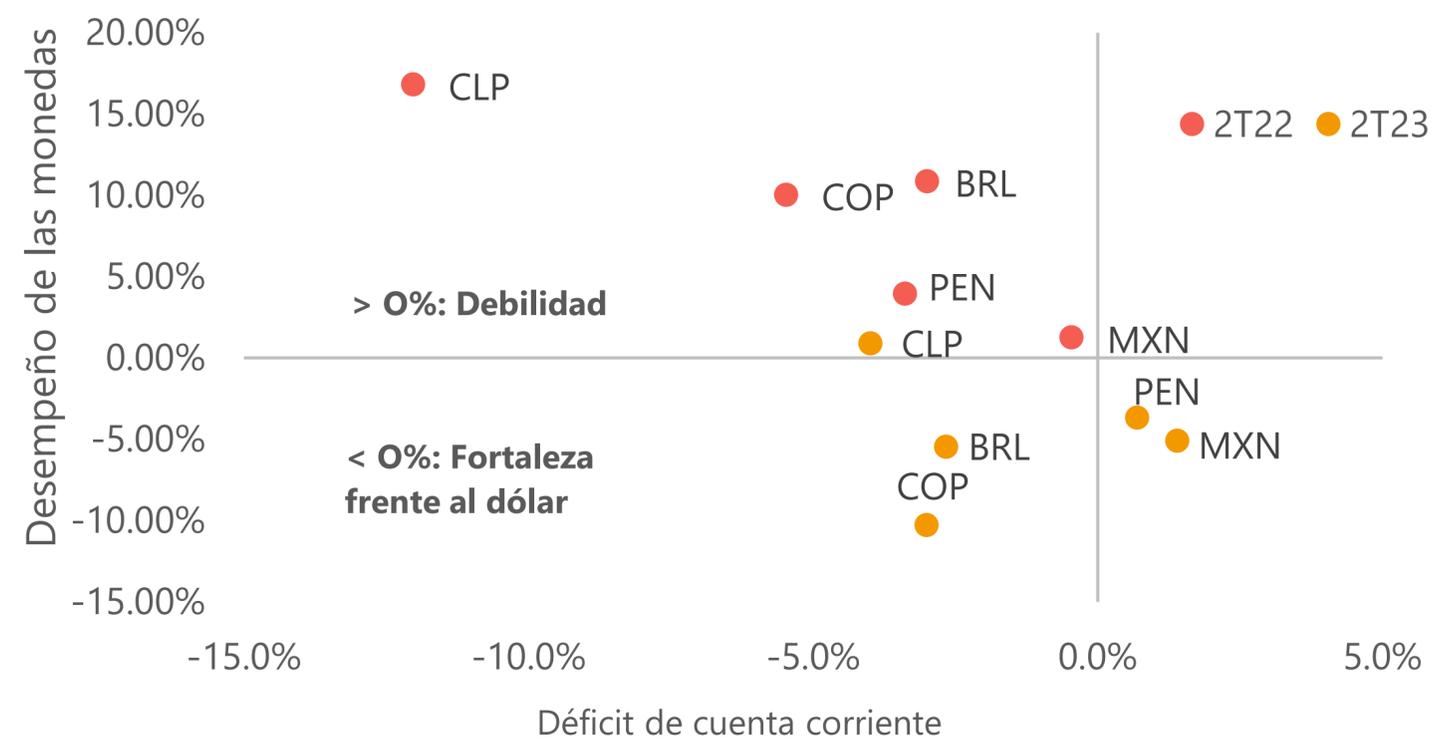
## Por factores estructurales, el real brasilero y el peso mexicano serían las monedas con mejor comportamiento en Latam

Consideramos que con el inicio de recortes de tasa de interés junto con la mayor percepción de riesgo global que esperamos para el siguiente año, las monedas latinoamericanas ya no tengan un gran atractivo y, por tanto, su comportamiento no debería ser tan positivo.

No obstante, destacamos que en la medida en que la vulnerabilidad externa de los países de Latam se reduzca, el deterioro del desempeño de las monedas no debería ser muy marcado.

En el caso de países como Brasil y México, en los que la diversificación de las exportaciones hacia productos no tradicionales ha favorecido el comportamiento de la balanza comercial, la exposición de las monedas a fuertes choques en los mercados internacionales será menor, lo que resultará en un menor impacto tanto en volatilidad como en la magnitud de los movimientos de la tasa de cambio.

### Menor vulnerabilidad externa favorece el comportamiento de las monedas

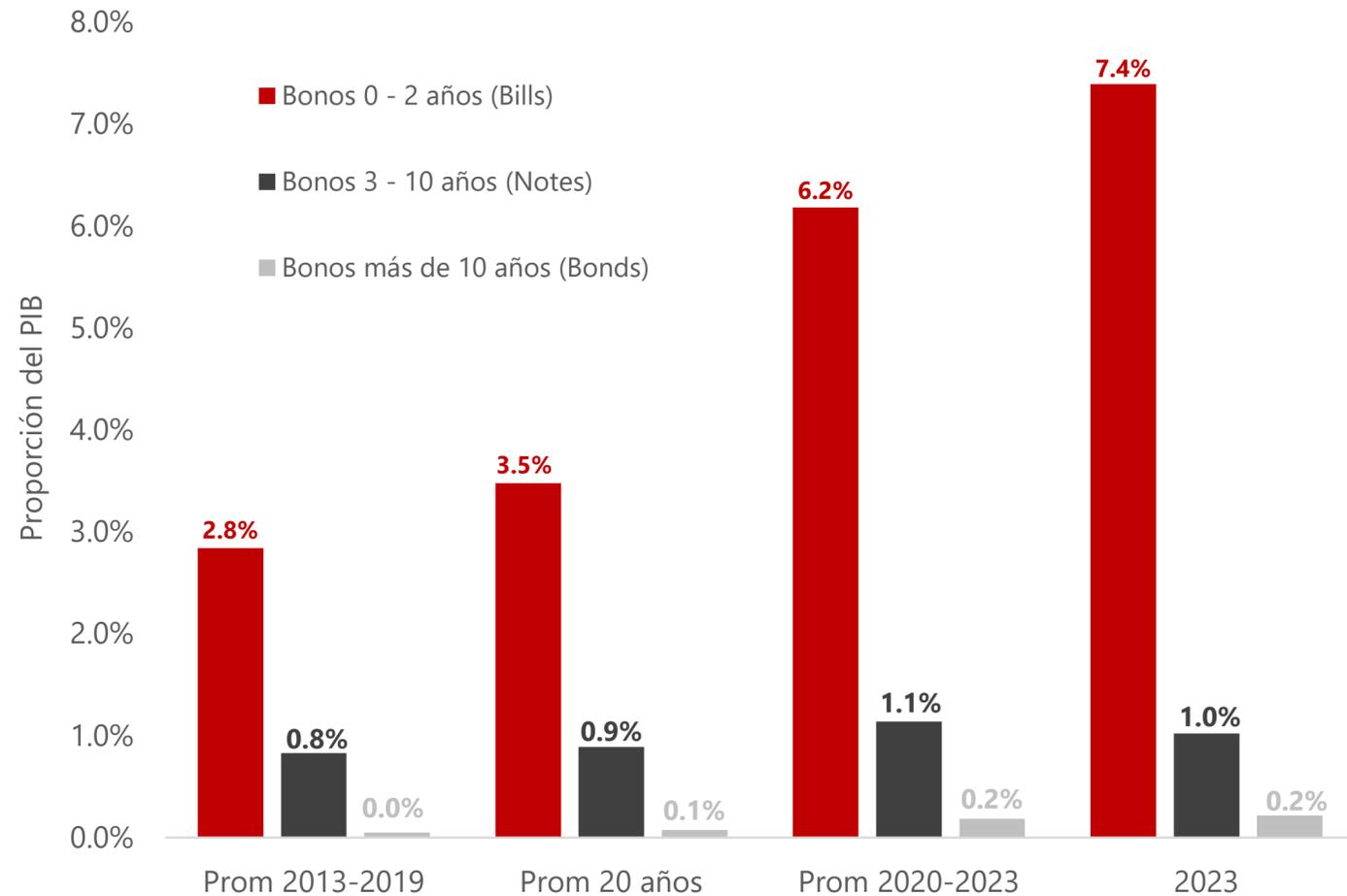


Fuente: Bloomberg y bancos centrales

Renta fija

# > Necesidades de refinanciación en EE.UU. condicionan renta fija global

Emisiones anuales del Tesoro por plazo como proporción del PIB



Fuente: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional. | \*Emisiones brutas. | Cálculos: Davivienda Corredores.

- > En el corto plazo, las curvas de rendimiento de los países desarrollados podrían desinvertirse, ante la creciente expectativa de aterrizaje suave en esas economías.
- > La incertidumbre fiscal y el potencial exceso de oferta de bonos son riesgos sobre la deuda estadounidense que se acentuarán en 2024.
- > *Spreads* entre los Tesoros y los corporativos en USD se encuentran apretados. Riesgos asociados a la postura monetaria actual podrían generar presiones sobre los bonos privados en 2024.
- > A nivel local, La renta fija, tanto pública como corporativa, ha tenido en 2023 la mejor rentabilidad anualizada de los últimos 10 años. Este comportamiento positivo podría continuar en 2024.
- > La curva de rendimientos local podría mantener, en el corto plazo, cierta estabilidad en los niveles de empinamiento actuales. Sin embargo, en 2024 el mayor empinamiento podría venir de: i) recortes de tasa del Banrep y ii) presiones al alza por el comportamiento de los bonos del Tesoro.

## Renta fija global

# > Rentabilidades atractivas en los mercados desarrollados

## Deuda desarrollada volvería a ser atractiva después de 30 años

- Las curvas de rendimiento de los países desarrollados podrían desinvertirse, ante la creciente expectativa de aterrizaje suave en esas economías.
- Los ajustes de las tasas de interés de los bonos de países desarrollados dependerán mucho de factores estructurales y técnicos.
- Tesoros de 10 años podrían quedarse por encima del 4% en el corto plazo, ante los cambios que podría tener la prima a término y la tasa real neutral ( $R^*$ ).
- Incertidumbre fiscal y el potencial exceso de oferta de bonos son riesgos sobre la deuda de EE.UU. para 2024.
- Riesgos asociados a la postura monetaria actual podrían generar presiones sobre los bonos privados en 2024.

## Tasas de interés globales, bajo presión:

La dinámica de la deuda pública desarrollada en lo corrido de 2023 ha estado supeditada a la inflación y a las perspectivas de mediano plazo sobre la misma. Sin embargo, múltiples factores han influido en la actual presión que evidencian las tasas de interés de los títulos de largo plazo en esas economías y, posiblemente, lo seguirán haciendo en 2024.

Si bien, para el caso de las economías desarrolladas, la postura restrictiva monetaria seguirá siendo un factor relevante, es importante tener en cuenta que existen factores diferenciales entre Europa, Reino Unido y EE.UU. que explicarían unas tasas más altas en los próximos meses. Más allá de que el ciclo alcista de tasas de interés esté por finalizar, es probable que la economía mundial deba lidiar con un nivel de tasas de interés superior a lo observado previo a la pandemia.

*Tesoros de 10 años en el corto plazo alcanzarían* **4.75% - 5.00%**

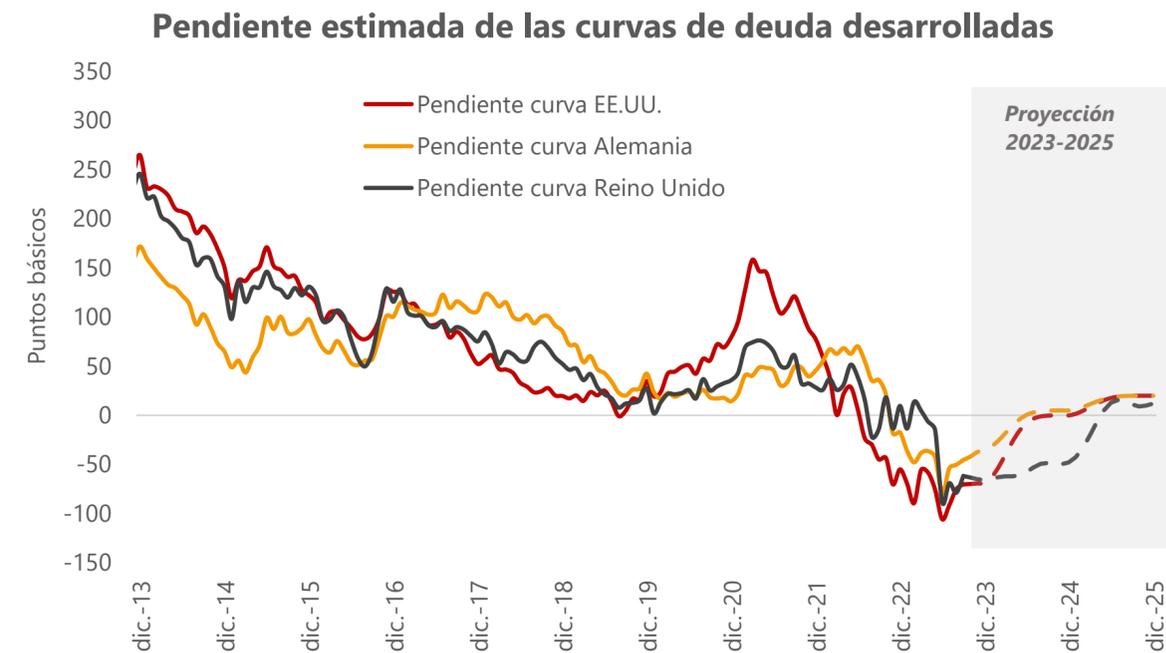
## Curvas de rendimiento siguen invertidas, por ahora...

Teniendo en cuenta que el escenario de recesión económica global se ha ido diluyendo, el nivel actual que evidencian las curvas de rendimientos de las economías desarrolladas deja de tener sentido. El caso más impactante es el de la curva de los Tesoros americanos, la cual alcanzó a tener un nivel de inversión superior a los 100 pbs, algo no visto ni siquiera en la Gran Recesión de 2008. Sin embargo, ante el escenario actual de robustez económica, esta comenzó a ajustarse, reduciendo ese diferencial hasta los 70 pbs; algo que ocurre de manera similar en otros países desarrollados.

Si a esto se incorpora el desmonte progresivo de las hojas de balance que vienen ejecutando los bancos centrales desarrollados (Reserva Federal, Banco Central Europeo y Banco Central de Inglaterra), agentes que se habían consolidado como importantes financiadores de sus respectivos gobiernos, la presión adicional sobre las tasas de interés no es menor, y podría influir en el aplanamiento que terminarían mostrando las curvas de rendimientos en el corto plazo. Aunque dicho ajuste podría darse en niveles muy superiores a los observados en los últimos 30 años.

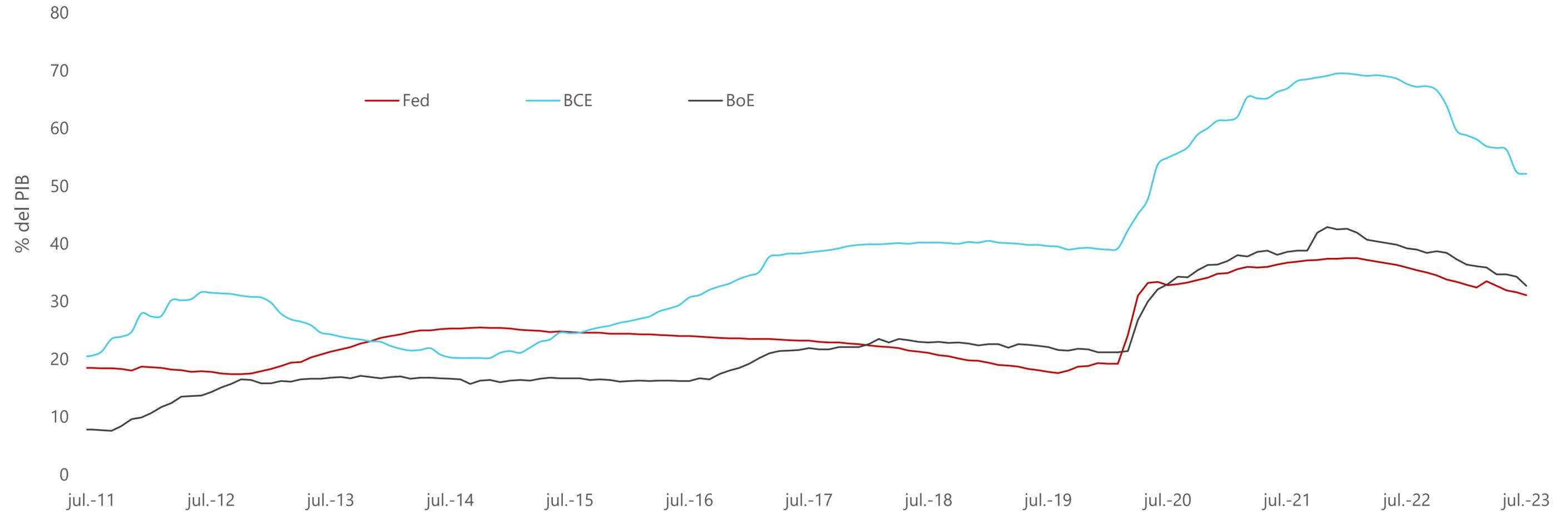
Lo anterior, teniendo en cuenta que el nivel de tasa de política monetaria para los próximos dos años se ha venido ajustando al alza de manera progresiva. En este sentido, podríamos ver un aplanamiento de la curva de Tesoros en niveles superiores al 4.8% en el corto plazo.

### Pendiente estimada de las curvas de deuda desarrolladas



Fuente: Bloomberg y Reuters Refinitiv | Pendiente calculada con la diferencia del genérico de 10 y 2 años. | US: Estados Unidos; GER: Alemania; y UK: Reino Unido. | Senda proyectada según las expectativas de tasas de interés de los bonos a 2 y 10 años de la última encuesta mensual de Bloomberg (sep-23). | Cálculos Davivienda Corredores.

### Balance de activos de los principales bancos centrales



Fuente: Bloomberg | BCE: Banco Central Europeo; y BoE: Banco Central de Inglaterra. | Cálculos Davivienda Corredores.

## **Tasas de interés en desarrollados alcanzan niveles de 2003**

Las tasas de los bonos en las economías desarrolladas han mostrado fuertes incrementos en los últimos dos años. En promedio, la pérdida de su deuda pública, puntualmente en bonos de 10 años, ha sido cercana a los 300 pbs.

Al comparar las tasas de interés de los bonos desarrollados en las últimas tres décadas, se observa en primer lugar que el promedio actual supera el nivel visto en el periodo 2013-2023, y comienza a asemejarse a lo observado en la década de 2000-2010. Sin embargo, las tasas de interés aún distan del rango observado en los noventa (nivel promedio de 5.2% frente al 3.3% actual).

Si bien la probabilidad de que las tasas alcancen los niveles de hace 30 años es baja, aún hay razones para creer que existe cierto espacio de desvalorizaciones y, en algunos casos, de cierta persistencia en un nivel elevado de las mismas durante los próximos meses. Lo anterior se asocia al ciclo alcista actual de los tipos de interés y la persistencia inflacionaria a nivel global.

## **Primas de riesgo y postura monetaria, diferenciales sobre la deuda desarrollada**

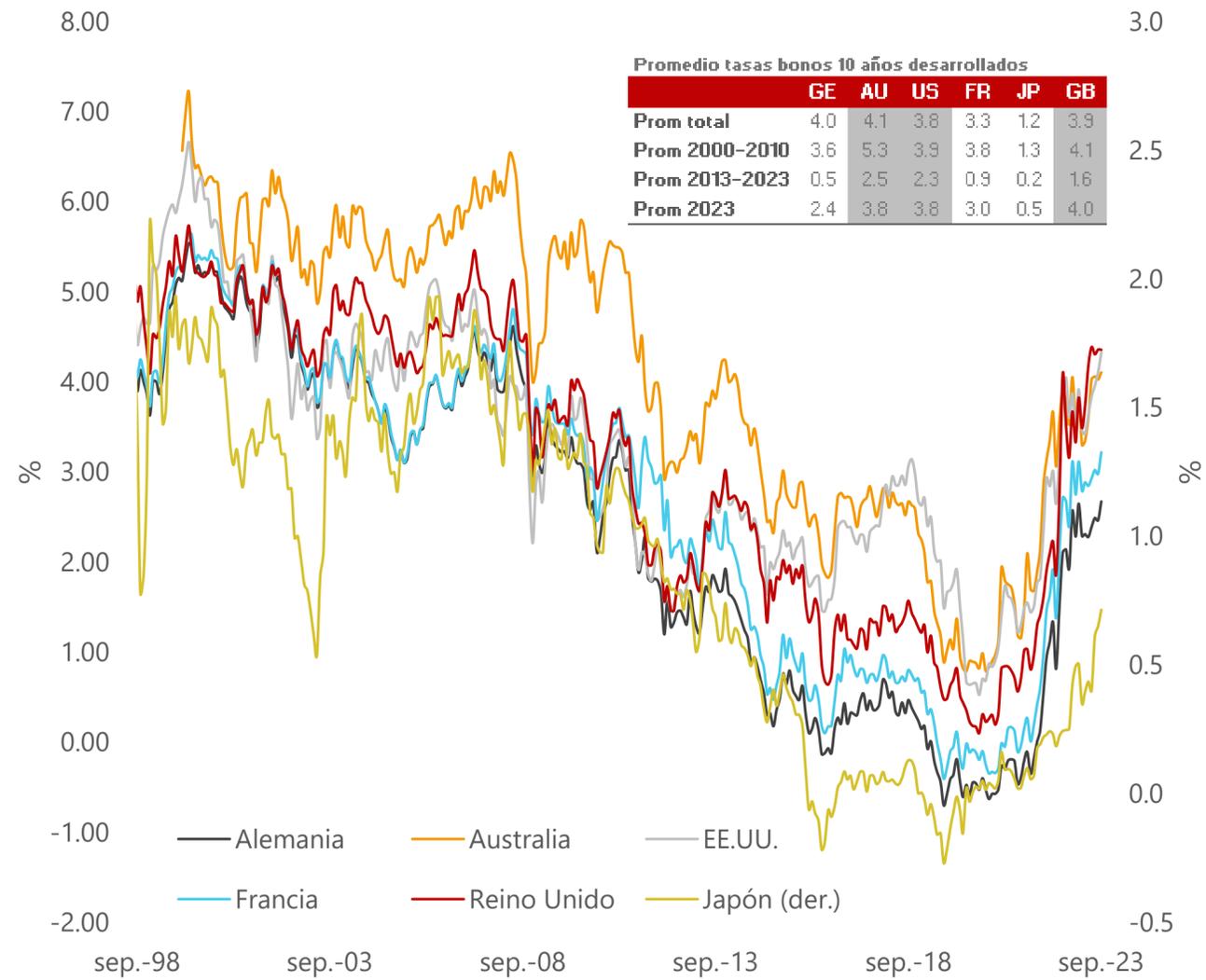
A pesar del elevado nivel de endeudamiento que presentan los gobiernos de países desarrollados, no se ha observado, con excepción de EE.UU., una volatilidad significativa en las primas de riesgo (CDS) de estos países.

Actualmente, el nivel promedio de los CDS a 5 años de los países europeos se ubica en 18 pbs, inferior a la media de 40 pbs de los últimos 10 años. En contraste, los CDS en EE.UU. alcanzaron los 50 pbs en 2023, nivel que dobla el promedio de los últimos 10 años.

De esta manera, al revisar en los países desarrollados, tanto el nivel actual de las primas de riesgo como la probabilidad de inicio del ciclo bajista de tasas de interés, se ve más factible que las tasas de los bonos europeos se ajusten más rápido que los estadounidenses.

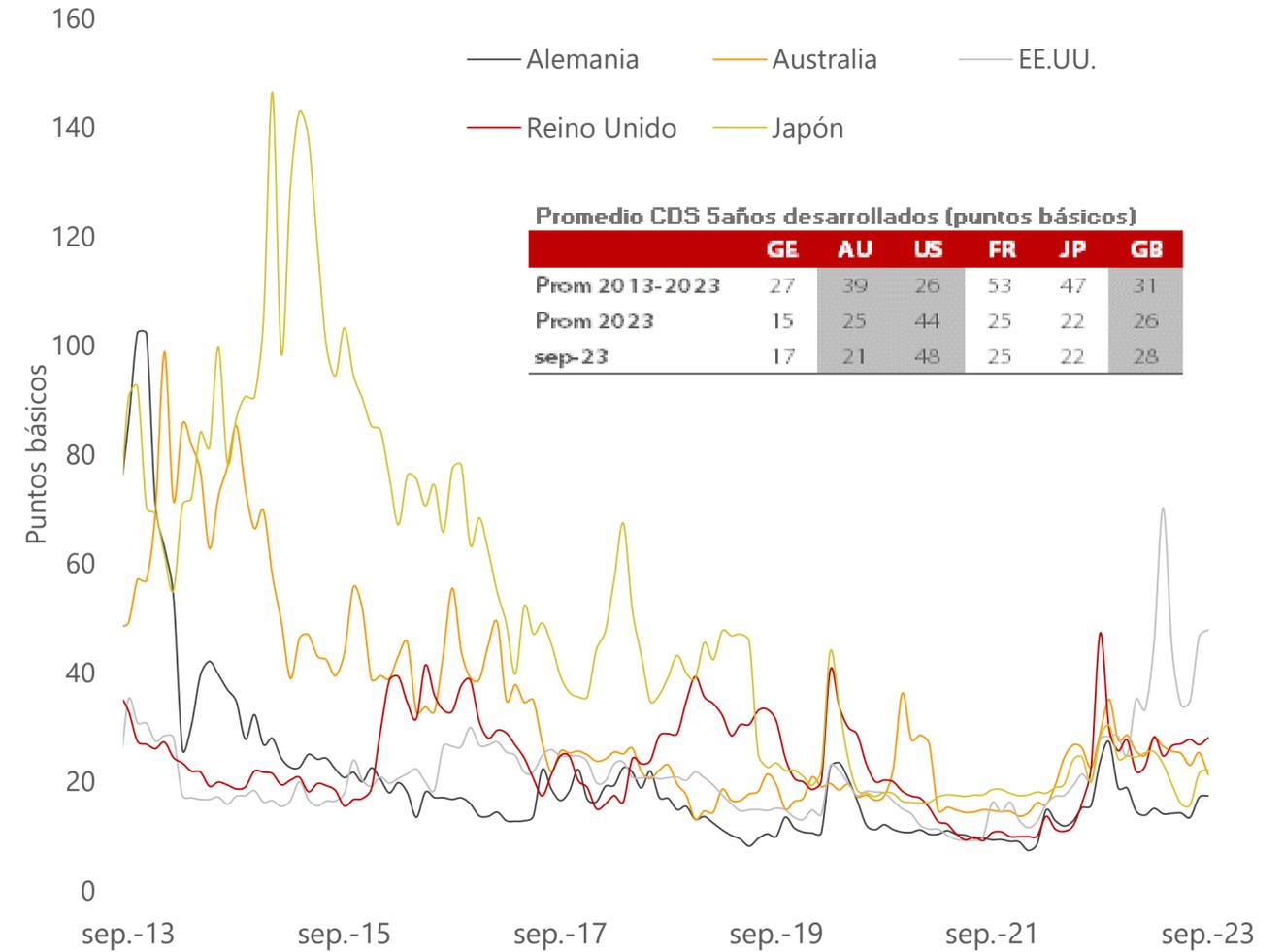
**Sin embargo, los bonos británicos y australianos serían los más atractivos.**

### Tasas de interés bonos desarrollados de 10 años



Fuente: Bloomberg. | GE: Alemania; AU: Australia; US: Estados Unidos; FR: Francia; JP: Japón; GB: Reino Unido.

### Comportamiento CDS 5 años de países desarrollados



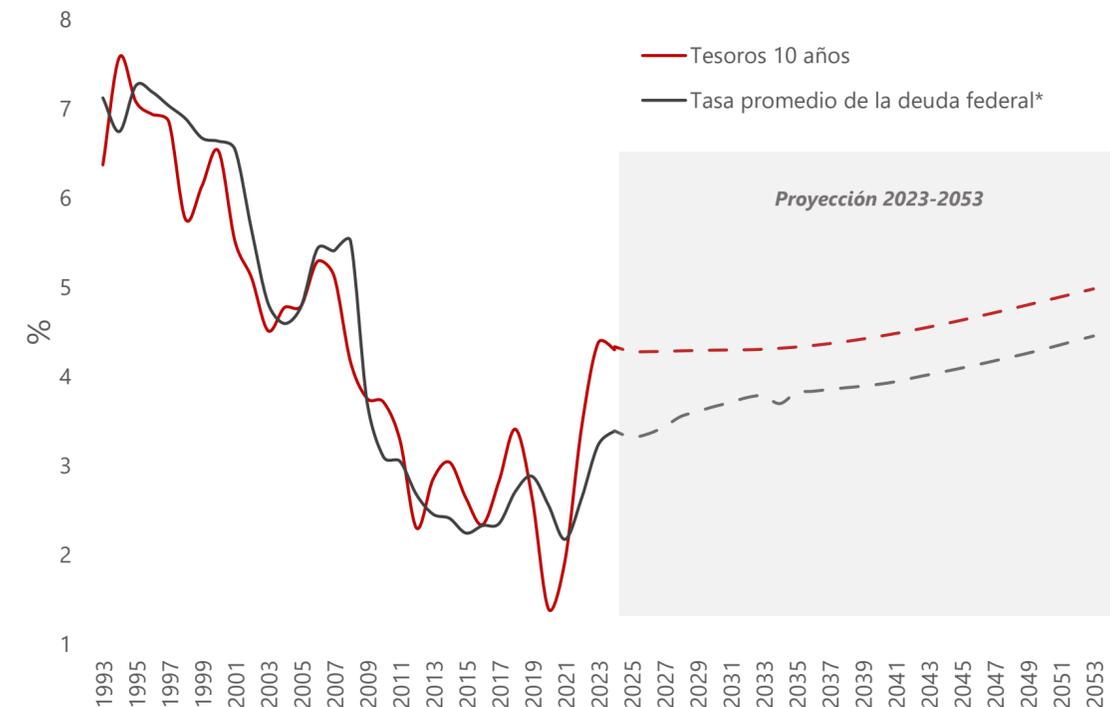
Fuente: Bloomberg. | GE: Alemania; AU: Australia; US: Estados Unidos; FR: Francia; JP: Japón; GB: Reino Unido.

## Presión en la tasa de los Tesoros va más allá de la Fed

Al revisar en detalle el comportamiento de la renta fija desarrollada, la deuda pública estadounidense es la que más incertidumbre genera para 2024. Como hemos mencionado anteriormente, las tasas de interés de EE.UU., al igual que la de sus pares, estarán presionadas por la postura monetaria y por el repunte potencial que podría mostrar la inflación, dado el incremento que siguen mostrando los precios del crudo en 3T23 (ver “Recalibrando el nivel de tasas de interés”). Sin embargo, existen otros factores, tanto de carácter estructural como técnico, que podrían generar presiones adicionales sobre las tasas de interés en el mediano plazo.

Entre los factores que se analizarán en este documento se encuentran: i) incertidumbre fiscal en EE.UU. es mucho mayor a la de sus pares; ii) presiones adicionales sobre la prima a término; iii) determinantes de las tasas de interés siguen muy subvalorados; iv) incertidumbre sobre la demanda de deuda estadounidense, en un contexto de mayor emisión de deuda; y v) factores de liquidez que se acentúan estacionalmente durante el segundo semestre de cada año.

### Promedio intereses deuda versus Tesoros 10 años



Fuente: Congressional Budget Office (CBO); Fed; *The 2023 Long Term Budget Outlook* | Años fiscales. |  
 \*El tipo de interés medio de toda la deuda federal en manos del público es igual a los pagos netos de intereses del año en curso divididos por la deuda en manos del público a finales del año anterior. Intereses como proporción del PIB.

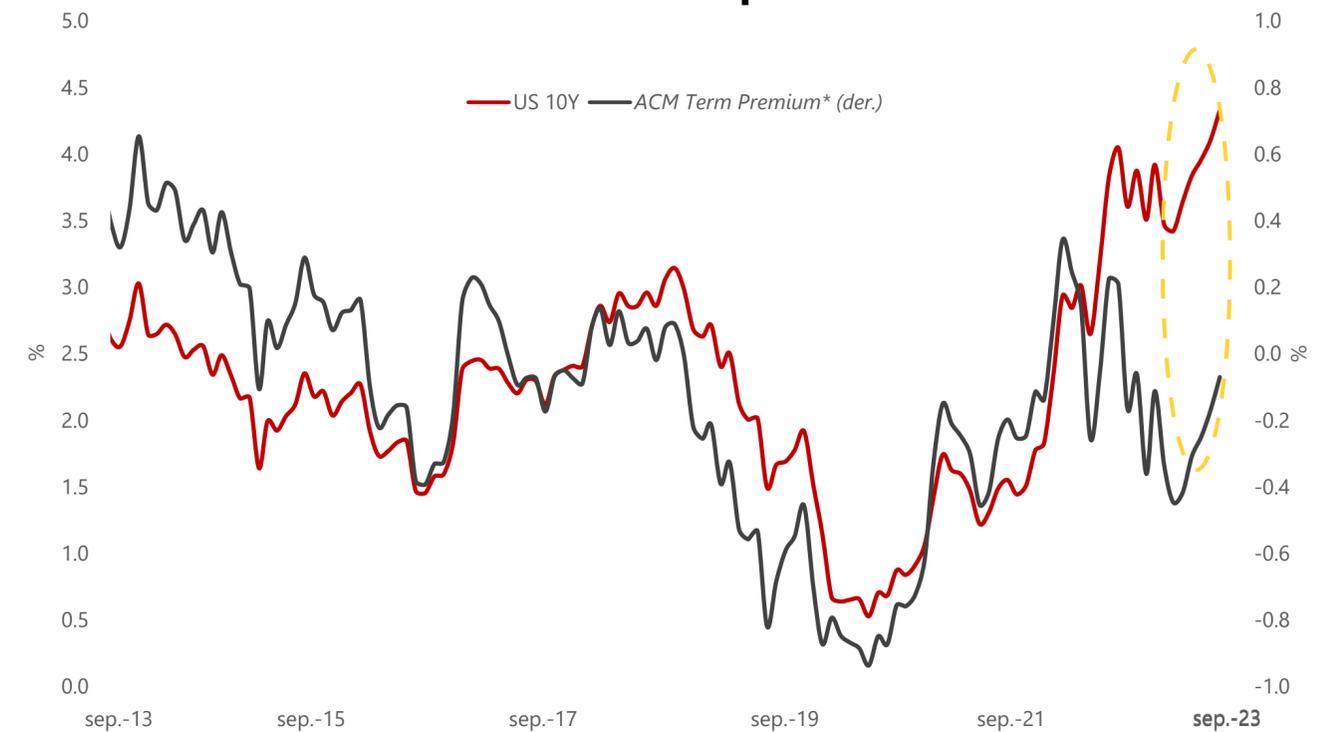
### Prima a término de los Tesoros seguirá subiendo

En la última década, la prima a término de los Tesoros había estado relativamente estable, y si se compara con los niveles vistos en la década de los 80, este indicador se había mantenido muy por debajo de esa media; factor que generó que los bonos estadounidenses no presentaran incrementos relevantes en los últimos años. Lo anterior se explicó en gran medida por la estabilidad que mostró la inflación y sus expectativas en los últimos 30 años; y también a una relativa fortaleza de sus métricas fiscales durante el mismo periodo de tiempo.

Sin embargo, las presiones inflacionarias actuales y la incertidumbre a nivel de tasa de política han influido en el paulatino incremento que ha mostrado la prima a término en lo corrido de este año, la cual podría acentuarse en los próximos meses. Factores como la volatilidad y la liquidez del activo influyen directamente sobre la prima a término. En el caso de la volatilidad (índice MOVE), se observa que sigue estando en niveles elevados; mientras que a nivel de liquidez

(oferta y demanda), los bonos americanos siempre han experimentado un apetito importante por parte de los inversionistas. Sin embargo, el escenario actual es diferente, dado que se está materializando un escenario en el cual se dará una mayor emisión de deuda, en medio de una menor demanda de bonos por parte de los inversionistas más estructurales, como China o la Fed.

**Prima a término de Tesoros seguiría subiendo en el corto plazo**



Fuente: Bloomberg y Fed de Nueva York. | \*El rendimiento del ACM se obtiene a partir del modelo descrito en Adrian, Crump y Moench (2013). | Cálculos: Davivienda Corredores.

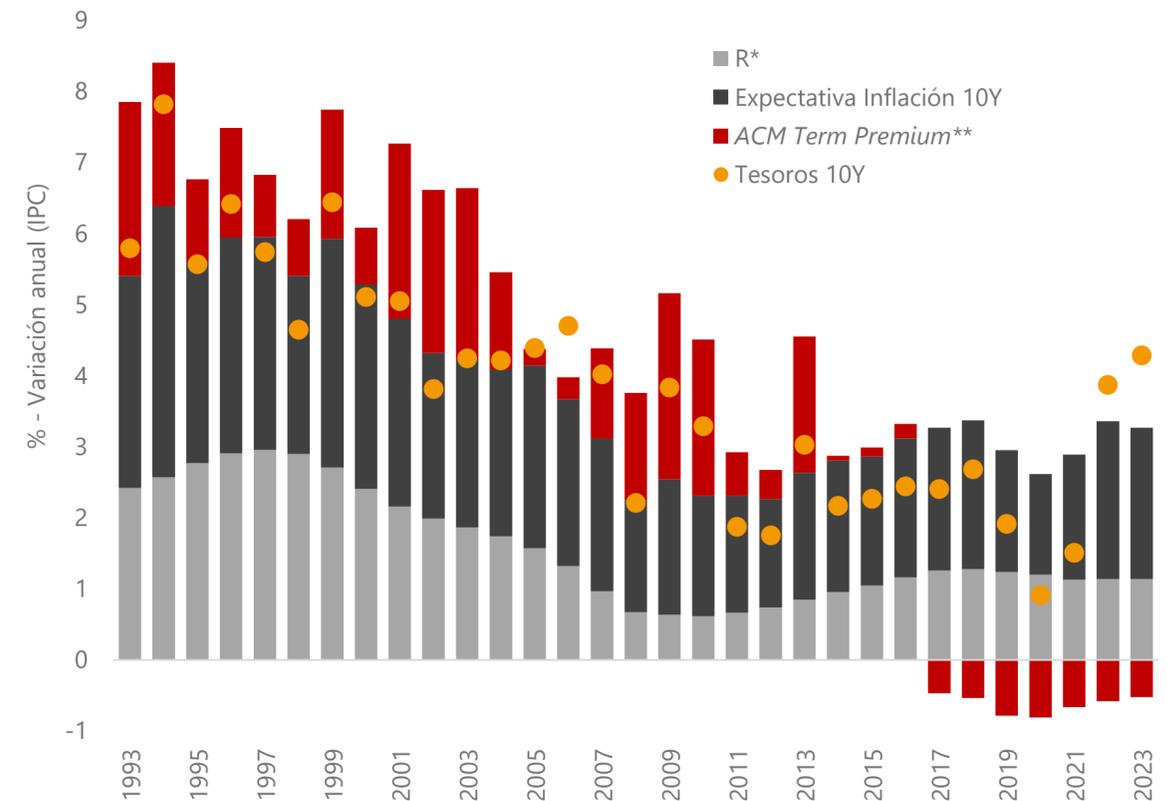
## Tesoros se mantendrían por encima del 4%

Al realizar la descomposición de la tasa de los Tesoros americanos a 10 años, se observa que el sesgo sigue siendo al alza. En primer lugar, las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen por encima del 2%. Al revisar tanto las expectativas de los analistas como la del *staff* técnico de los bancos regionales de la Reserva Federal, se vislumbra un nivel cercano al 2.5%.

En el caso de la tasa de interés natural ( $R^*$ ), al revisar la última actualización del modelo de Laubach-Williams se observa que el nivel del  $R^*$  estaría cerca al 1.2%. No obstante, la actual presión fiscal en EE.UU. generaría un incremento adicional sobre esta tasa en el corto plazo. Finalmente, la prima a término, revisada a partir del modelo ACM, aún se mantiene muy rezagada, tal y como mencionamos anteriormente. Sin embargo, los riesgos asociados a la inflación, a la volatilidad y a la liquidez de este mercado, podrían comenzar a incorporarse sobre esta métrica, ubicando nuevamente este indicador en niveles superiores al 1%.

**Bajo ese escenario, el nivel máximo de los Tesoros alcanzaría 4.75% - 5.00%, el cual podría ajustarse a la baja en escenarios de alta volatilidad. Sin embargo, dadas las condiciones actuales, creemos que difícilmente se podrían ubicar por debajo de 4% en el corto plazo.**

Descomposición de la tasa de los Tesoros americanos a 10 años

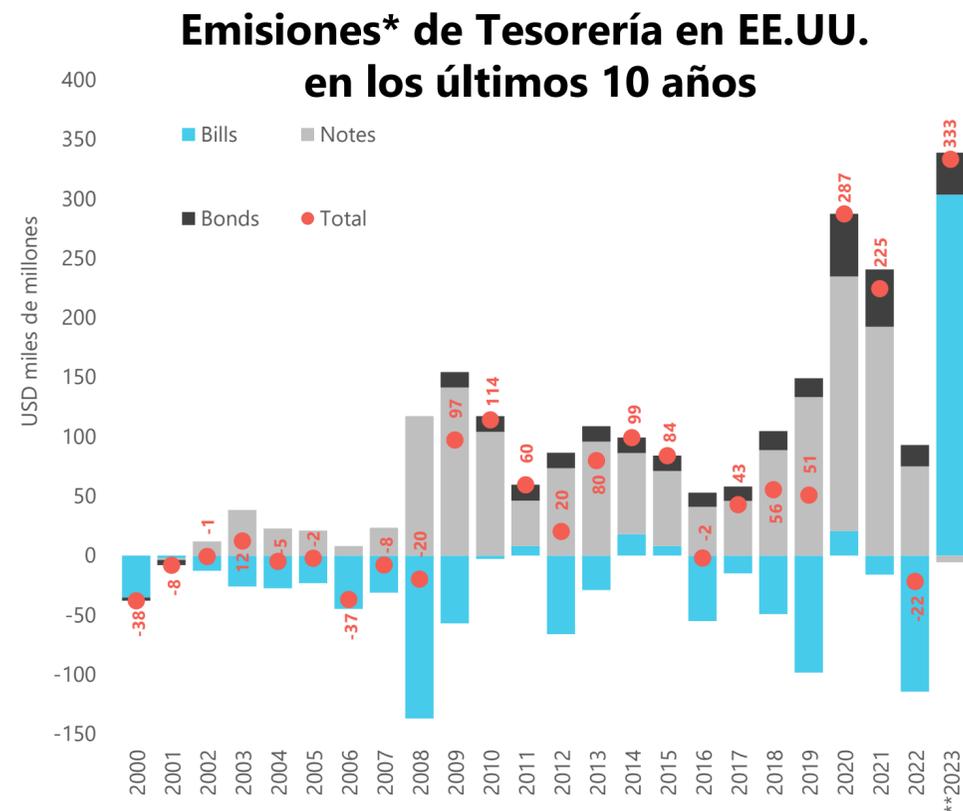


Fuente: Bloomberg, FRED, y Fed de Nueva York. | \*Tasa interés natural se calcula con el modelo de Laubach-Williams (2003). | \*\* Las primas por plazo del ACM se obtienen a partir del modelo descrito en Adrian, Crump y Moench (2013). | Expectativas de inflación tomadas de la Fed de Cleveland. | Cálculos: Davivienda Corredores.

## EE.UU. se está financiando a muy corto plazo

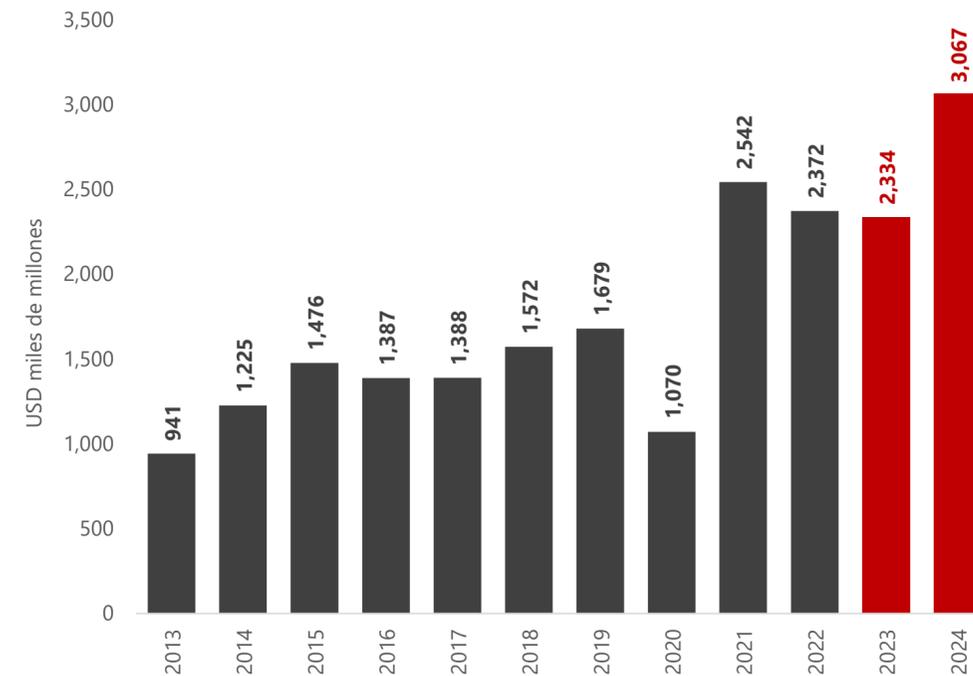
Estados Unidos anunció un incremento en sus subastas de bonos para agosto, concentrado en un 60% en papeles de largo plazo. Sin embargo, este año la mayor oferta se ha concentrado en T-Bills (títulos de corto plazo), factor que incrementa los riesgos de refinanciación para 2024. Sin embargo, la carga de esta deuda de corto plazo como proporción del PIB, se mantiene en 28%, desde el 17% y 20% antes de la pandemia. Esto último podría seguir aumentando, debido al desmonte progresivo que viene haciendo la Fed sobre su hoja de balance.

Esto último sugiere que las presiones de oferta en la deuda de EE.UU. deberían mantenerse en los próximos años, lo cual implicaría niveles de tasas de interés más elevados. Según la proyección de J.P. Morgan sobre la emisión de Tesoros para 2024, la oferta bruta, en términos de duración, aumentaría hasta USD 3.1 billones equivalentes en bonos a 10 años, lo cual equivaldría a un aumento del 31% frente a las estimaciones de 2023. Bajo este escenario, EE.UU. seguiría incrementando su emisión de deuda en el corto plazo, afectando aún más sus métricas fiscales.



Fuente: Bloomberg | Bills: Papeles de 0 a 2 años; Notes: bonos de 3 a 10 años; y Bonds: bonos de más de 10 años. | \*Emisiones netas de deuda. | \*\* Datos al corte de agosto. | Cálculos: Davivienda Corredores.

### Saldo de emisión bruta de deuda en Tesoros\*

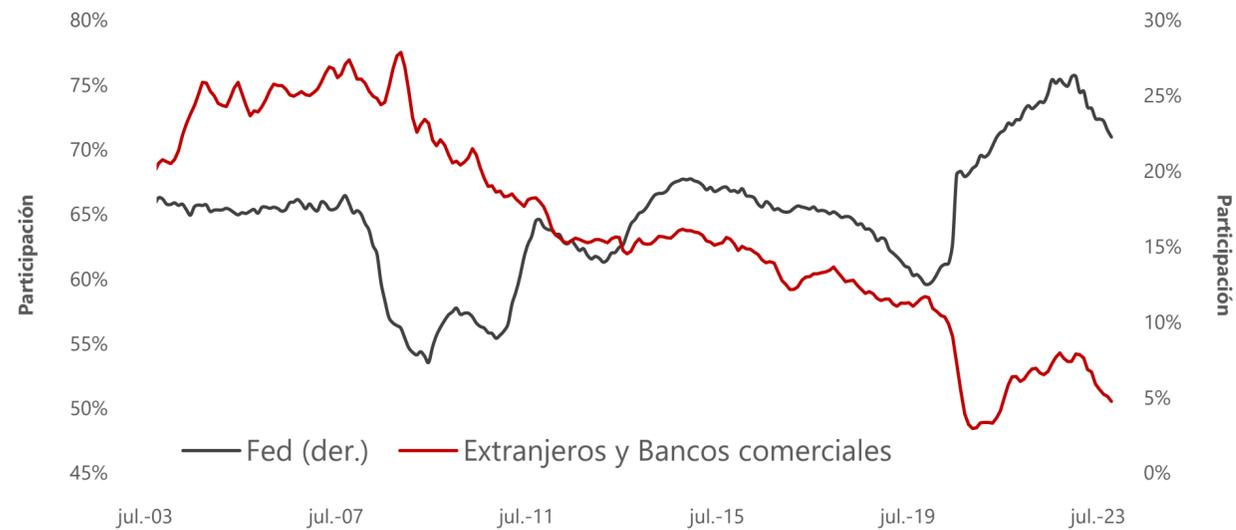


Fuente: J.P. Morgan. | \*Oferta bruta duración Tesoros | Miles de millones de dólares equivalentes en Tesoros de 10 años

## Mientras la demanda se trasladará hacia especulativos...

Los agentes más relevantes en las tenencias de Tesoros en la última década han sido la Fed, los bancos comerciales y los extranjeros. Esto ha sido favorable para el Tesoro, dado que estos agentes tienden a no ser especuladores y tampoco son tan sensibles a cambios en los precios de los bonos. Sin embargo, la dinámica de compra de estos tres agentes ha sido muy inferior en comparación a la oferta disponible de papel de este año. Al revisar la participación histórica de los tres agentes como proporción del saldo total, se observó una reducción de más de 5 p.p.

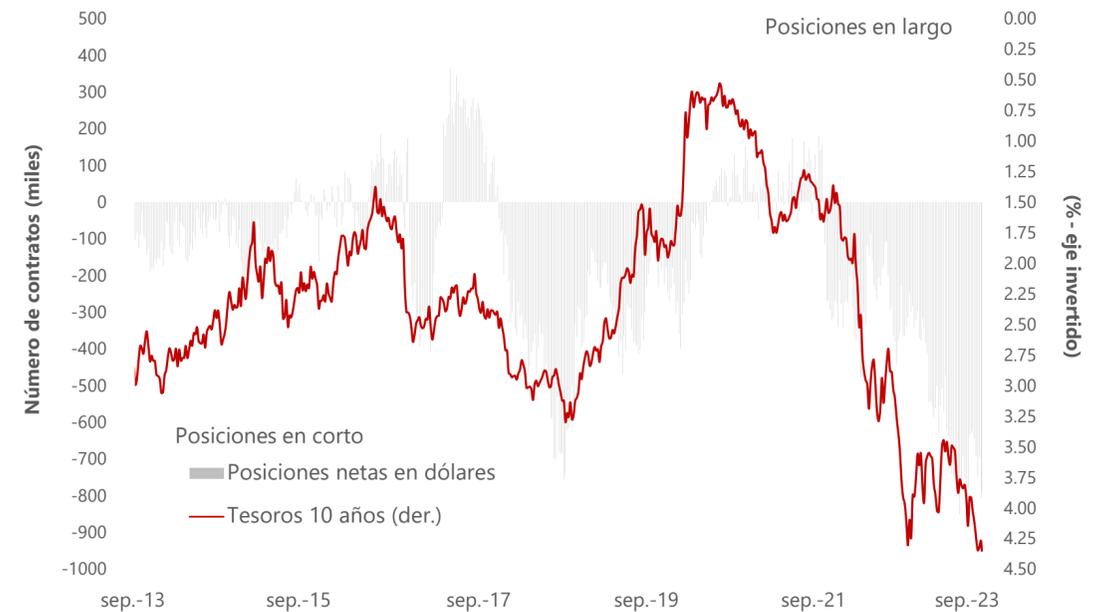
**Participación agentes sobre el total de la deuda en Tesoros**



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED) y Bloomberg. | Cálculos: Davivienda Corredores.

Bajo estas circunstancias, agentes como los administradores de activos, los fondos apalancados y de pensiones, que son más sensibles a cambios vía precio, posiblemente serán los que deberán absorber, en una mayor proporción que antes, las emisiones de deuda. Esto podría generar mayor volatilidad sobre las tasas de interés de los Tesoros; y representa un riesgo considerable sobre la capacidad de colocar deuda, a tasas de interés favorables para EE.UU. en el 2024.

**Posiciones de los fondos de cobertura sobre Tesoros**



Fuente Bloomberg. | Cálculos: Davivienda Corredores.

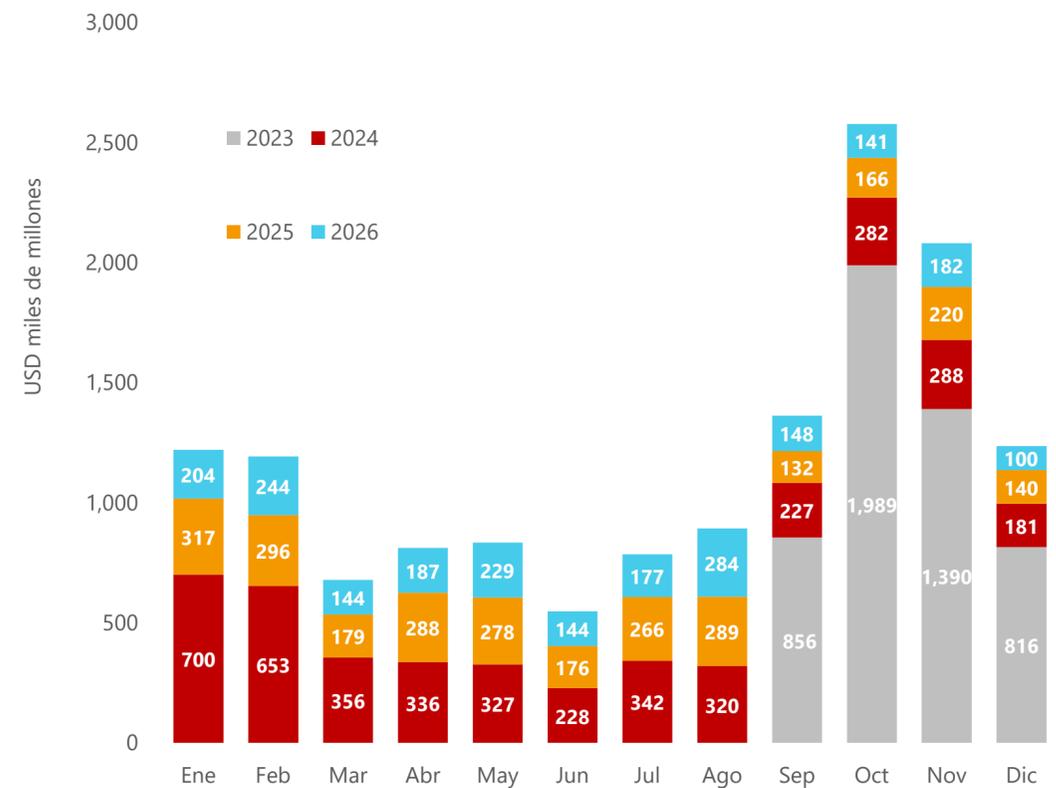
## Riesgo de refinanciamiento mitiga el de reinversión

Al revisar el perfil de deuda del Tesoro de EE.UU., se vislumbran altos vencimientos en los próximos 6 meses, donde sobresalen octubre y noviembre de 2023 (por más de USD 3 billones, en conjunto). Lo anterior explica, en cierta medida, la fuerte emisión de deuda en bonos de corto plazo que ha realizado EE.UU. El plazo del endeudamiento se explica por las elevadas tasas y la poca disposición de compra que han mostrado los agentes que demandan papeles de más largo plazo.

Bajo este escenario, las emisiones de corto plazo han servido para atraer recursos de los *Money Markets Funds*, los cuales empezaron a retirar sus recursos de las ventanillas de contracción de la Fed (RRP, por sus siglas en inglés). Aproximadamente, los recursos que se han retirado del RRP en lo corrido de 2023 superan los USD 400 mil millones. Adicionalmente, cerca del 60% de las emisiones de bonos de corto plazo han sido adquiridas por estos fondos, ejemplificando la importancia en la financiación de EE.UU. de estos fondos. Sin embargo, la necesidad de estar refinanciando la deuda de manera constante a plazos cortos

podría generar una presión adicional sobre las tasas de interés, similar a lo que ocurrió en Colombia con las tasas corporativas en 2022 y 2023. Bajo este escenario, es factible ver que las tasas de interés se mantengan presionadas en 2024.

**Perfil de vencimientos del Tesoro de EE.UU. por meses**



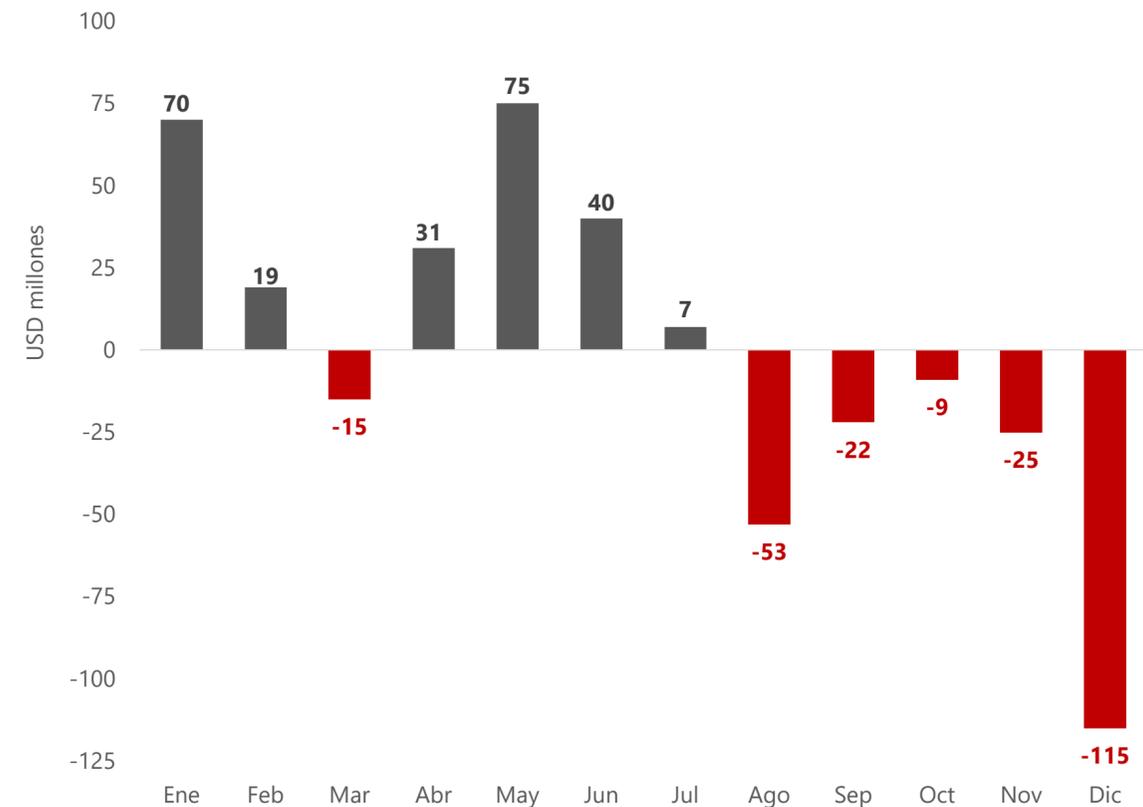
Fuente: Refinitiv Reuters. | Cálculos Davivienda Corredores.

## Liquidez podría presionar las tasas de los bonos en 4T23

Otro factor que tiende a generar presiones adicionales sobre las tasas de interés de los bonos estadounidenses es el deterioro de la liquidez, el cual tiende a generarse de manera estacional durante el segundo semestre de cada año. El siguiente gráfico muestra la profundidad total del mercado de bonos del Tesoro por mes, analizando cada mes en comparación con el promedio de 2017-2022 (excluyendo 2020).

El gráfico muestra que, en promedio, el segundo semestre es el más débil para la liquidez del mercado de bonos del Tesoro. Por lo tanto, si hay otra ronda de liquidación a largo plazo, la débil liquidez podría exagerar cualquier movimiento en los próximos meses. Esto adquiere más relevancia al observar la fuerte posición en corto sobre Tesoros por parte de los fondos de cobertura en lo corrido de 2023, los cuales alcanzan niveles no vistos desde 2017. Pues en la medida que las posturas en corto sigan aumentando, y las tasas de interés sigan subiendo, las posturas largas que existan podrían seguir cerrándose; y, ante una menor liquidez, los ajustes sobre los tipos de interés podrían ser mayores.

**Profundidad total del mercado de bonos del Tesoro\***



Fuente: J.P. Morgan. | \*La profundidad de mercado es la suma de las tres ofertas y demandas por posición en cola, promediada entre las 8:30 y las 10:30 de la mañana. Es la suma de la profundidad a 2, 5, 10 y 30 años en equivalentes a 10 años. | Desviación promedio mensual del periodo (2017-2022, excluyendo 2020). | Cálculos: Davivienda Corredores.

## Deuda corporativa *High Yield* y emergente sobresalieron en 2023

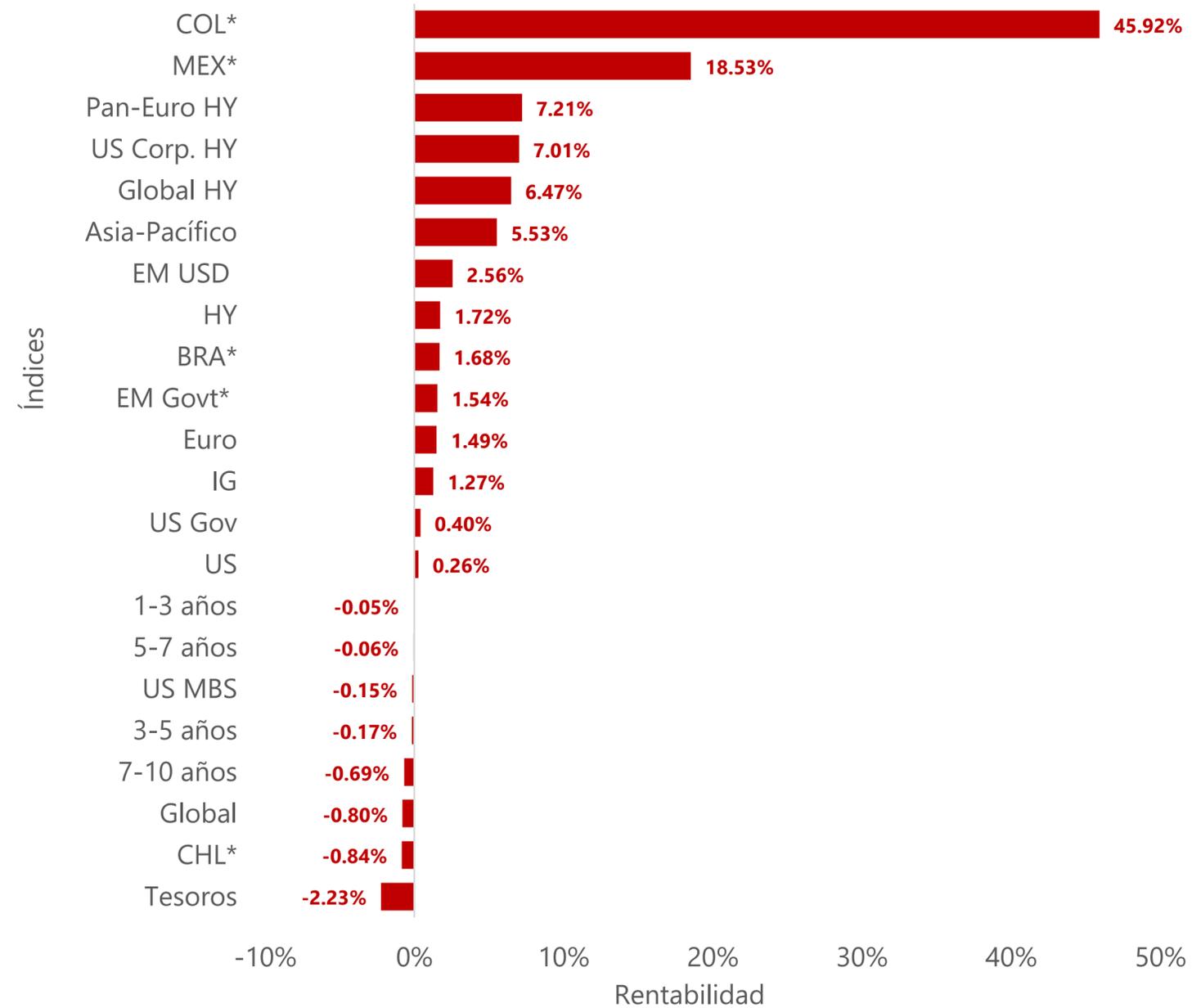
En lo corrido de 2023, los índices de renta fija a nivel mundial que mejor desempeño han tenido son los que están asociados a economías emergentes y también al corporativo especulativo *High Yield (HY)*. Lo anterior se debe, en primer lugar, a la expectativa del inicio de recortes de tasas de interés en emergentes; pero también a la valorización que mostraron estas monedas, factor que favoreció notoriamente a Colombia y a México.

En el caso de los corporativos HY, la valorización se ha dado porque los inversionistas han buscado protección a la fase de aumentos de tasas, a través de mayores tasas de rendimiento, lo que ha estado favorecido por una dinámica estable de la economía global. Esto, a su vez, se ha traducido en precios altos de las materias primas, ayudando al desempeño financiero de muchas de estas compañías.

En contraste, la deuda desarrollada, tal y como mencionamos al inicio de esta sección, ha sido la de peor desempeño. Sin embargo, dadas las condiciones restrictivas de la política monetaria global; y el efecto negativo que esto podría empezar a tener sobre el sector corporativo, es factible que se dé una recomposición de los portafolios hacia deuda soberana en 2024.

*Rendimiento bonos HY desarrollados en 2023* **7.00% - 7.15%**

### Comportamiento índices de renta fija mundial en 2023



Fuente: Bloomberg. | Rentabilidad año corrido hasta el corte del 15 de septiembre de 2023. | HY: High Yield; |\*LC: Local Currency; | IG: Grado de Inversión; y | EM: Emergente| Los índices se tomaron en su gran mayoría de la canasta de *Bloomberg Aggregate*.

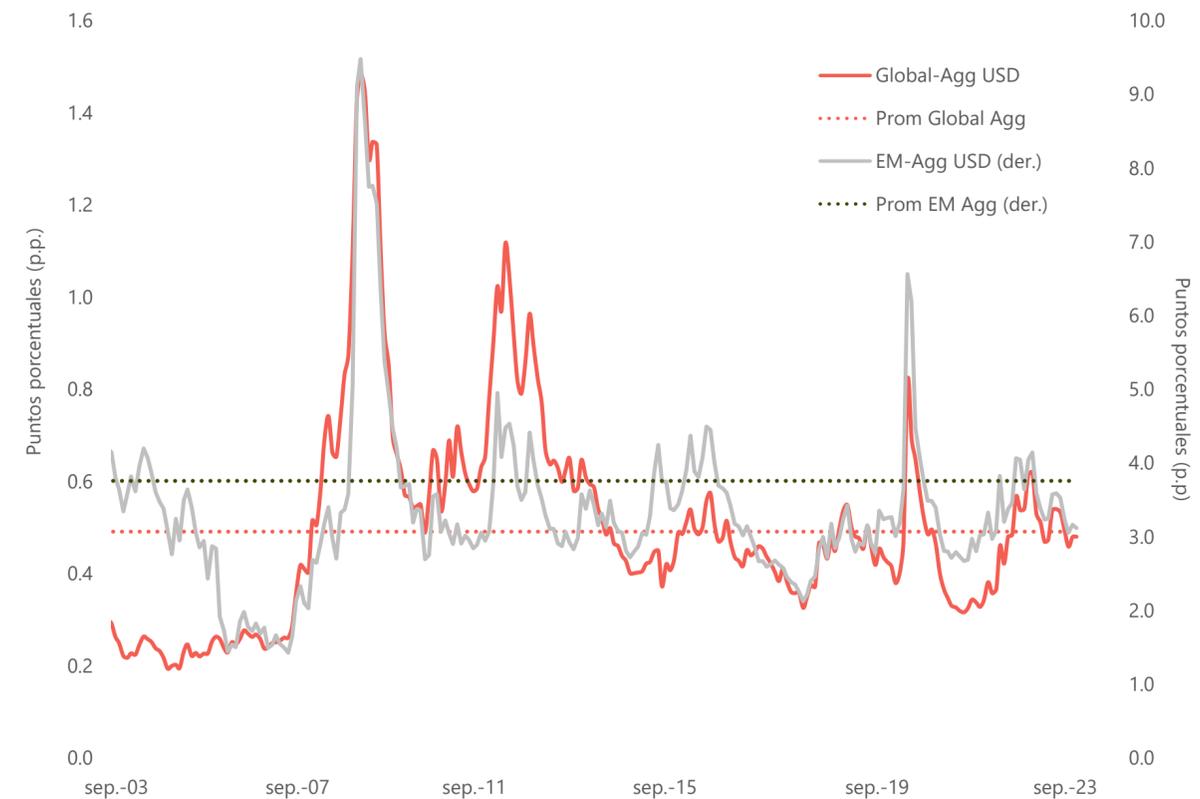
## Spreads de renta fija global, con muy poco espacio de ajuste

Los diferenciales de la renta fija en dólares frente a los Tesoros se han reducido en lo corrido de 2023. Tanto el índice de deuda global (*Global Aggregate*) como el de economías emergentes (*Emerging Aggregate*) han registrado reducciones en su nivel de volatilidad en lo corrido de 2023 (20 y 100 pbs, respectivamente). Sin embargo, esto se debe en una gran medida a la desvalorización que han mostrado los Tesoros.

Si bien a nivel técnico, ambos diferenciales se ubican en su promedio de largo plazo, en el caso de la deuda emergente el ajuste ha sido mucho mayor, teniendo en cuenta el positivo desempeño que han tenido estos activos en lo corrido de 2023. Sin embargo, creemos que la ampliación de los *spreads* estará supeditada al nivel terminal de la tasa Fed en el corto plazo. **En este sentido, es muy probable que estos diferenciales, particularmente sobre la deuda desarrollada, les quede un margen de reducción adicional de 30-60 pbs en el corto plazo.**

Sin embargo, esto indica que en los próximos meses la probabilidad de observar un incremento en los diferenciales por las presiones que generarán los elevados tipos de interés aumenta.

### Spreads índices RF desarrollados y emergentes en dólares\*



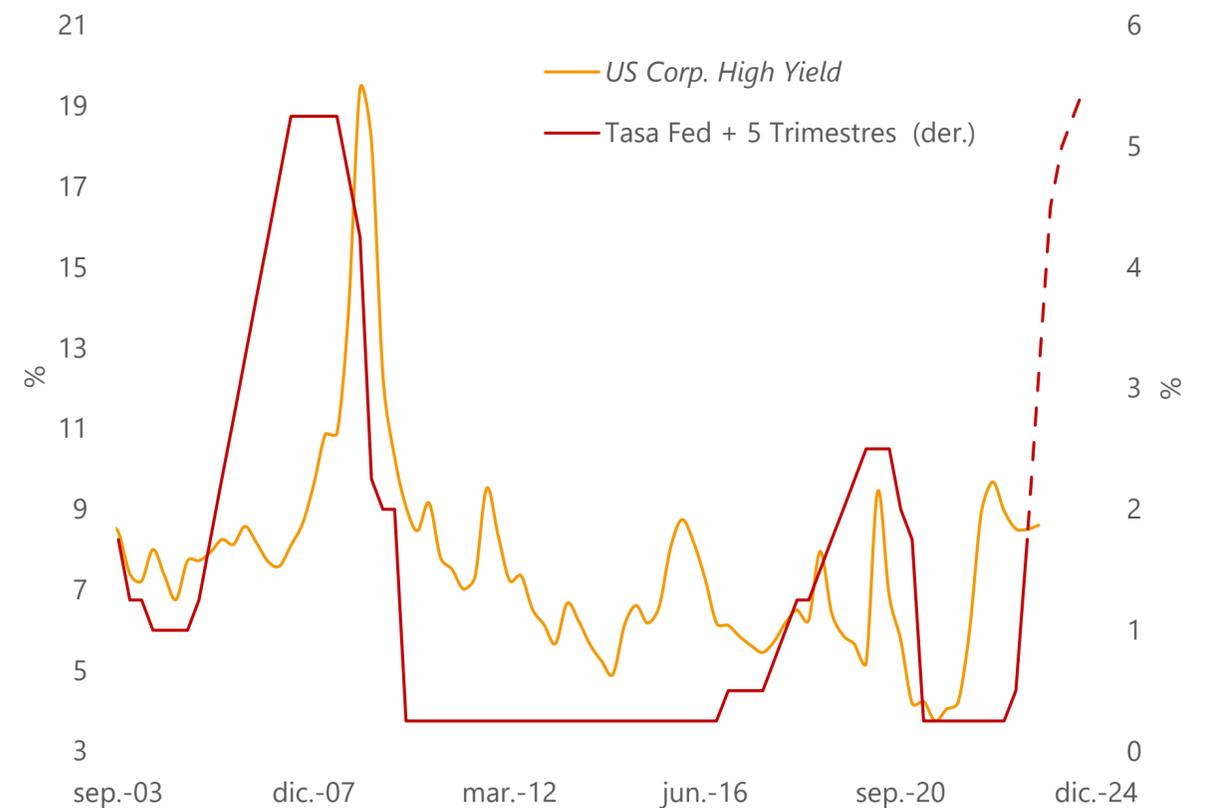
Fuente: Bloomberg. | \*Diferencial OAS. | Gráficos: Davivienda Corredores.

## Riesgo de deterioro en capacidad de pago podría presionar la deuda corporativa en 2024

Al comparar los diferenciales y las tasas de interés de los índices de deuda corporativa en desarrollados y en emergentes con su historia, se podría argumentar que existen niveles aún favorables para los corporativos desarrollados. Sin embargo, creemos que el nivel actual de ambos tipos de deuda podría empezar a mostrar presiones alcistas en 2024.

Al revisar la influencia que tiene la tasa de política monetaria de la Fed sobre la rentabilidad de los bonos corporativos, se observa que, cuando inicia el periodo de estabilidad de tasas de interés en EE.UU., los *spreads* tienden a ampliarse por el efecto negativo que genera la persistencia de tasas altas sobre el sector corporativo. Si bien este efecto no se sintió en 2023, es factible que en 2024 sea distinto. Lo anterior teniendo en cuenta que, según la Fed de Boston, el incremento de tasas demora 5 trimestres en materializarse. Es decir que el efecto de la tasa al 5% o superior se sentiría a partir de 1T24, algo que posiblemente presione las tasas de los bonos corporativos.

### Deuda Corp. *High Yield* versus tasa de política de la Fed



Fuente: Bloomberg. | Gráficos: Davivienda Corredores. | Tasa Fed con un lag de 5 trimestres

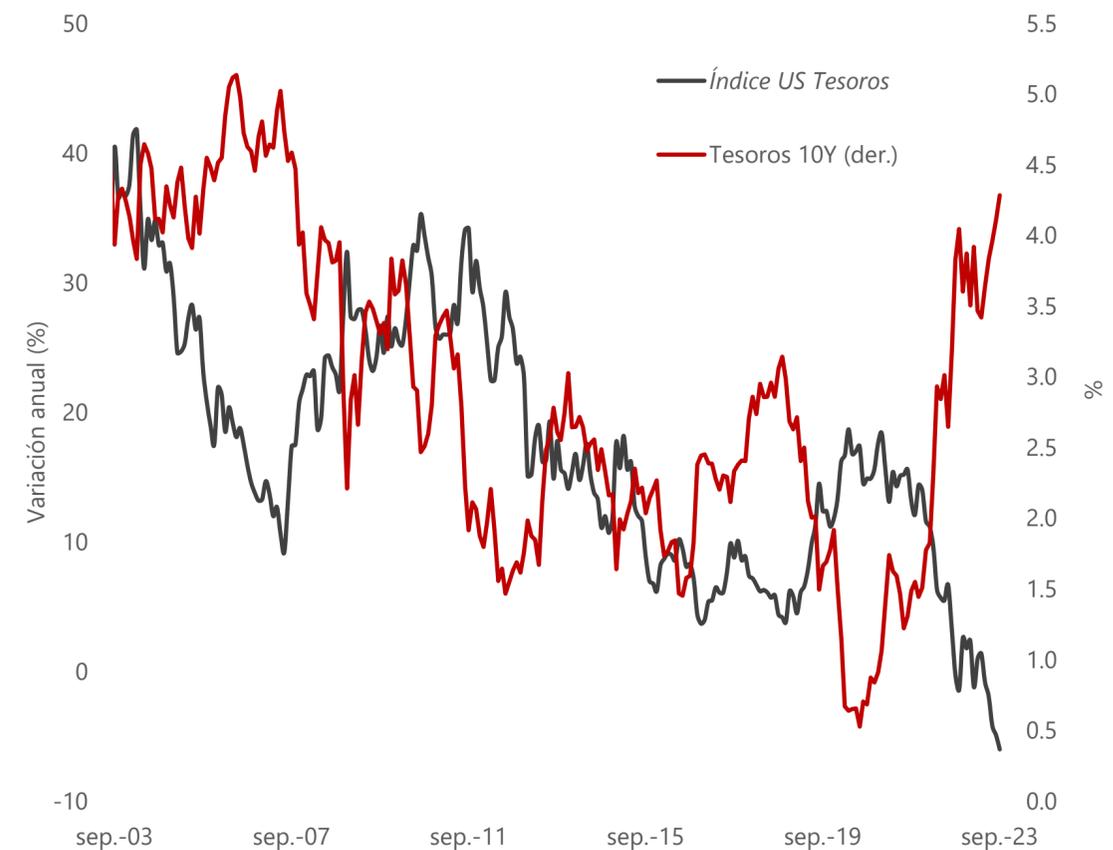
### Valor de deuda soberana desarrollada estará en el carry

Bajo este escenario, la deuda soberana desarrollada toma mucho más atractivo para el próximo año, tal como lo expusimos previamente. Existen ciertas opciones más atractivas frente a los Tesoros americanos, al menos en el corto plazo, pero incluso la deuda norteamericana de plazos no muy largos parece interesante. Nuestro foco será el nivel máximo de tasa que mostrará la deuda europea y estadounidense y la persistencia que esta podría tener durante 2024.

Al revisar la rentabilidad del índice *Bloomberg US Treasury*, se observa que, en la rentabilidad acumulada de 3 años, la pérdida del índice supera el 6%, siendo este el nivel más grande observado en los últimos 20 años. Adicionalmente, al revisar de manera anual la rentabilidad de los Tesoros, este sería el tercer año consecutivo en materializarse una pérdida en este activo.

Sin embargo, creemos que a pesar del riesgo de ver los Tesoros a 10 años cerca del 5%, la persistencia de estas tasas en esos niveles hará interesante la inversión en estos papeles durante 2024. Más aún si se tiene en cuenta que, el efecto real de la actual postura monetaria se sentiría a partir de 1T24.

**Rentabilidad acumulada de los índices de Tesoros**



Fuente: Bloomberg. | Rentabilidad acumulada 3 años del índice US Tesoros. | Gráficos: Davivienda Corredores.

## Renta fija colombia

# > ¡Por un segundo año positivo!

- La renta fija local, tanto pública como corporativa, ha tenido en 2023 la mejor rentabilidad anualizada de los últimos 10 años. Este comportamiento positivo podría continuar en 2024.
- Colombia continúa mostrando mejoras progresivas a nivel inflacionario, de desbalance externo y, en cierta manera, a nivel fiscal. Esto podría contribuir no solo a una entrada mayor de flujos hacia deuda; sino también podría favorecer el inicio del recorte de tasas de interés.
- La curva de rendimientos local podría mantener, en el corto plazo, cierta estabilidad en los niveles de empinamiento actuales. Sin embargo, en 2024 el mayor empinamiento podría venir de: i) recortes de tasa del Banrep y ii) presiones al alza por el comportamiento de los bonos del Tesoro.
- El margen de valorización de la deuda corporativa dependerá del ajuste adicional que muestre la curva TES en el corto plazo. Esto debido a que los diferenciales se apretaron en las últimas semanas.

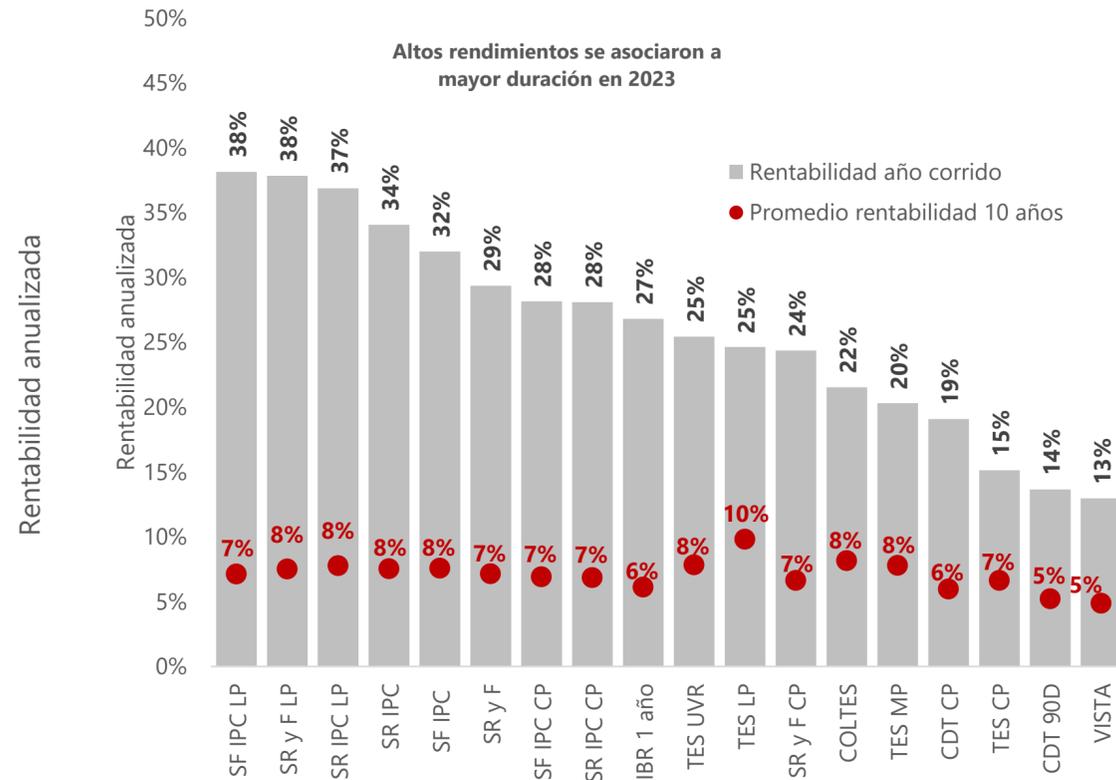
## Un año positivo para la renta fija local. ¿Vendrá más?

En lo corrido de 2023, la deuda colombiana ha sido el activo de renta fija que mejor ha rentado a nivel global. Tal y como mencionamos en la sección internacional, esto se asocia tanto a la valorización de los papeles como a la apreciación del tipo de cambio.

Al evaluar el desempeño de diferentes alternativas de inversión en deuda colombiana, la tasa de retorno anual en lo corrido del año alcanza 32%. Adicionalmente, es claro que los títulos de más largo plazo fueron los que mejor comportamiento tuvieron. Lo anterior, muy en línea con nuestra perspectiva expuesta en El Libro 2023 (TES) y en Visión 2023 (deuda corporativa).

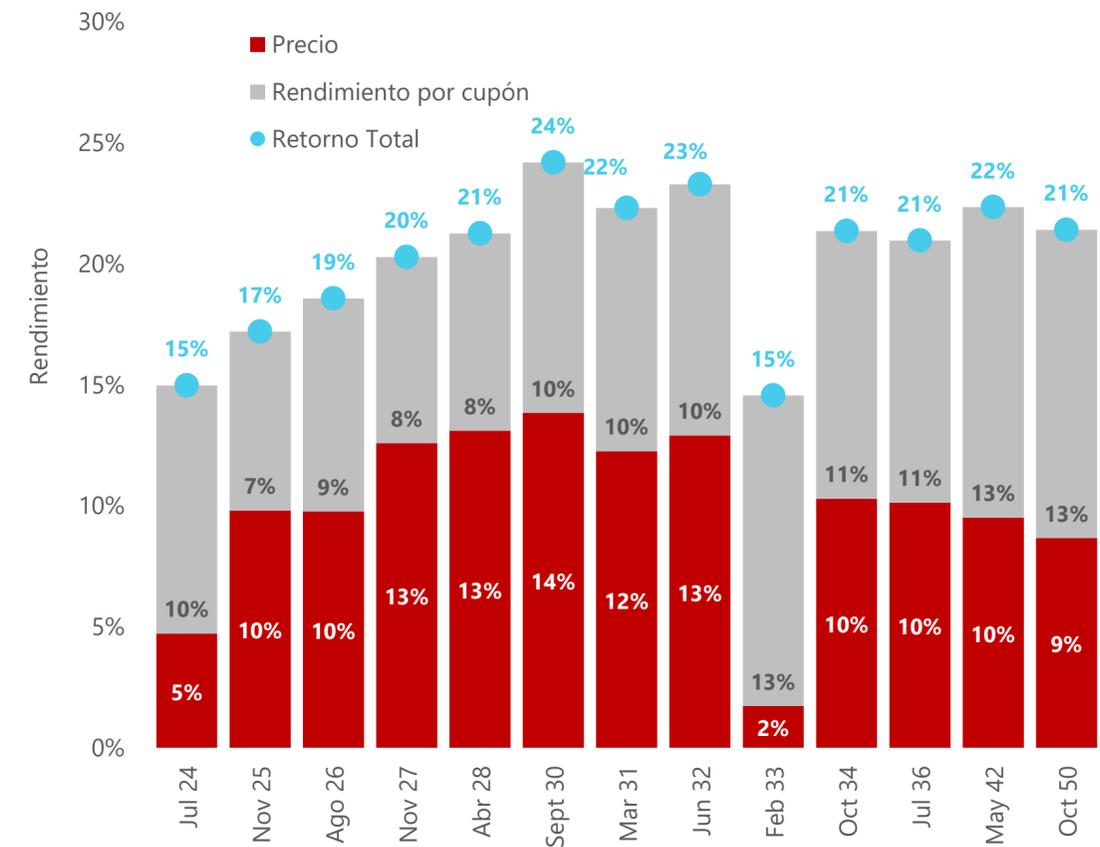
Al hacer un balance de factores a favor y en contra de la renta fija colombiana para 2024, consideramos que el comportamiento positivo se mantendrá, pero existen riesgos relevantes a considerar.

### Desempeño por activos locales de renta fija en 2023



Fuente: Grupo Bolívar, Vicepresidencia de Riesgos de Inversiones | Cálculos Davivienda Corredores. | SR: Sector Real; SF: Sector Financiero; LP: Largo Plazo; MP: Mediano Plazo; CP: Corto Plazo. | Para los CDT, CP va desde 91 días hasta 1 año. | Cifras al corte de 26 de septiembre de 2023.

### Descomposición retorno de los TES COP



Fuente: Bloomberg. | Rentabilidad al corte del 18 de septiembre de 2023 | Efectivo Anual. | Cálculos Davivienda Corredores.

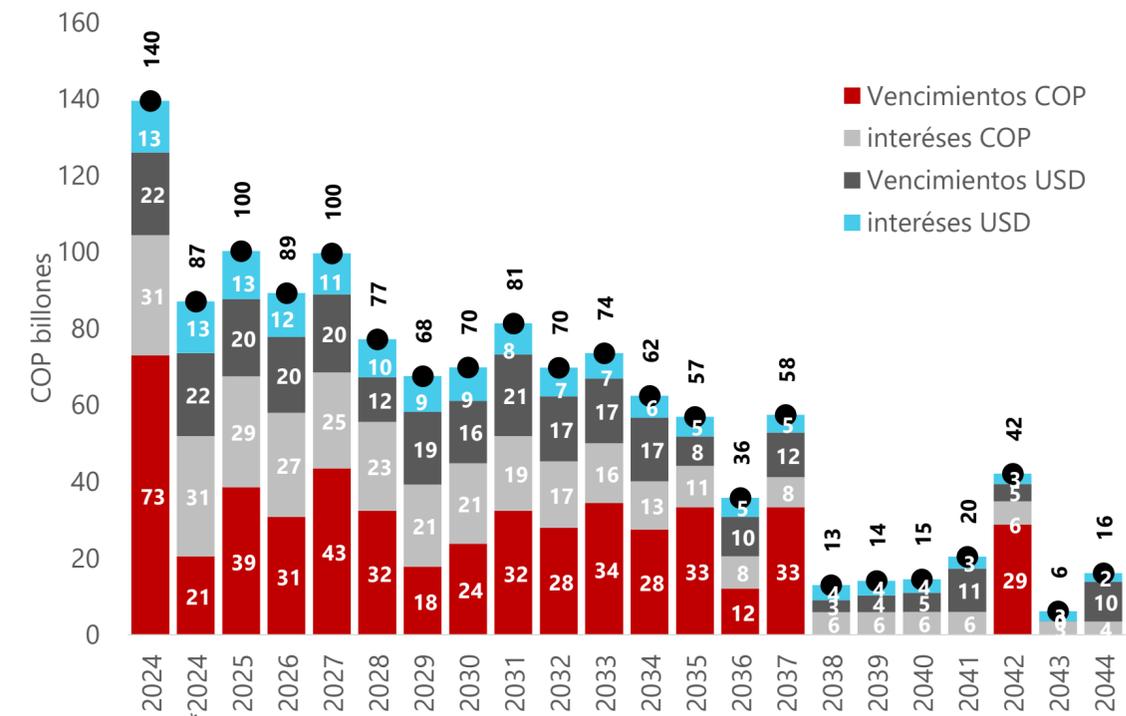
### Situación fiscal, el factor a monitorear en 2024

Entre 2024 y 2027, la Nación deberá pagar cerca de COP 96 billones anuales entre deuda local y externa. Sin embargo, es importante tener presente que el Gobierno tiene algunos compromisos adicionales que, aunque se pueden prorrogar en el tiempo, podrían elevar los compromisos a COP 140 billones en 2024: i) los Títulos de Solidaridad (TDS) por más de COP 9 billones, los cuales se podrán ir prorrogando por periodos de un año hasta 2029 y, ii) Pagars de Tesorería, que ascienden a más de COP 50 billones.

Del mismo modo, de acuerdo a los más recientes resultados de la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo, y la Gran Encuesta de Activos Financieros de Davivienda Corredores, el factor fiscal ha ganado relevancia entre los aspectos que los inversionistas consideran más importantes para tomar decisiones en un horizonte de 3 a 6 meses.

En línea con esto, de acuerdo con las cifras presentadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de 2023, los intereses internos como proporción del PIB subirán para 2024 hasta 3.3%, su nivel más alto en los últimos 10 años, algo que supone una limitación sobre el ajuste del nivel de la curva de deuda pública en el corto plazo.

**Perfil de vencimientos de la deuda pública colombiana**



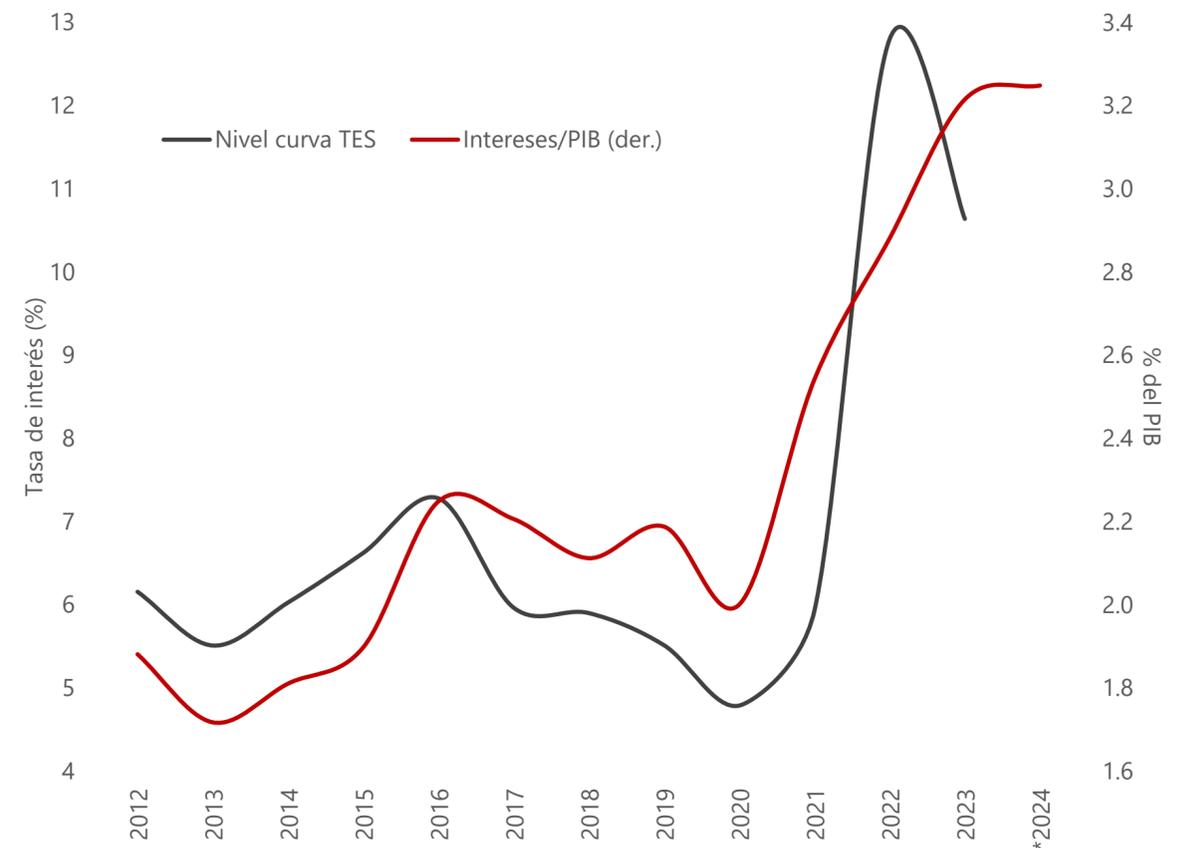
Fuente: IRC. | Cifras agosto de 2023. | Cifras en USD pasadas a pesos con la TRM promedio de agosto. |\*2024: Vencimientos sin los Títulos de solidaridad (COP 9.7 billones); Pagars de Tesorería (COP 51.6 billones); y Otros (COP 1.9 billones).

Por su parte, se destaca la corrección de la prima de riesgo país y el excelente apetito que mostraron las subastas de TES en 2023, las cuales finalizaron en la semana del 15 de septiembre con la colocación total de COP 34 billones, algo que evidencia el excelente apetito que tuvo la deuda pública local durante este año. Sin embargo, vale la pena mencionar que, en lo corrido de 2023, los Fondos de Pensiones, las Aseguradoras, el MinHacienda y el Banrep han sido los principales compradores de deuda local. Algo que contrasta con las ventas netas de los agentes extranjeros hasta el mes de agosto (COP 6.4 billones, la mayor venta en 10 años).

En todo caso, aunque la prima de riesgo se ha moderado en los últimos meses, al evaluar su comportamiento frente a los países pares de la región latinoamericana, observamos que todavía Colombia paga un diferencial de 150 pbs por encima de estos, un nivel superior a los 65 pbs de 2021 y primer semestre de 2022. Dejando claro que todavía la percepción de riesgo sobre el país se mantiene alta y continúa presionando el costo de financiación.

Para finalizar, según el MFMP 23, el *roll-over* de la deuda pasaría de 96.9% en 2022 a 65.6% y 60.7% en 2023 y 2024, respectivamente, siendo para el caso de 2024 el nivel más bajo en 10 años. Esto significaría una liberación de recursos superior a los COP 22 billones, algo que otorgaría liquidez al mercado de TES en el corto plazo, similar a lo que se ha observado en lo corrido de 2023.

**Nivel curva TES TF frente al ratio intereses/PIB**



Fuente: Bloomberg y MHCP. | Ratio calculado con los intereses sobre el PIB nominal de Colombia. |\* MFMP 2023.

## Inflación en Colombia se ajustará más rápido en 2024

La inflación en Latinoamérica se moderó notablemente en lo corrido de 2023. Luego del pico inflacionario observado en 2022, las métricas inflacionarias en la mayoría de los países de la región (con excepción de Colombia) se ubican cerca del rango superior de la meta de sus respectivos bancos centrales. Esto le permitió a Brasil, Chile y Perú, iniciar con el ciclo de normalización monetaria desde 2T23.

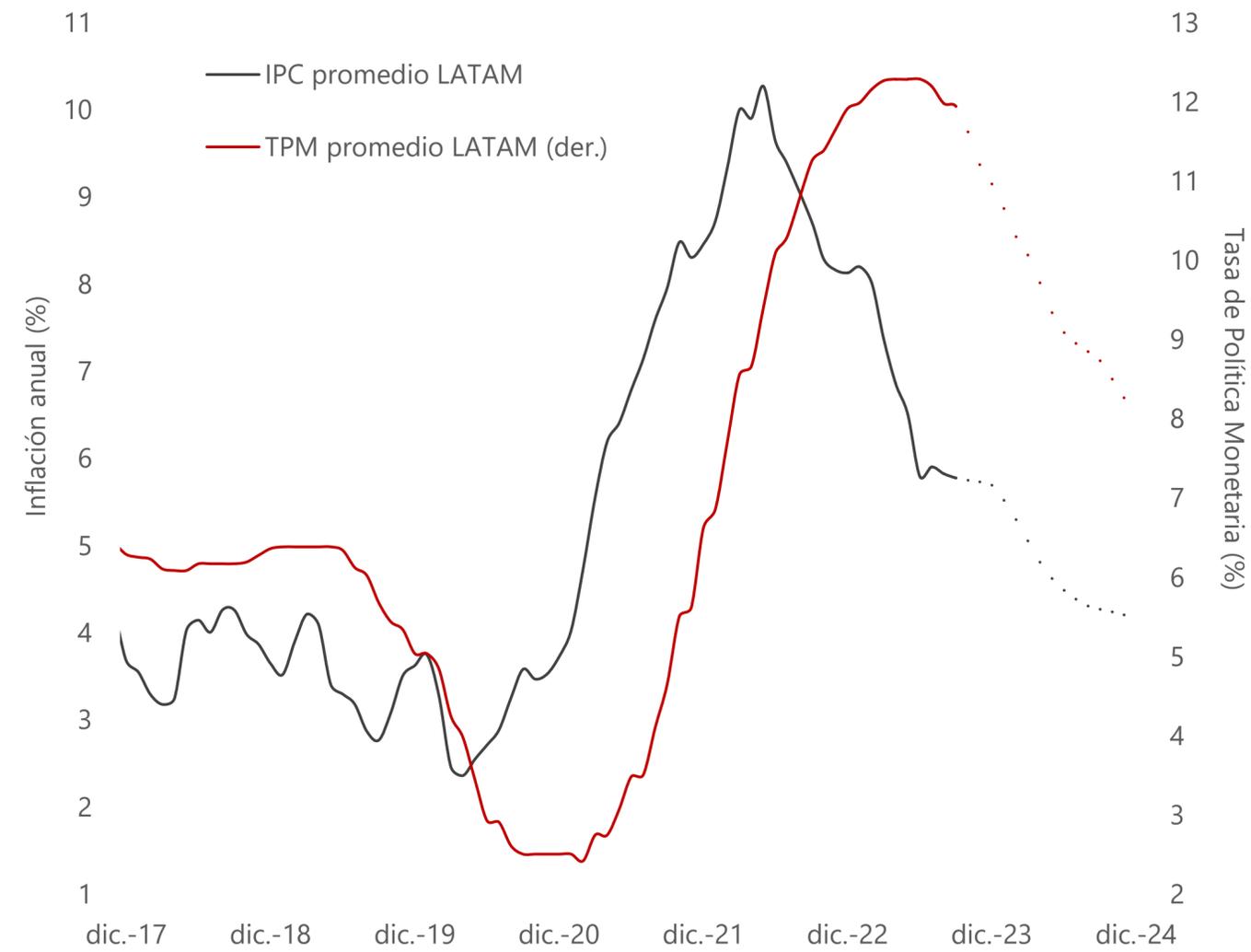
A nivel local, si bien la inflación ha empezado a mostrar ciertas reducciones, el efecto indexación y el aumento de los precios de los combustibles han moderado estos ajustes. Sin embargo, el nivel actual de la curva de TES COP incorpora una tasa de política monetaria al 9.75% -10.00%.

La lateralidad que ha mostrado la curva TES COP en lo corrido del tercer trimestre se asocia, en parte, a los riesgos que existen sobre la convergencia de la inflación hacia la meta, y también al aumento de las tasas de interés de los bonos soberanos en mercados internacionales.

Sin embargo, el escenario para 2024 se torna favorable. La inflación mostrará un ajuste importante durante el primer semestre, en gran medida por la alta base de comparación; pero también por la desaceleración del ciclo económico. **Bajo este escenario, es factible que los recortes de tasa de interés por parte de Banrep sean mucho más agresivos en 2024 que en lo que resta de 2023. Dado lo anterior, estimamos que el nivel de la curva de TES COP cerrará 2023 levemente por encima del 10%; mientras que en 2024 la curva podría ajustarse cerca al rango 8.25% -8.50%.**

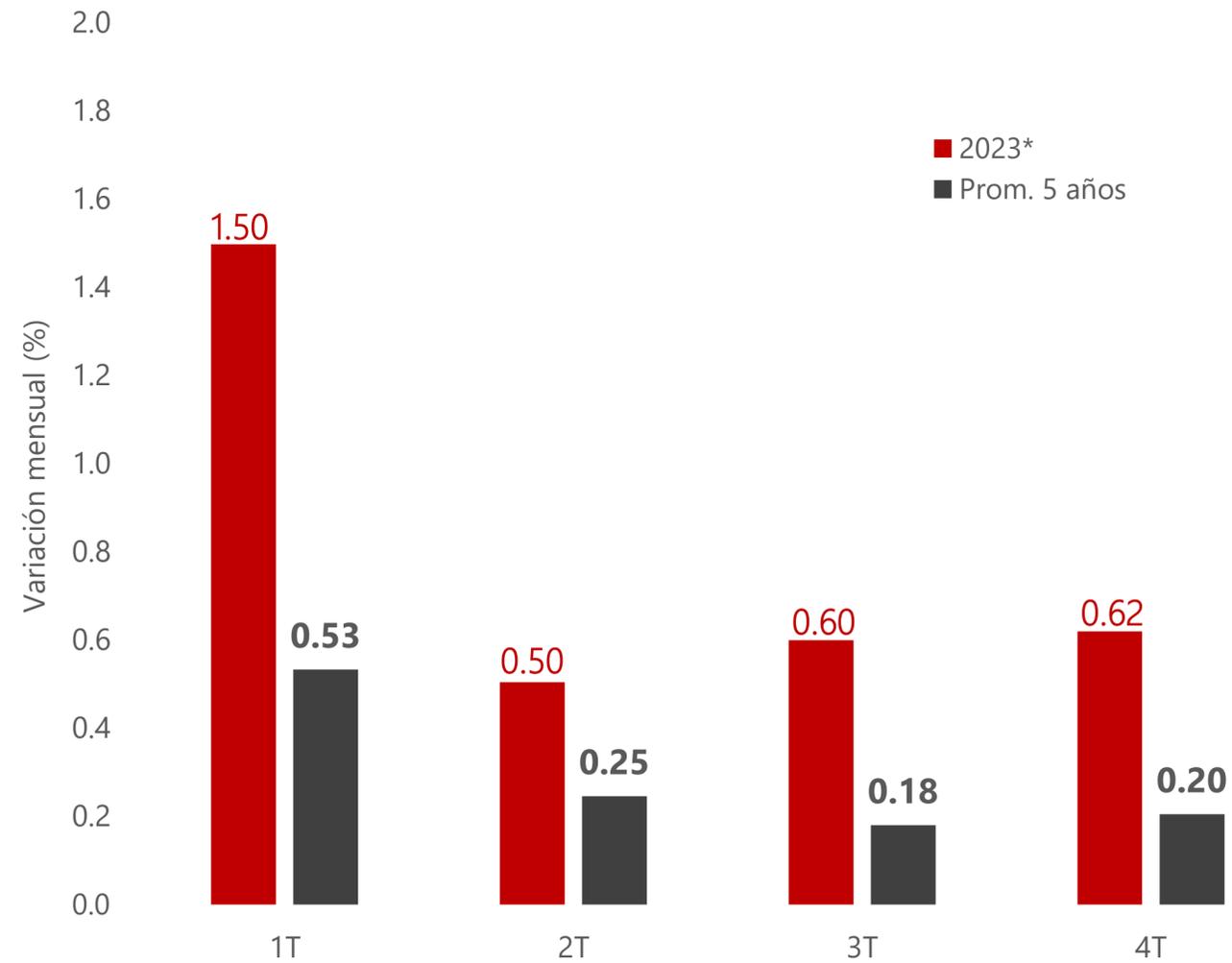
*Nivel promedio curva  
TES COP en 2024* **8.25% - 8.50%**

### Dinámica de la tasa de política monetaria y la inflación en LATAM



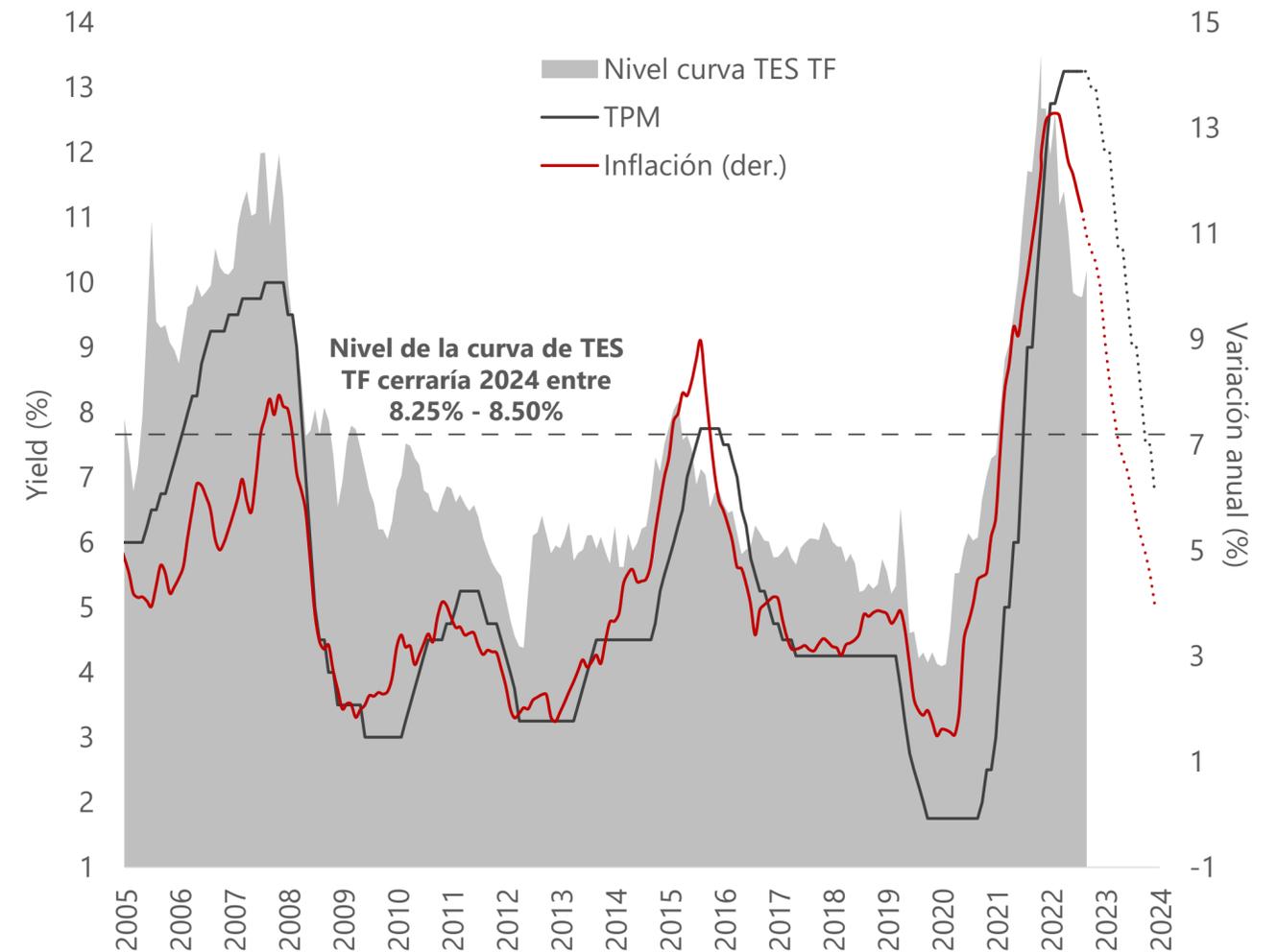
Fuente: Bloomberg y Refinitiv. | LATAM: Brasil, Chile, Colombia, Perú y México. | Gráfico realizado con el Promedio ponderado por el PIB. | Proyecciones tomadas de encuestas mensuales de Bloomberg y Refinitiv.

### Bases de comparación por trimestres del IPC total



Fuente: Bloomberg, DANE y Grupo Bolívar. |\* inflaciones mensuales promedio tomadas de la proyección de IPC del Grupo Bolívar al corte de septiembre

### Relación TPM - inflación versus nivel curva TES TF



Fuente Bloomberg, DANE y Banrep. | Senda IPC y de Tasa de Política Monetaria (TPM) tomada del Grupo Bolívar.

## Corrección en déficit externo y en primas de riesgo favorecen relajamiento monetario. ¿Hasta qué nivel?

La política monetaria restrictiva a nivel local logró frenar el desbalance externo que se había disparado en 2022. Esto último se ha visto reflejado en el ajuste del déficit de cuenta corriente en lo corrido de 2023, algo que ha liberado los riesgos externos del país de forma no despreciable. Lo anterior se ve reflejado en la corrección de la prima de riesgo país (CDS a 5 años ha bajado en promedio 65 pbs en 2023).

Al analizar las declaraciones y comunicados de la Junta Directiva del Banrep, el desbalance externo se había consolidado como un factor relevante para la decisión de política monetaria. Esto se entiende en gran medida por la volatilidad que esto genera sobre la tasa de cambio; y el efecto directo que tiene esto (*pass-through*) sobre los precios.

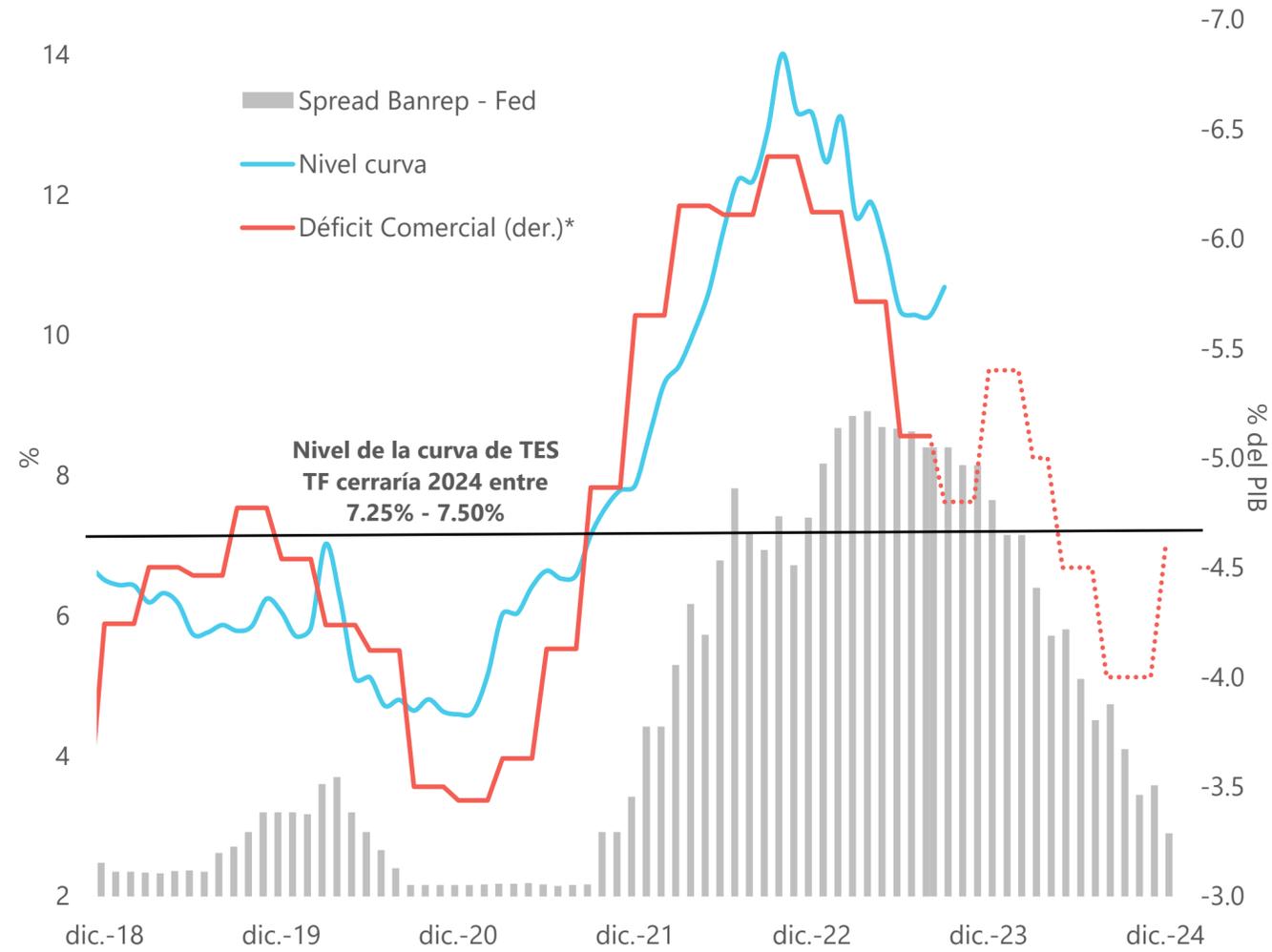
No obstante, el escenario actual es completamente opuesto, liberando ciertos riesgos para iniciar el recorte de tasas, como por ejemplo que el diferencial entre la tasa Banrep y la tasa Fed comience a cerrarse por la normalización del ciclo monetario en Colombia.

**Al unir el ajuste de la inflación con el factor externo, existe la posibilidad que la curva de rendimientos TES COP alcance niveles cercanos al 7.5%, ante una sorpresa adicional en el recorte de la tasa de interés local.**

Sin embargo, la probabilidad que el desbalance externo siga cerrándose a la velocidad que lo hizo en 1S23 es baja. Lo anterior si se tiene en cuenta que la apreciación del tipo de cambio llevaría a que la caída de las importaciones se modere.

Proyección déficit de cuenta corriente 2024 **3.8%**

### Curva TES TF frente al desbalance externo y TPM



Fuente: Bloomberg, Banco de la República, Reuters Refinitiv y Precia.

## La Fed, con impacto limitado sobre la curva de TES

La Reserva Federal, en su última reunión de política monetaria, mantuvo un tono alcista a nivel de tasas de interés, en medio de la persistencia inflacionaria que aún se observa; y que podría acentuarse por el repunte en los precios del crudo. Lo anterior se vio reflejado en el escenario de tasas elevadas que sigue incorporando la última senda de tasas de interés del emisor (*dot-plot*). Esto aún no ha sido incorporado por el mercado que, a diferencia del año pasado, ve poco factible las tasas de interés en ese nivel.

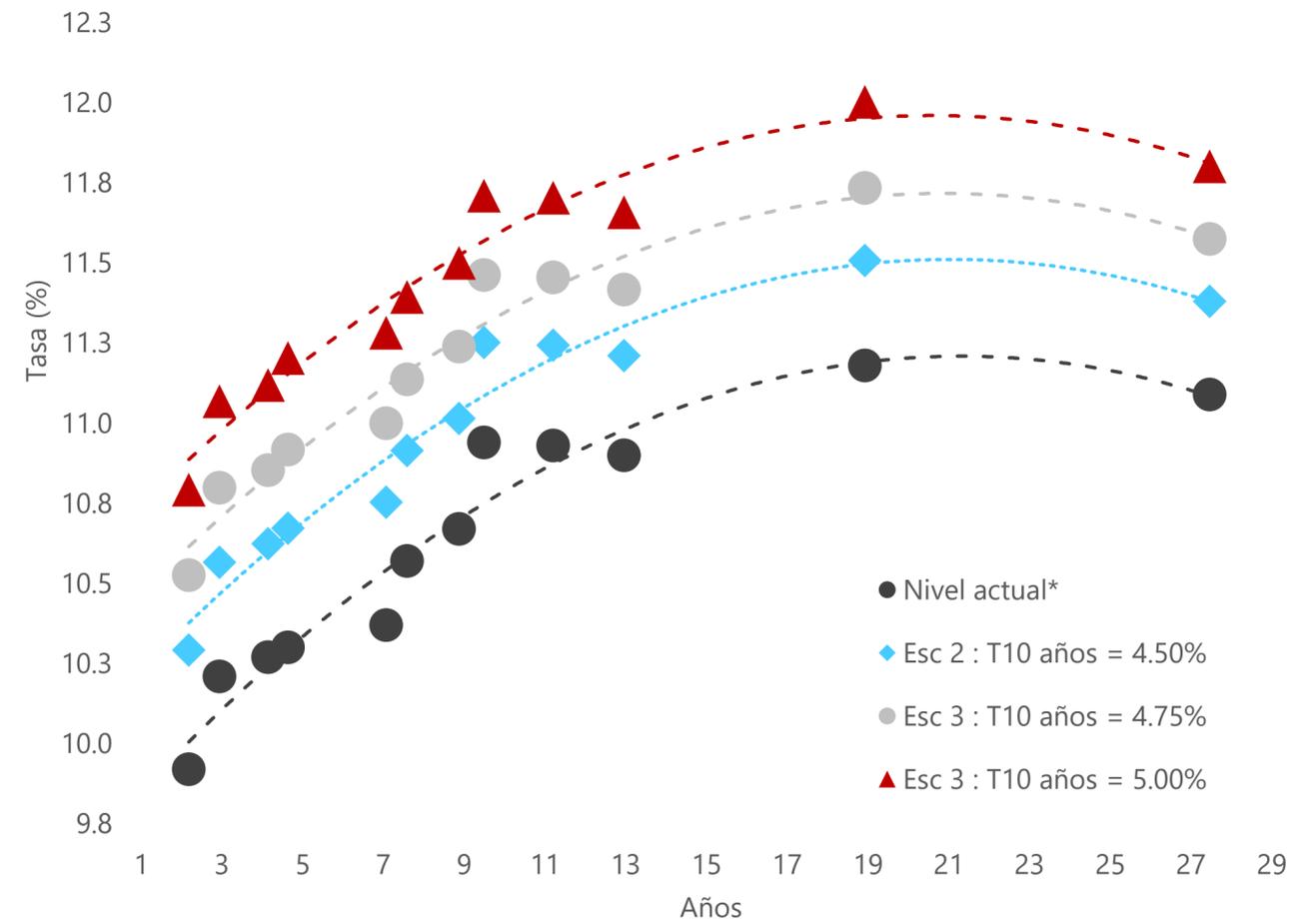
Sin embargo, las cifras disponibles sugieren que la resiliencia de la economía americana ha sido mayor a la esperada, particularmente al observar la dinámica del gasto y la generación de empleo, factores que explican la postura más agresiva de la Fed. Adicionalmente, factores de carácter estructural y técnico están empezando a materializarse sobre los bonos estadounidenses en 2S23.

Bajo este escenario, es factible ver los Tesoros americanos mantengan una tendencia alcista; y que posiblemente superen el nivel del 4.5%, (nivel potencial estaría en 4.75%-5.00%). El impacto de ese ajuste, sobre la renta fija emergente es negativo, algo que se observó ya en 2022. No obstante, el efecto sobre la curva colombiana podría no ser similar a lo registrado previamente. **Lo anterior teniendo en cuenta la pérdida de correlación entre la deuda local con la americana en 2T23. En un escenario de elevado estrés (Tesoros al 5.00%), la posible desvalorización de la curva de TES COP estaría entre 60 – 80 pbs, ubicando el nivel de la curva por en niveles cercanos al 12%.**

*Nivel curva TES COP  
con Tesoros al 5%*

**11.75% - 12.25%**

### Valor justos de la curva de TES COP bajo niveles de Tesoros 10 años



Fuente: Bloomberg [\*Nivel curva al cierre del 18 de septiembre] Cálculos: Davivienda Corredores. Regresión lineal con un espectro de datos desde diciembre 31 del 22. | Gráfico Davivienda Corredores.

## Deuda corporativa tomaría segundo aire en 2T24

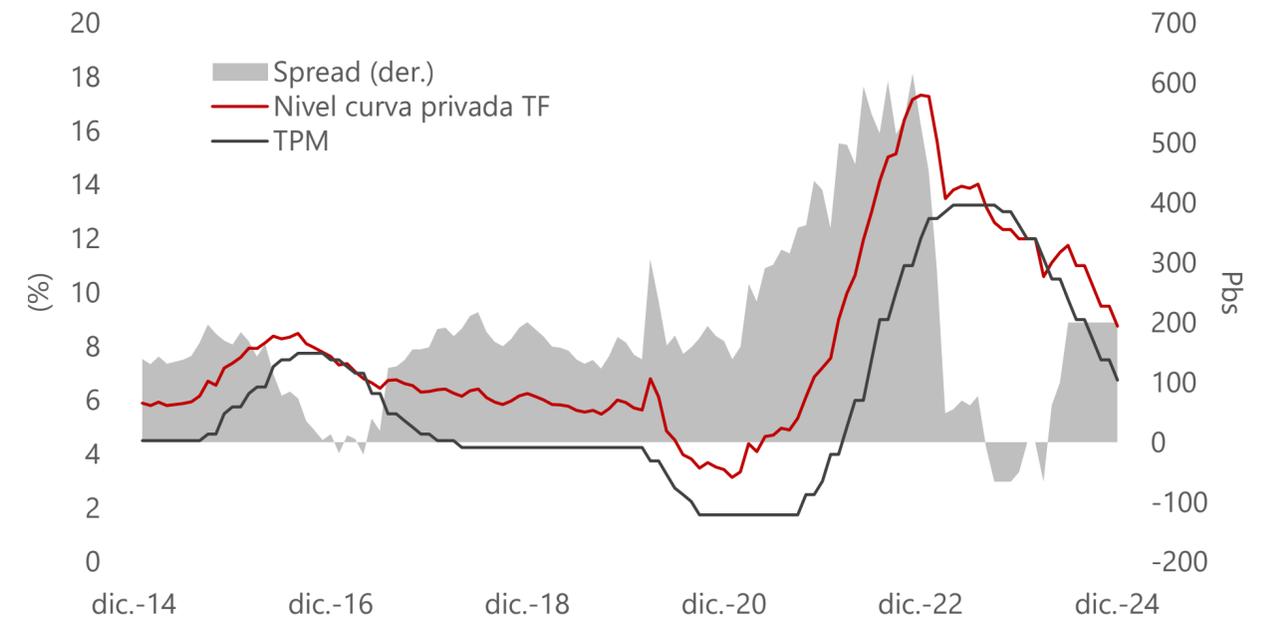
En lo corrido de 2023, las condiciones de liquidez más apretadas en el sistema financiero han limitado las valorizaciones de la deuda corporativa, debido a la amplia necesidad de captación de recursos por parte de las entidades bancarias que han mantenido altas las tasas de interés; a tal punto que los diferenciales entre la deuda corporativa y pública alcanzaron ~500pbs.

Dentro de los factores que han explicado esta situación se encuentra: i) el elevado recaudo tributario del Gobierno Nacional (crecimiento superior al 30% anual), ii) la baja ejecución presupuestal del Presupuesto General de la Nación, iii) la implementación de requerimientos de liquidez de CFEN y, iv) las necesidades de refinanciación por parte del sector real.

Sin embargo, a finales de agosto, la Superintendencia Financiera de Colombia publicó un proyecto de Circular Externa, con el fin de relajar las actuales exigencias del CFEN,

asociadas a la Circular Externa 019 de 2019. Esto generó una reacción positiva en el mercado de deuda corporativa porque redujo sustancialmente las tasas de captación del sistema financiero. Ahora bien, esto ha llevado a que el diferencial de tasa frente a TES se comprima tanto que vemos reducido el espacio de valorización durante los próximos meses, y dependerá del descenso que se presente en la tasa de los TES, probablemente una vez inicien los recortes de tasa del Banrep, para que la deuda corporativa retome su positivo desempeño.

**Nivel curva deuda corporativa TF versus TPM**



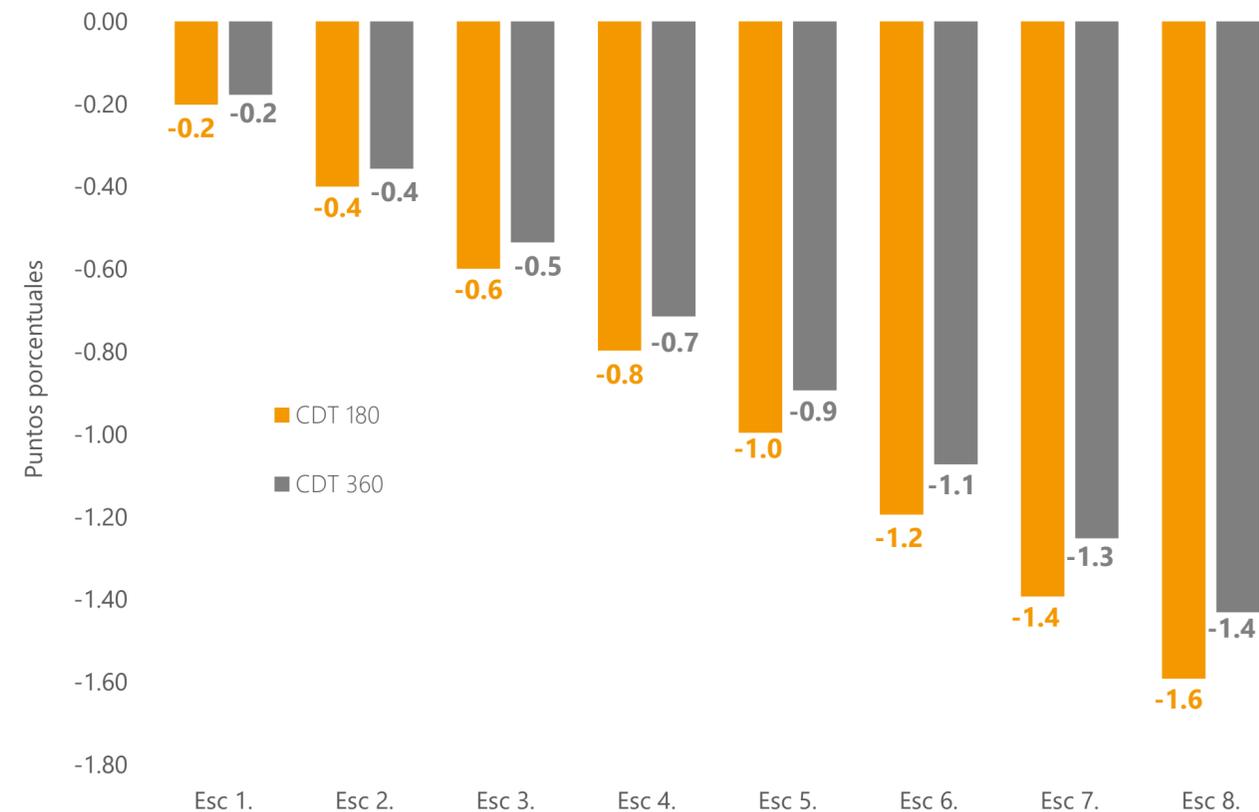
Fuente: Bloomberg, Banco de la República y Precia. | TPM: Tasa de Política Monetaria.

En todo caso, consideramos que existe un espacio de valorización importante en la renta fija colombiana, que podría materializarse en los próximos meses. En el caso puntual de la deuda privada, al revisar la sensibilidad de los CDTs a 180 y 360 días, ante cambios en la tasa de política monetaria e inflación, se observa que una reducción de 200 pbs en ambas variables, podría generar un descenso de 150 pbs en las tasas de captación. Así, teniendo en cuenta que la expectativa de recortes en los próximos 6 meses es aún mayor, se podría inferir que el ajuste sobre la curva de deuda corporativa podría ser cercano a 300 pbs en ese mismo periodo de tiempo.

Como conclusión, si bien se están materializando factores que permitirán una valorización de la deuda corporativa en el corto plazo, particularmente en los tramos del nodo corto, los ajustes cada vez serán más marginales y dependerán adicionalmente del inicio del ciclo bajista de tasas de interés por parte de Banrep. Sin embargo, es muy factible que las condiciones de liquidez mejoren notoriamente en 4T23 por

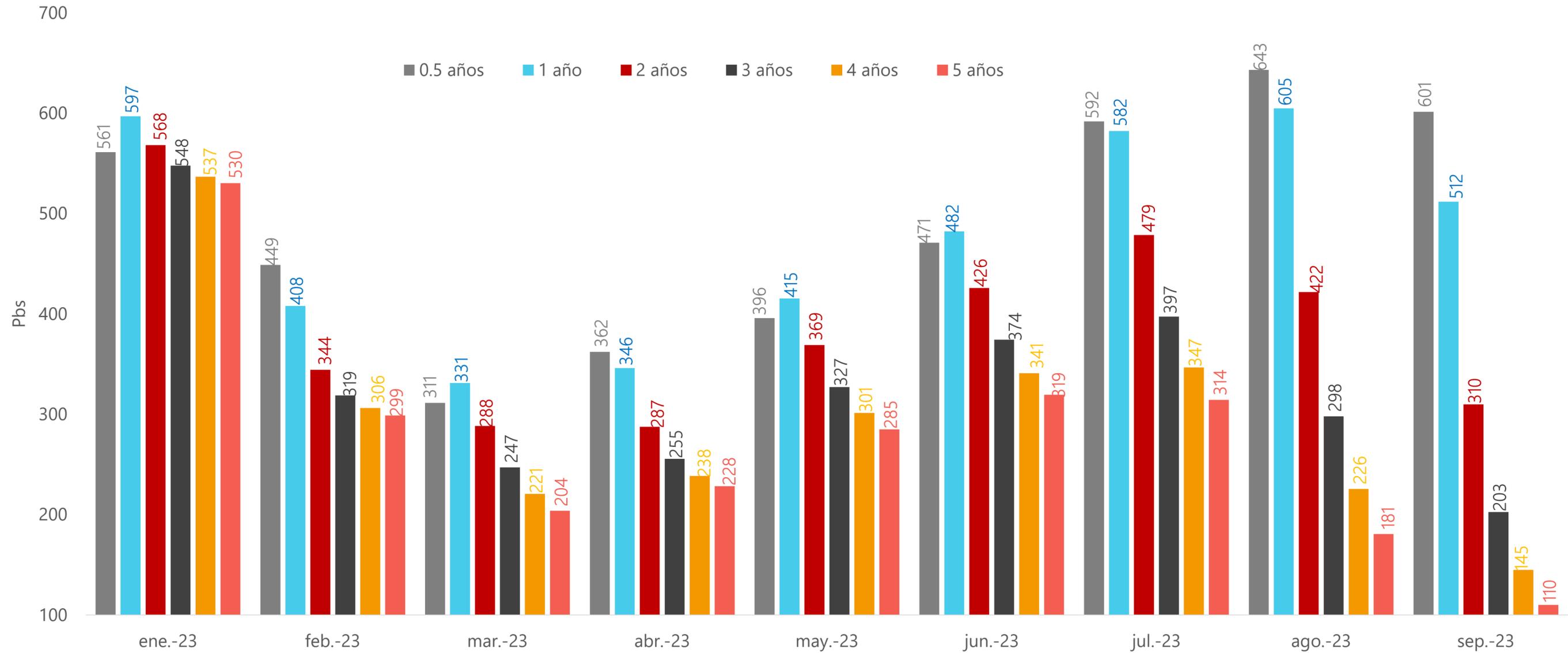
los factores antes expuestos, algo que posiblemente podría potenciar la participación de los bancos comerciales sobre la compra de TES, particularmente en el nodo medio y, a su vez, abriendo espacio de valorización para la deuda corporativa.

**Sensibilidad tasas de captación ante inflación y TPM**



Fuente: Precia y Bloomberg. Modelo de sensibilidad de los CDT 180 y 360 días frente a la inflación y la TPM. | El cálculo se realizó por medio de una regresión lineal múltiple dinámica. | Cada escenario incorpora un movimiento progresivo y acumulado, hacia abajo, de 25 pbs en ambas variables independientes hasta un ajuste máximo de 200 pbs.

### Diferenciales entre la deuda corporativa y la deuda pública TF

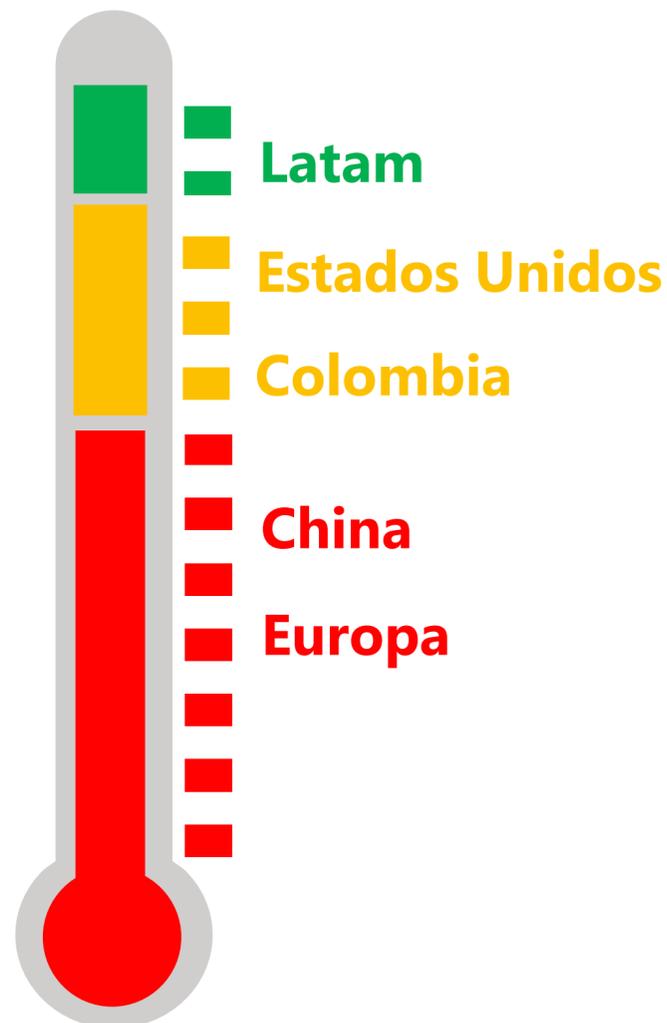


Fuente: Precia. | Nivel calculado con el promedio de los nodos de 180 días hasta 1800 días.

## ACCIONES

## > Condiciones adversas para activos de riesgo

View por geografía



- > En un contexto dónde las tasas de interés en EE. UU. se mantendrían más altas por un periodo mayor al inicialmente previsto, que podría resultar en que la economía sufra una desaceleración un poco más pronunciada. Estimamos para 2024 una valorización leve del S&P 500 de 4.7% hasta 4,507 puntos.
- > Nuestra visión es positiva para mercados emergentes (ex – china), pero en particular consideramos que México y Brasil seguirán beneficiándose del deterioro de la relación comercial entre Estados Unidos y China, lo que seguirá impulsando las acciones en estos países.
- > Las acciones colombianas se han desajustado totalmente de los fundamentales de las empresas, y los descuentos son cada vez más grandes y evidentes. No obstante, los retos para el 2024 persisten, dónde el factor político y la disminución de las tasas de interés serán determinantes.
- > Estimamos un nivel del índice COLCAP para 2024 de 1,290 puntos lo que representa un upside de 17%. Consideramos que inversionistas estructurales pueden beneficiarse en el largo plazo del descuento que se deriva de la baja liquidez del mercado.
- > Nuestro portafolio de TOP PICKs en el mercado local está compuesto por Grupo Energía Bogotá, PEI, Bancolombia y Grupo Argos.

# > Tasas de interés: Efectos divergentes en mercados desarrollados y emergentes

## RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

- Consideramos que el comportamiento de los activos de riesgo estará supeditado a la senda de tasa de interés, inflación y empleo de cada región.
- “Para EE. UU. en un escenario de *soft landing* el nivel del S&P 500 podría ubicarse en 4,507, sin embargo, en un escenario de mayor deterioro de la economía, este nivel justo sería 3,930.
- Los datos macroeconómicos aún débiles y un sector bancario con desafíos a futuro suponen retos importantes para Europa, limitando valorizaciones en sus índices.
- Si bien en Mercados Emergentes nos mantenemos positivos, mantenemos cautela en los activos chinos, dada la debilidad de la economía y los retos a niveles de confianza institucional, sin embargo, estaremos atentos a los impactos positivos que puedan traer medidas de estímulos adicionales a la economía por parte del gobierno.
- En Latinoamérica sobresale Brasil y México, que seguirán beneficiándose del deterioro de la relación comercial entre China y EE. UU.

En los mercados desarrollados, las continuas presiones de inflación por cuenta del aumento en los costos laborales, la sólida dinámica en el consumo y las disrupciones en las cadenas de suministros, siguen impactando la inflación y llevando a que las tasas de interés se mantengan en niveles altos, impactando la capacidad adquisitiva de los hogares, lo cual empieza a impactar negativamente la evolución de la economía global. Un reflejo de esto es la continua revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento para 2024.

Por su parte, los Mercados Emergentes y en particular Latinoamérica han empezado a reducir las tasas de interés ante un ajuste de la inflación, lo que impactará favorablemente estas economías. En este contexto será el desempeño económico y el ciclo de política monetaria de cada país lo que determine el desempeño del mercado de acciones.

## ESTADOS UNIDOS

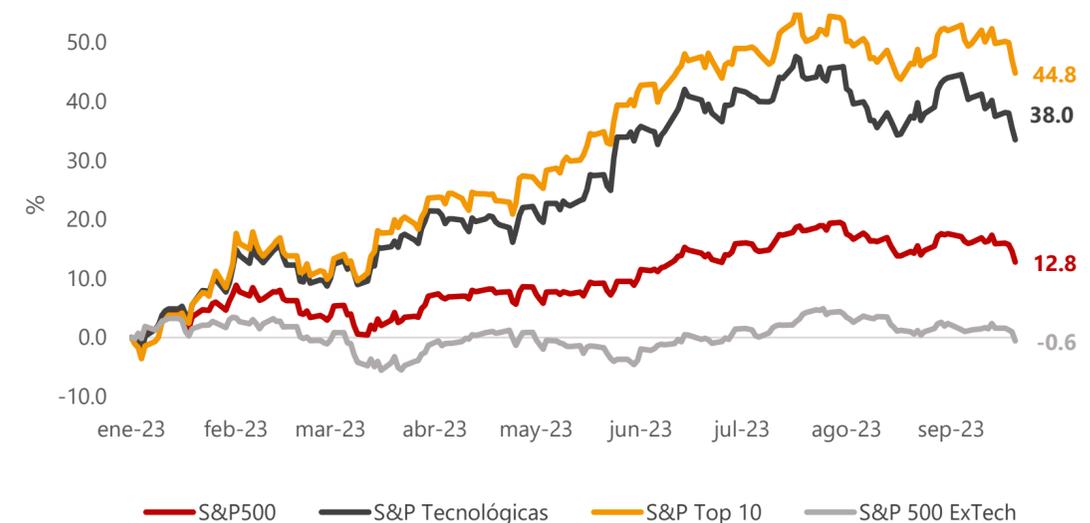
### Acciones en EE.UU. podrían seguir impulsadas por el sector tecnológico

Contrario a las expectativas que se tenían a inicio de año, el S&P 500 ha tenido un comportamiento positivo y acumula una valorización de 12.8% en el año. Esto, muy favorecido por el buen desempeño de la economía estadounidense, para la cual las proyecciones de crecimiento en el 2023 han ido mejorando en los últimos meses.

Sin embargo, es clave mencionar que buena parte de la valorización ha estado influenciada por el boom que ha despertado la inteligencia artificial en el mundo y que ha impulsado el desempeño de las compañías tecnológicas, lo cual se ha traducido en un retorno durante el año que alcanza

38%. De hecho, si se evalúa la valorización del S&P500 excluyendo este sector, el índice ha tenido un retorno negativo (-0.6%); esto pone de manifiesto no solo la relevancia que tiene el sector de tecnología dentro del índice, pues, llega a pesar 29%, sino que deja claro que en los demás sectores la visión no es tan positiva como las cifras agregadas lo sugieren.

**Desempeño año corrido del S&P 500, de compañías tecnológicas y excluyendo este sector**



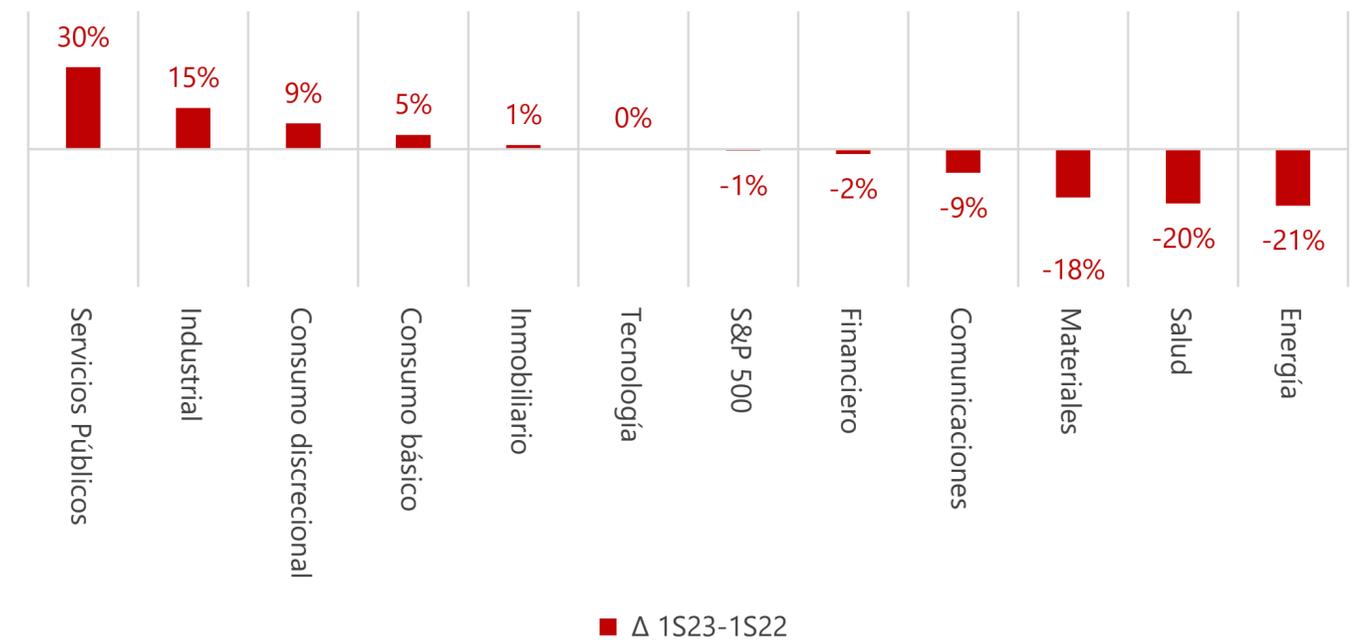
Fuente: Bloomberg

Desde la perspectiva del desempeño financiero de las compañías y, a la luz de las utilidades por acción en cada sector representado en el S&P500, se evidencia una descorrelación entre estas y el camino que han seguido los precios de las acciones este año.

En cifras agregadas, las utilidades por acción del S&P500 han caído 1% anual si se compara el primer semestre de 2023 con el mismo periodo del año anterior. No obstante, sí se evidencia un comportamiento diferente en sectores como Energía (-21%), Salud (-20%) y Materiales (-9%) respecto a Servicios Públicos (30%), Industrial (15%) y consumo discrecional (9%); en este desempeño queda evidenciado, por un lado, que el consumo de los hogares sigue siendo fuerte, pero también que las expectativas sobre una posible desaceleración económica han afectado la cotización de algunas materias primas, más aún después de un año de grandes presiones inflacionarias que elevaron los precios de algunos *commodities*, como es el caso del petróleo y el gas.

Tecnología no ha visto crecimiento de utilidades, pero sí muy buen desempeño del precio de sus acciones; una muestra de la expectativa que están incorporando los inversionistas.

**Variación de las utilidades por acción por sector**



Fuente: Bloomberg

## ¿Qué esperar de las acciones en 2024?

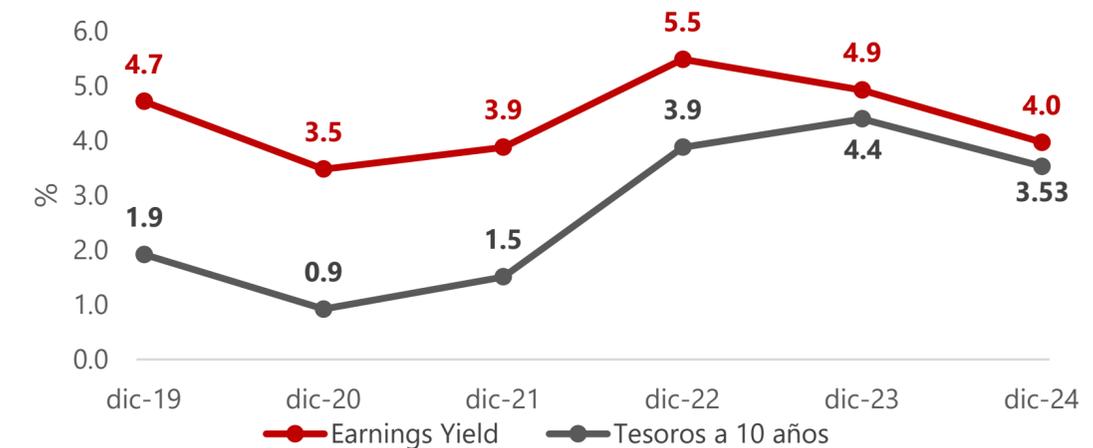
Como lo mencionamos en nuestra sección de renta fija internacional, dadas las condiciones actuales tanto de la economía como del mercado de capitales, estimamos que las tasas de los Tesoros se mantendrán muy cerca al 4%, por lo menos durante el 2024. **(Ver Tesoros se mantendrían por encima del 4%).**

Lo anterior implica mayores exigencias en rentabilidad de los activos de riesgo. En el caso de las acciones, el diferencial entre el *earnings yield* (relación entre las utilidades y los precios de mercado) y el rendimiento de los bonos del tesoro se ha venido cerrando, restándole atractivo relativo a la renta variable frente a la renta fija.

Entendido esto, consideramos que los retos para el mercado accionario no son menores, dado que incluso al analizar las expectativas para el cierre de 2023 y para 2024, se espera que la rentabilidad sea levemente mayor por parte de las acciones

comparado con el activo libre de riesgo. Esto debería ser contrarrestado por una caída en los precios de las acciones o por una mayor generación de utilidades, lo cual, bajo el contexto de menor crecimiento económico, parece difícil; haciendo más factible la primera opción.

**Retornos de las utilidades del S&P500 frente a los Tesoros**

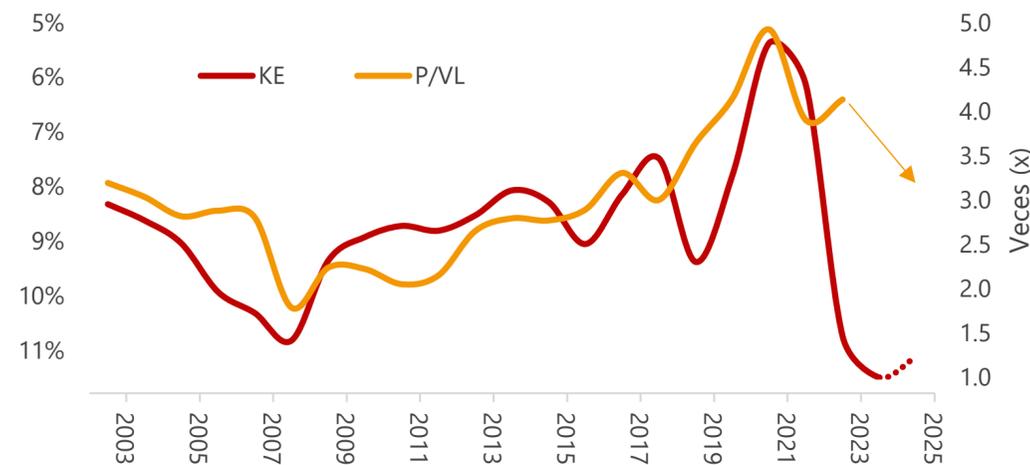


Fuente: Bloomberg | Damodaran | Estimaciones: Davivienda Corredores

La presión que genera el contexto de mayores tasas de interés, impulsada por los aumentos realizados por la Reserva Federal, no se limita a la generación de utilidades. Si tenemos en cuenta que pareciera estarse generando un ajuste estructural en la prima de riesgo de Estados Unidos, por cuenta de su condición fiscal, también la evolución en el costo de capital podría tener impactos en los múltiplos de negociación de las acciones en ese país. **(Ver Tesoros se mantendrían por encima del 4%).**

Entendido esto, y considerando que las mayores tasas de descuento (costo del capital) reducen el valor presente que se reconoce a los flujos de caja esperados para un proyecto o una compañía, estimamos que este contexto terminará presionando negativamente las valoraciones de las compañías y la expectativa de crecimiento patrimonial, lo cual debería traducirse en un menor múltiplo de Precio/Valor en Libros del índice; tal y como lo muestra la relación entre estas dos variables en la historia evaluada durante los últimos 20 años.

**Evolución del múltiplo P/VL del S&P 500 frente al costo del capital de EE.UU.**



Fuente: Bloomberg | Damodaran | Estimaciones: Davivienda Corredores

**Estimaciones de Ke para EE.UU.**

Años	Promedio tasa FED	Promedio KE
1999 - 2008	3.23%	9.85%
2009 - 2016	0.34%	8.72%
2017 -2021	1.25%	7.64%
2022 - 2025*	4.75%	11.12%

Fuente: Bloomberg | Damodaran | Estimaciones: Davivienda Corredores  
 \*Tomamos los datos históricos de tasa de interés en EE. UU. Y el costo del patrimonio (ke) de Damodaran. Sumado a esto, considera nuestra expectativa que la tasa de los tesoros se mantenga por encima del 4%.

## ¿A qué nivel comprar acciones en EE.UU.?

Teniendo en cuenta factores como la perspectiva de crecimiento de utilidades, la expectativa de una tasa de interés en niveles altos por más tiempo, las tasas libres de riesgo de largo plazo y el mayor retorno requerido de las acciones, consideramos que índices como el S&P 500 podrían presentar correcciones adicionales a la baja en los próximos meses.

De hecho, teniendo en cuenta las estimaciones del mercado, en un escenario de incremento de utilidades del S&P 500 del 12.8% en 2024, estimamos una valorización potencial de 4.3%

y un nivel fundamental del S&P 500 de 4,507 puntos. El nivel estimado representa un P/E 2023 *forward* de 20.8x y un P/E 2024 *forward* de 18.4x.

Sin embargo, de darse un decrecimiento moderado en las utilidades de este índice en 2024, estimamos una desvalorización potencial de 5% y un nivel fundamental del S&P 500 de 3,930 puntos. El nivel estimado representa un P/E 2023 *forward* de 18.1x y un P/E 2024 *forward* de 19.1x.

### Variación de las utilidades por acción por segmento del S&P 500 histórico y proyectado

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023PY	2024PY
<b>S&amp;P 500</b>	-15.4%	9.3%	16.2%	20.5%	5.3%	-32.5%	121.2%	-5.4%	10.1%	12.8%
<b>Consumo Discrecional</b>	6%	1%	29%	-13%	12%	-47%	132%	-34.7%	76%	14%
<b>Consumo Básico</b>	7%	17%	-3%	1%	-15%	18%	16%	-5.2%	31%	8%
<b>Energía</b>	-167%	-47%	-243%	54%	-81%	-1012%	-161%	183.0%	-29%	-1%
<b>Financiero</b>	15%	5%	9%	23%	39%	-32%	101%	-45.4%	22%	8%
<b>Salud</b>	-1%	11%	-16%	29%	25%	-12%	66%	-7.1%	29%	13%
<b>Industrial</b>	-10%	9%	5%	3%	10%	-62%	179%	15.6%	24%	15%
<b>Tecnología</b>	-6%	9%	-8%	74%	3%	8%	41%	-11.1%	25%	22%
<b>Materiales</b>	-47%	47%	52%	24%	-41%	1%	144%	2.3%	-2%	5%
<b>Comunicaciones</b>	83%	-25%	134%	-49%	-31%	-23%	104%	-43.1%	81%	18%
<b>Servicios Públicos</b>	-22%	-9%	47%	-11%	47%	-30%	16%	5.6%	39%	9%
<b>Inmobiliario</b>	-4%	42%	-27%	18%	9%	-28%	59%	-0.5%	-15%	7%

Fuente: Bloomberg.

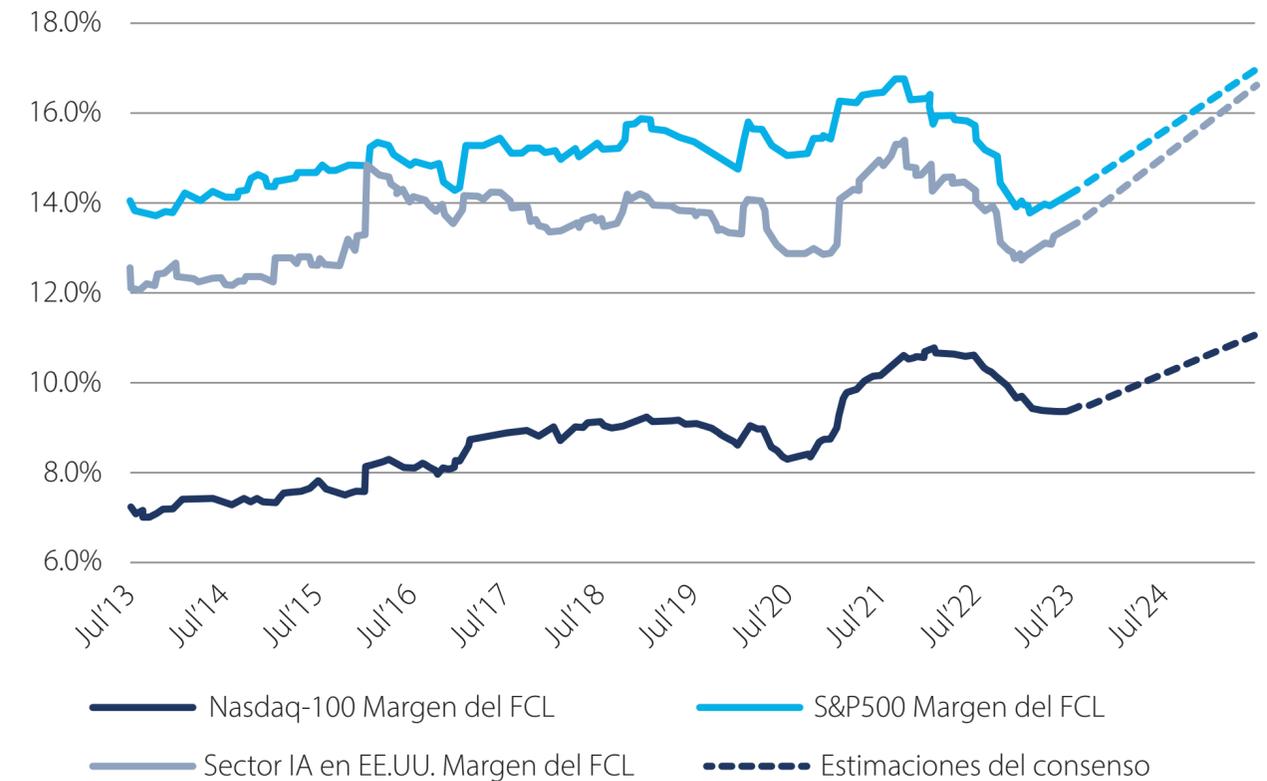
### Inteligencia artificial, ¿moda u oportunidad de inversión?

De acuerdo con la mayoría de los analistas, la inteligencia artificial (IA) se ha convertido en una de las revoluciones tecnológicas más importantes de la historia reciente, lo cual ha resultado en la valorización de los índices expuestos a este tipo de compañías, las cuales ya representan cerca del 29% del S&P 500.

Al analizar las estimaciones de entidades como Citi, la generación de flujo de caja libre de este tipo de compañías es cada vez más alta, dada la demanda tan amplia por este tipo de productos, el potencial de crecimiento que han presentado y sus diferentes usos. Esto hace más plausible que muchas de estas acciones, puedan cumplir o superar las expectativas de crecimiento de utilidades actuales.

De acuerdo con Citi, para la IA de EE. UU. se espera que las ganancias crezcan aproximadamente un 17% durante los próximos dos años, teniendo un sesgo mayor para la generación de caja de estas compañías, en cerca de +20%. De hecho, las cifras sugieren que la generación de caja de la IA en EE. UU. se equiparará a la del NASDAQ-100.

**Márgenes del Flujo de Caja Libre histórico y estimaciones del mercado**



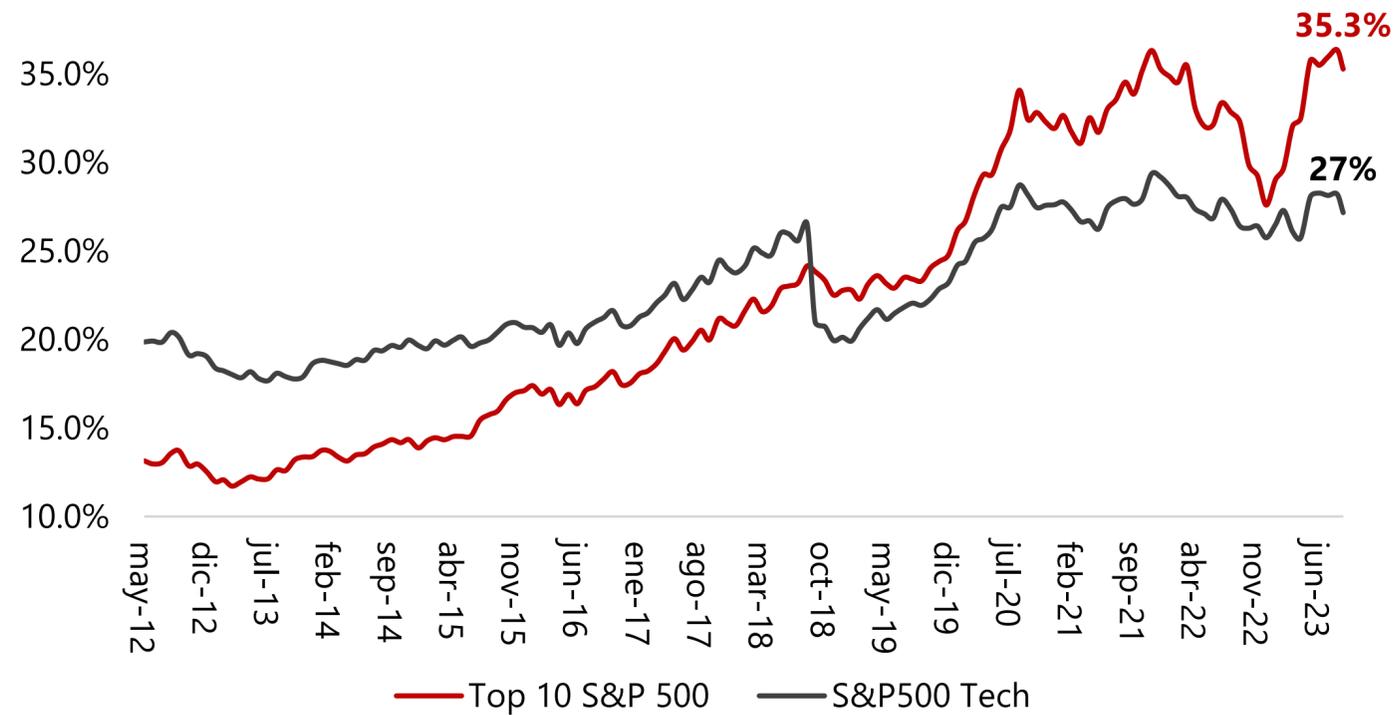
Fuente: CitiBank

Con esto, la gran pregunta que surge es ¿Es esta una megatendencia como lo fue el desarrollo del internet o una moda que pasará pronto?. Nos inclinamos a pensar que esta sí será una tendencia que marcará el desarrollo de la economía global; de hecho, PWC estima que la IA podría contribuir hasta con USD 15.7 billones a la economía global, más que el PIB conjunto de China e India.

No obstante, es claro que hoy lucen como principales ganadores compañías como Apple, Microsoft, Meta o Nvidia, entre otras; sin embargo, es probable que este sea solo el inicio y que seguramente resulten muchos más beneficiados en este camino.

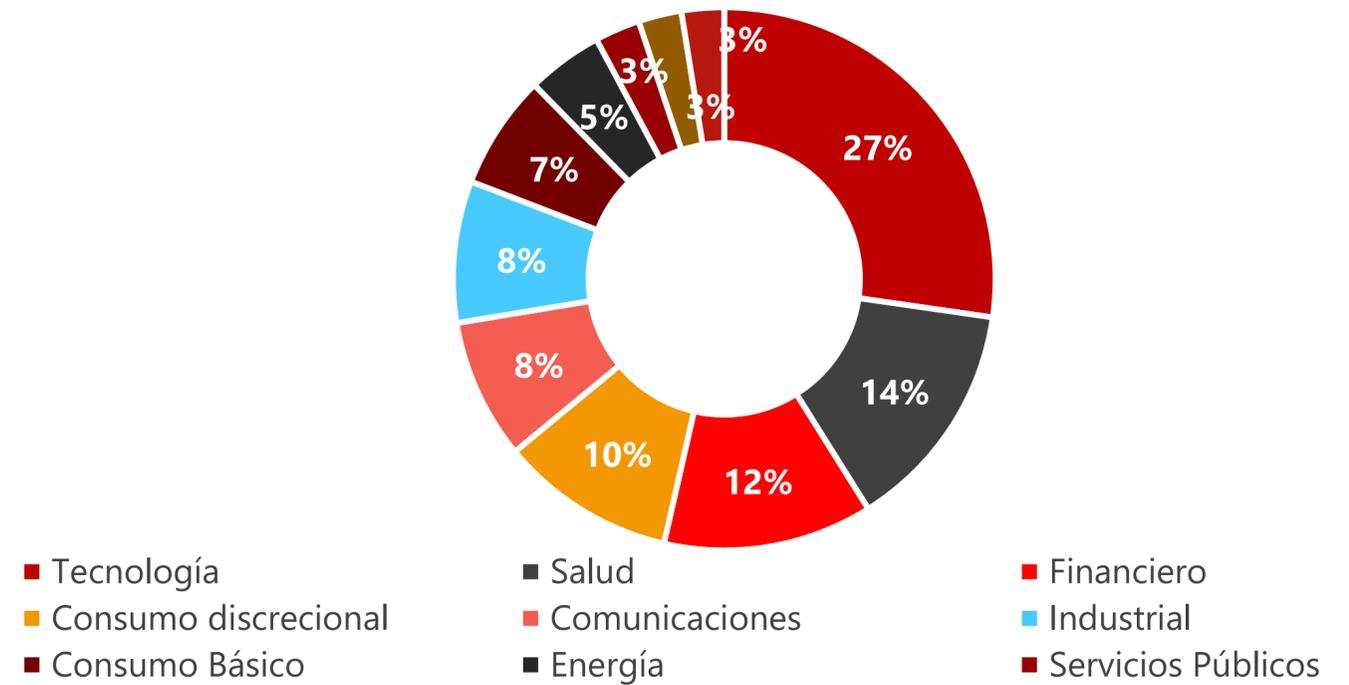
Por tanto, pensar en tener una exposición diversificada a este sector parece ser lo más recomendable e, igualmente, tener presente que la incertidumbre sobre la velocidad con la que se desarrolle puede requerir prudencia en la toma de riesgo y reconocer que lo que existe hoy es una gran expectativa de generación de utilidades en el sector, monitoreando la velocidad con la que estos resultados se materializan. Finalmente, es importante resaltar que, aunque nuestra expectativa para las acciones incorpora un escenario de desaceleración económica, es posible que el avance de la IA siga jalonando al alza el desempeño del mercado.

**Participación de las empresas del Top 10 del S&P 500 y las de tecnología**



Fuente: Bloomberg

**Composición actual del S&P 500 por industria**

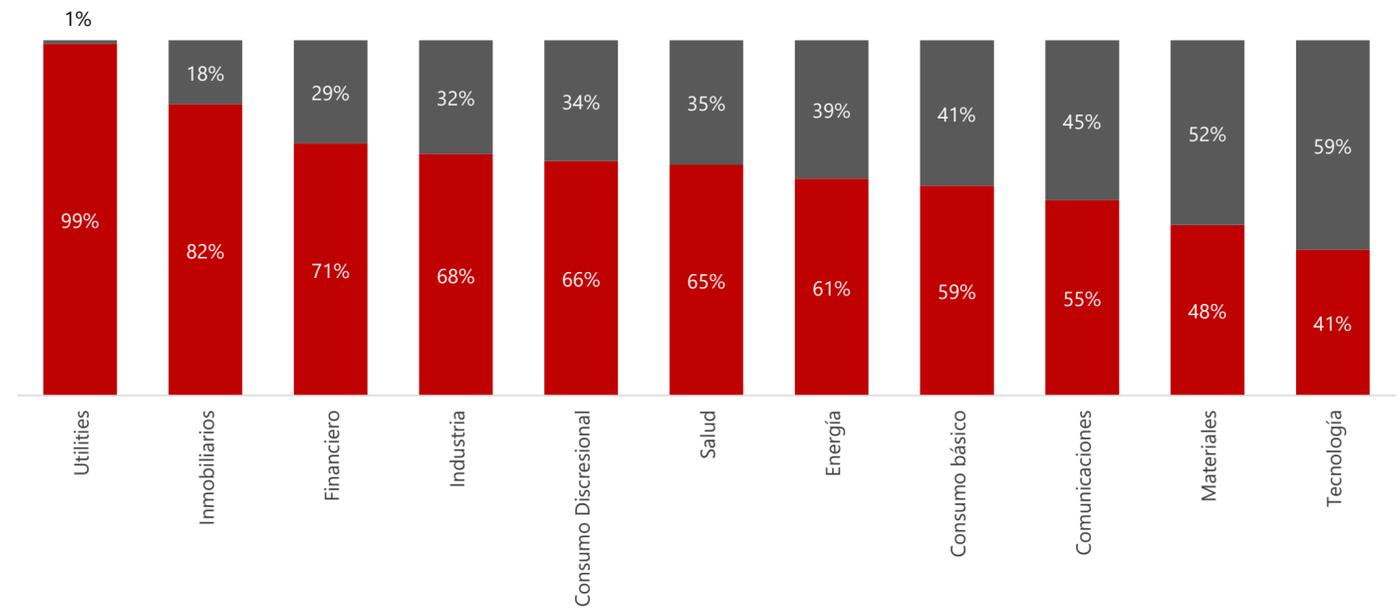


Fuente: Bloomberg

Por último, es posible que el impacto de la desaceleración en EE.UU. sobre las utilidades de las compañías termine siendo compensado por la diversificación regional de las empresas que componen el índice S&P500. Nuestro escenario base parte de la expectativa del FMI de un crecimiento de la economía estadounidense de 1.8% en 2023 y de 1% en 2024, ratificando la expectativa de un aterrizaje suave (*soft landing*); sin embargo, esto contrasta con la proyección que tiene esta misma entidad para el resto del mundo, lo que lleva a que la expectativa de crecimiento global sea de 3% para 2023 y 2024.

Desde este punto de vista, el sector de tecnología podría tener un desempeño relativamente mejor a los demás sectores, pues tiene una exposición global alta al obtener el 59% de sus ingresos de países diferentes a Estados Unidos, haciendo que se favorezca del comportamiento de los precios de las acciones de este sector, en línea con la expectativa de crecimiento económico mencionada.

### Exposición a los ingresos geográficos del sector agregado



Fuente: FACSET

■ Estados Unidos ■ Internacional

## EUROPA

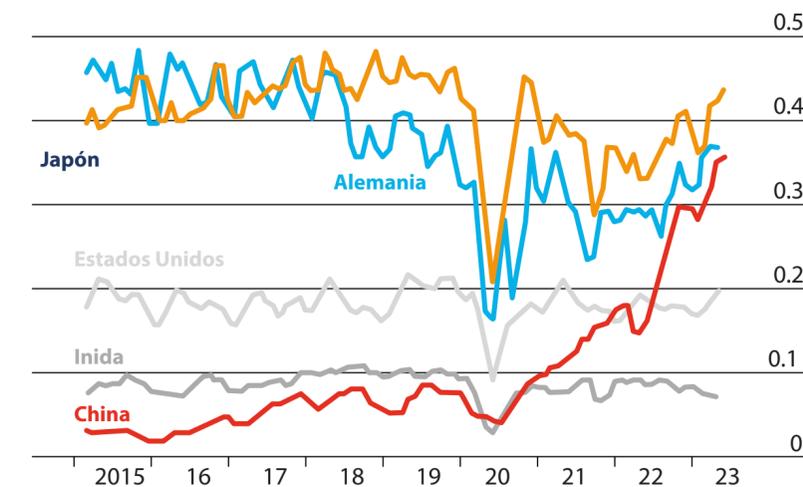
### > Retos en el crecimiento limitarán desempeño de las acciones

**Sin catalizadores positivos en el corto plazo.** Los datos de actividad económica para la Zona Euro siguen sugiriendo retos importantes en términos de crecimiento para estas economías. De hecho, el índice compuesto de gestores de compras (PMI) de la Zona Euro, considerado un buen indicador de la salud económica general, se ubicó en 47.1 puntos en septiembre, lo que implica contracción en los niveles de actividad económica.

En línea con esto, el comportamiento de la actividad industrial en Alemania muestra una afectación importante que puede estar explicada, entre varios factores, por la situación de su principal socio comercial; China. Por una parte, el proceso de reactivación

económica no se ha dado a la velocidad que se pensaba y, de hecho, el difícil momento que atraviesa el sector inmobiliario ha pesado sobre el comportamiento general de la economía. Por otro lado, luego de ser un gran comprador de los vehículos producidos en Europa, ahora China se posiciona como uno de los principales exportadores a nivel mundial, lo que representa una menor demanda por productos europeos y una competencia en los mercados globales.

**Exportaciones de carros (millones)  
(promedio móvil de tres meses)**



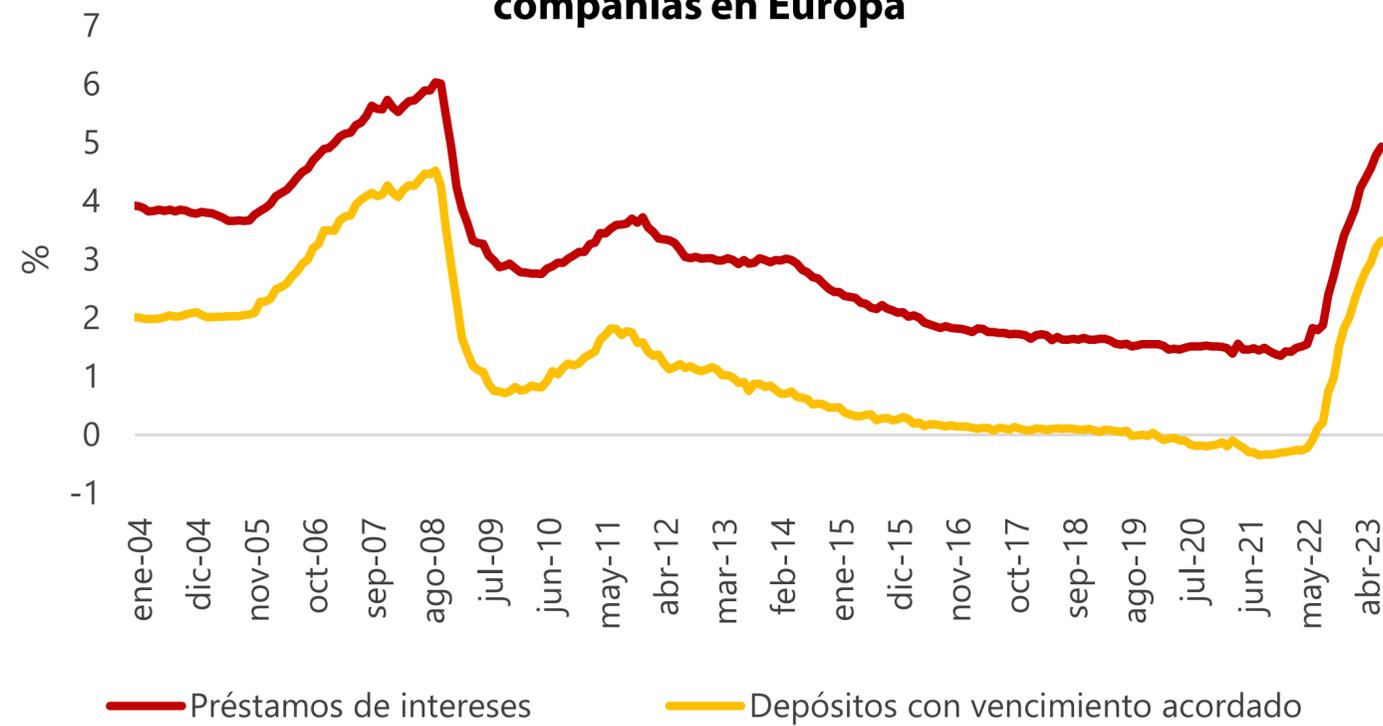
\*No hay datos disponibles de vehículos híbridos antes de 2017

Fuente: The Economist

**Sector financiero Europeo con grandes retos.** Si bien las acciones de bancos europeos han superado al mercado en un 9% en los últimos cuatro meses, favorecidos por la expectativa de una mejoría en sus niveles de rentabilidad por cuenta de los incrementos de tasa de interés que ha realizado el Banco Central Europeo, es relevante tener presente que históricamente este sector ha mantenido un desempeño relativamente inferior al MSCI Europa dados los retos que sigue teniendo el sector en términos de rentabilidad respecto al costo del capital.

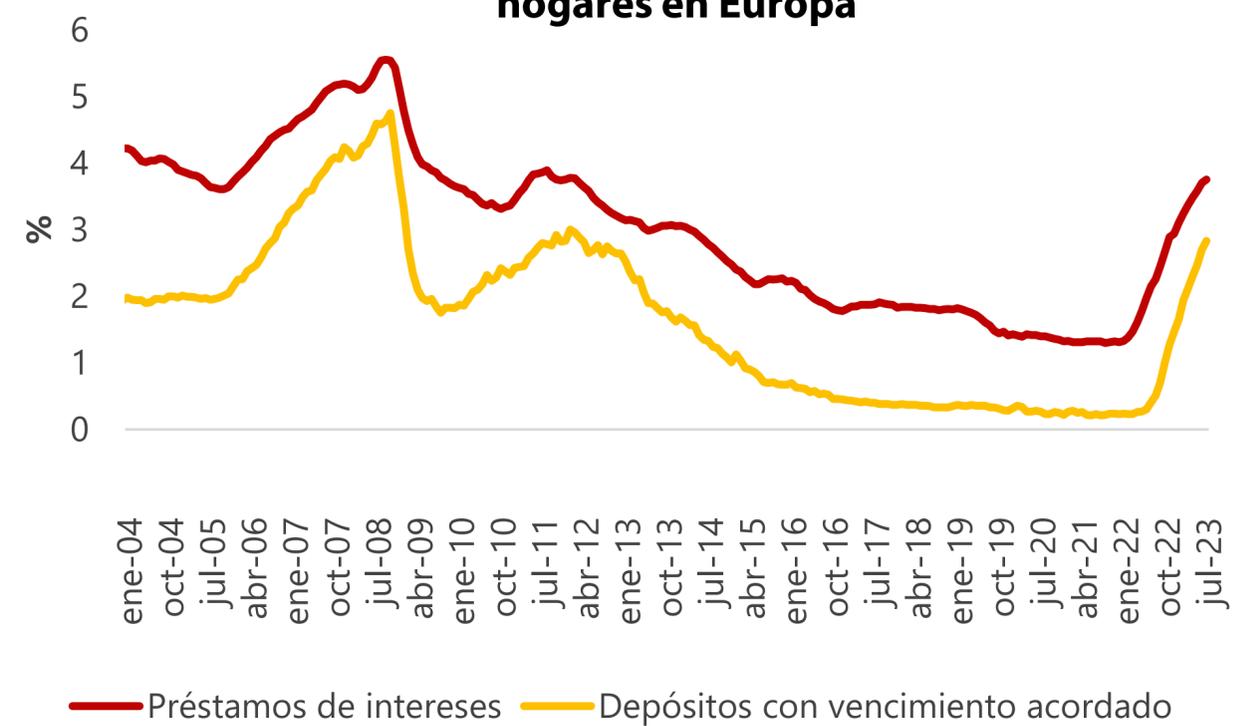
En línea con esto, consideramos que durante 2024 el entorno económico estará marcado por mayores deterioros en la calidad de la cartera y, en la medida que se prevé la permanencia de las tasas altas por un tiempo más prolongado, se podrían presentar impactos negativos en el valor de las inversiones (especialmente deuda soberana) y en el costo de fondeo de los bancos, lo que podría afectar sus márgenes de intermediación. Esto podría afectar el desempeño de los índices accionarios europeos, teniendo en cuenta que este sector pesa cerca del 17.5% del MSCI Europa.

**Tasas de captación y colocación para compañías en Europa**



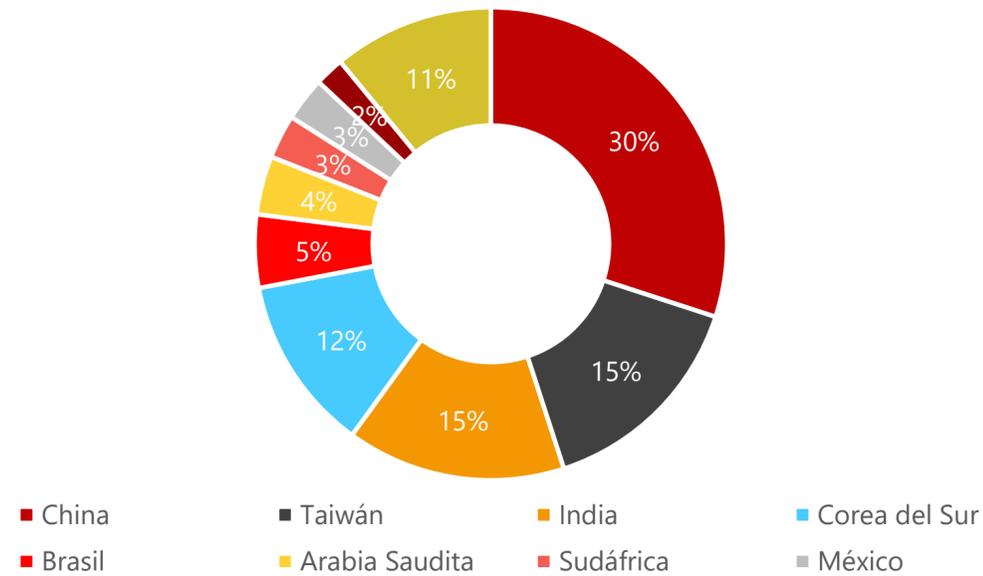
Fuente: Banco Central Europeo

**Tasas de captación y colocación para hogares en Europa**



Fuente: Banco Central Europeo

**Composición MSCI Mercados Emergentes**



Fuente: MSCI

## MERCADOS EMERGENTES

**Somos positivos en Mercados Emergentes.** El contexto de aterrizaje suave en Estados Unidos y la falta de catalizadores en Europa, nos lleva a considerar un mejor escenario en mercados emergentes, en particular, es relevante destacar que las tasas de interés ya han empezado a ceder y permitirán una recuperación del crecimiento económico de estas economías. Sin embargo, es clave mencionar que cuando nos referimos a mercados emergentes, planteamos una tesis de inversión enfocada en países diferentes a China, y especialmente algunos latinoamericanos como Brasil o México, donde identificamos tendencias de mediano plazo que favorecen estas economías.

Los retos que enfrenta China en materia de crecimiento económico y evolución de la inversión, junto a su gran peso en el índice de mercados emergentes (30%), hace necesario tener una estrategia de inversión diferente a la hora de pensar en estos mercados.

## CHINA

---

### > La confianza será la clave

**Vientos en contra siguen presentes en China.** La inversión extranjera directa en China ha venido cediendo a lo largo del año, lo cual se ha traducido en una contracción cercana a 5% frente a la registrada en 2022. En este sentido, y teniendo en cuenta que EE. UU. ha sido tradicionalmente uno de los principales inversionistas en este país, nos lleva a pensar que la ruptura de las relaciones comerciales entre estos dos países está creando unos impactos negativos que tendrán efectos a mediano y largo plazo.

Por su parte, como lo mencionamos en nuestro primer capítulo “La economía y sus sectores”, el alto endeudamiento

de China respecto al PIB (50.4% de gobierno y 220% sector privado) vislumbra un panorama de menor capacidad de crecimiento de la economía, que incluso podría implicar un ciclo de desapalancamiento a mediano plazo, que se daría a expensas de un menor crecimiento económico.

En este sentido, consideramos que los hechos ya mencionados, estarían explicando en parte las menores perspectivas de crecimiento para China, las cuales, de acuerdo con el consenso de diversos analistas, apuntan a un crecimiento estimado de 5.3% a cierre de 2023 y de 4.8% para 2024.

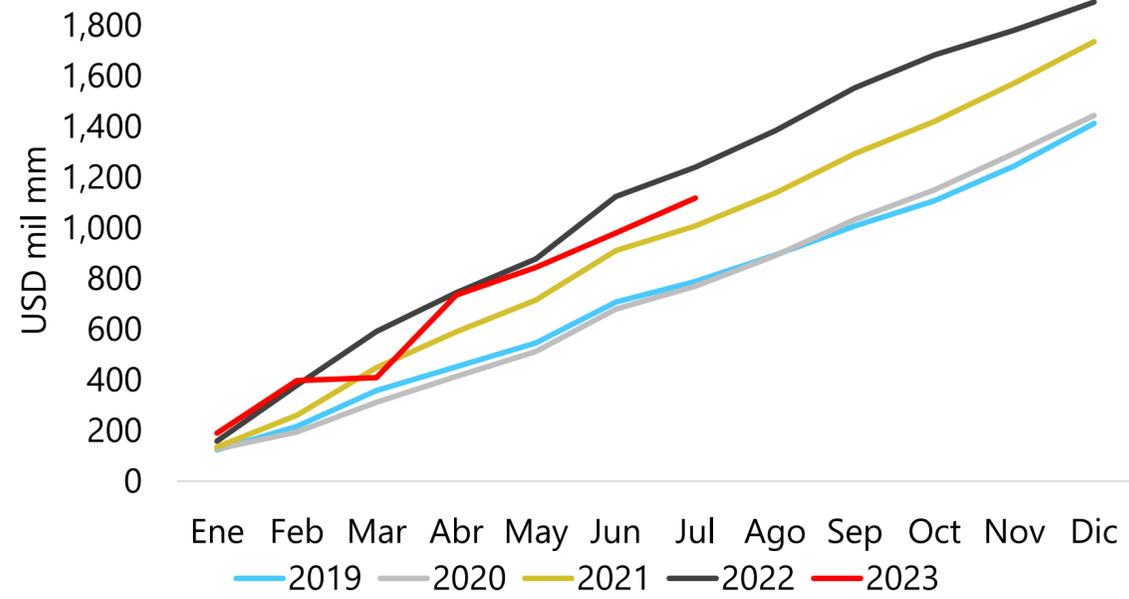
Aunque las últimas medidas adoptadas por las autoridades chinas, como la reducción de las tasas de interés, la refinanciación de compromisos de deuda, la reducción de impuestos y los esfuerzos para activar el mercado de capitales, apuntan en la dirección correcta; aún no son suficientes para restaurar la confianza entre los empresarios, los compradores de vivienda y de los consumidores en general.

Dicho esto, consideramos que, hasta no ver un plan gubernamental más enfocado en garantías políticas para

tener un entorno regulatorio más predecible, el mercado accionario y en general los activos financieros tardarán un poco más en recuperarse, a pesar de las valoraciones tan atractivas que se presentan frente a mercados desarrollados.

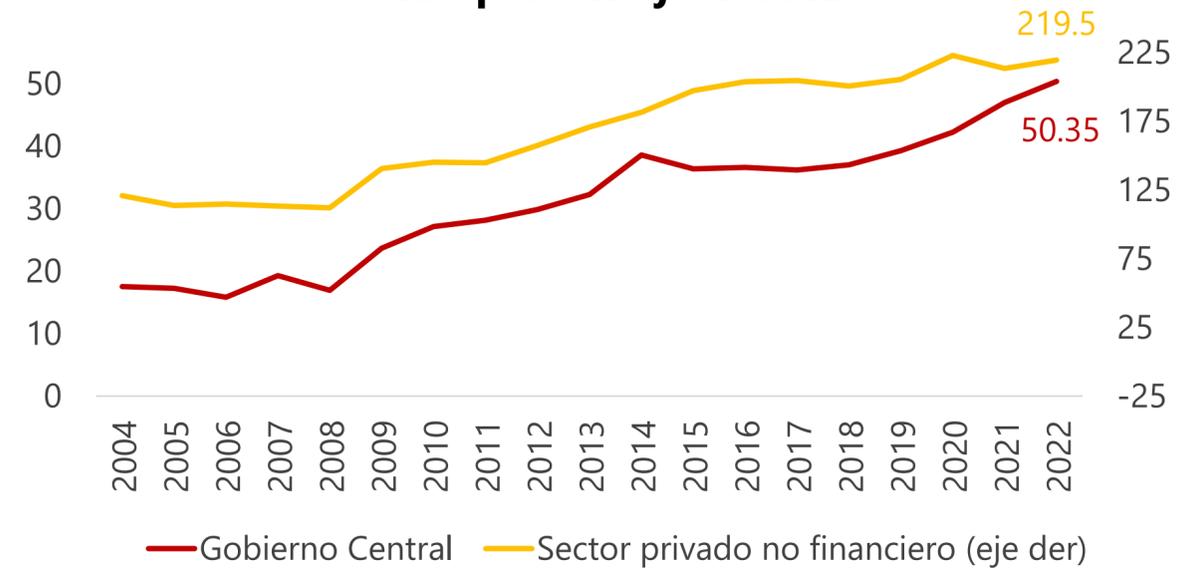
En resumen, consideramos que este mercado sí tiene un potencial interesante a mediano y largo plazo, pero su materialización podría tomar más tiempo del anticipado; algo que un inversionista debe incorporar en sus decisiones durante el 2024.

### Inversión extranjera directa en China



Fuente: Ministerio de Comercio de China

### Evolución endeudamiento de China como porcentaje del PIB



Fuente: Bloomberg.

## LATAM

---

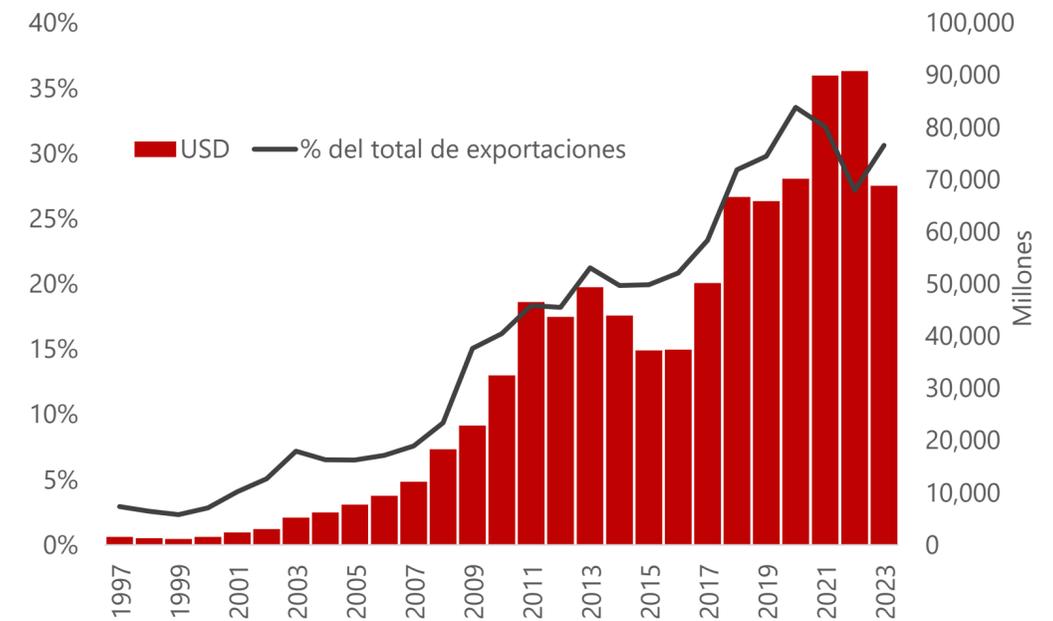
### > ¿Quiénes ganan con la tensión China-EE.UU.?

**Brasil se sigue beneficiando de su relación con China:** El panorama propio de Brasil parece ser positivo, marcado por el inicio de los recortes en la tasa de interés que ya se ubica en 12.75% luego de haber alcanzado un nivel máximo de 13.75%, la moderación en la inflación y las reformas que se adelantan en el país y que podrían tener impactos positivos en el crecimiento económico durante los próximos años. No obstante, hay un factor externo que sigue beneficiando notoriamente a esta economía y es el fortalecimiento de las relaciones con China, en medio del fraccionamiento que experimenta el mundo dadas las tensiones de este país con Estados Unidos.

Una evidencia de esta situación es el comportamiento de la balanza comercial de Brasil, favorecida ampliamente por el aumento de las exportaciones a China en los últimos años. Durante el año 2022, este país se convirtió en el principal socio comercial y llegó a representar el 27% del destino de las exportaciones brasileras, especialmente en productos como petróleo, agrícolas y de origen animal.

Esta es una tendencia que no solo seguirá beneficiando el comportamiento de la inversión directa y los flujos de portafolio, sino que, probablemente, mantendrá una perspectiva positiva sobre la moneda; más aún luego de la última cumbre sostenida por el bloque de países BRICS de donde salieron algunas iniciativas bastante interesantes.  
**(Ver capítulo de Dólar Global)**

### Brasil - Exportaciones a China



Fuente: Organización Mundial del Comercio.

**México un gran receptor de inversión estadounidense.** De una manera similar, México es otro de los grandes beneficiados por el fraccionamiento global. El aumento de la Inversión Extranjera Directa en México desde 2018 ha sido relevante, especialmente en lo que concierne a la inversión proveniente de Estados Unidos. Al igual que Brasil con China, México ha resultado ganador en esas tensiones geopolíticas y económicas, convirtiéndose en el principal socio comercial de EE. UU.

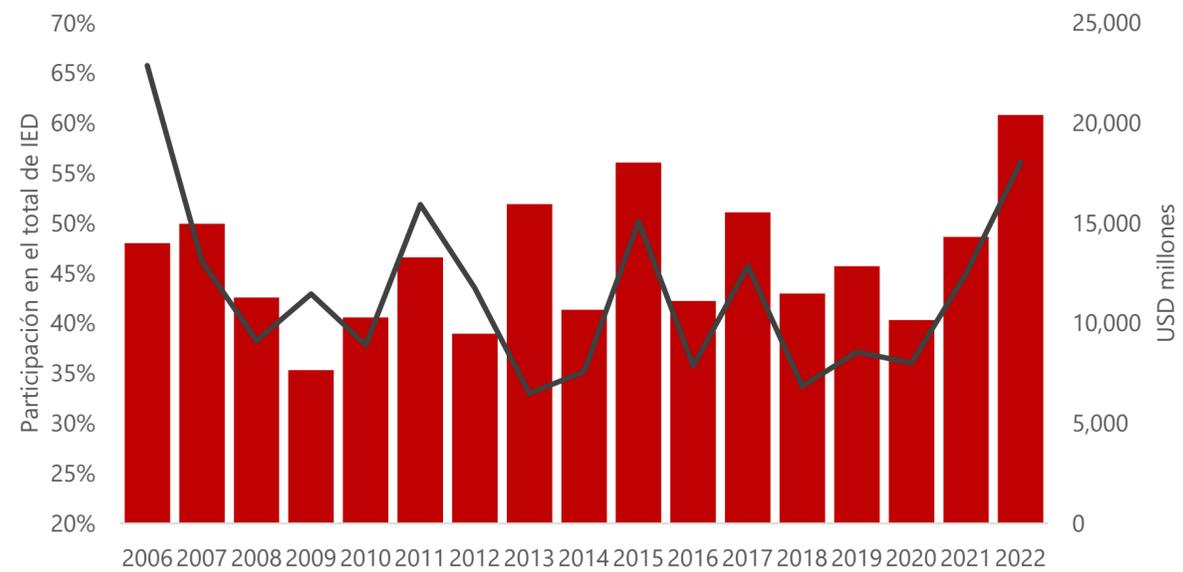
De hecho, a lo largo de 2023 ha habido una serie de inversiones anunciadas que refuerzan el argumento de que México es un ganador de la reingeniería en las cadenas de suministro, entre las que destacan una planta de USD 2 mil millones de Bosch, la decisión de BMW de invertir USD 1 mil millones en una

instalación de producción de vehículos eléctricos, y la decisión de Tesla de construir una nueva giga-fábrica (baterías) con una inversión estimada de USD 5 mil millones, entre otras.

Estos factores refuerzan nuestra tesis de que la dinamización de la economía mexicana, mediante este tipo de inversiones, claramente tendrá sus efectos positivos sobre el mercado de capitales, resultando así en una atracción importante de los flujos provenientes a Latam.

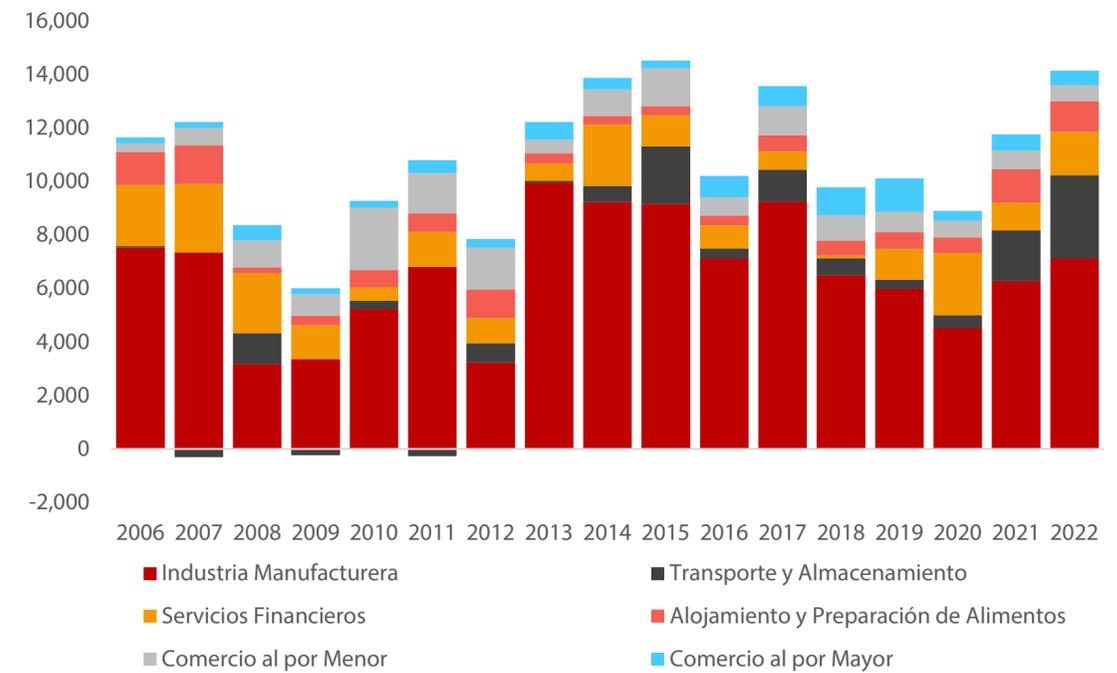
Si bien esto es muy favorable, tanto para México como Brasil, países como Colombia podrían verse afectados, por resultar menos atractivos frente a estas dos grandes potencias latinoamericanas.

### Inversión Directa de Estados Unidos en México



Fuente: UIEG.

### Principales sectores receptores de IED desde Estados Unidos



Fuente: UIEG.

## > COLCAP bajo la lupa: Descuentos, transacciones y perspectivas para inversionistas

---

### RENTA VARIABLE LOCAL

- El sentimiento negativo de los inversionistas se ha traducido en un deterioro de la liquidez del mercado, que ha llevado los precios de muchos de los activos locales a niveles incluso más bajos que los observados en el momento más severo de la pandemia.
- Las utilidades del COLCAP caerían 26% en 2023, pero crecerían 12% en 2024 a medida que las utilidades de los bancos presenten una mejor dinámica y el sector de servicios públicos mantenga la tendencia positiva de crecimiento.
- La liquidez es el principal reto del mercado. En particular, la reducción reciente de la liquidez estaría explicada por el contexto político.
- Estimamos un nivel justo del MSCI Colcap de 1,290 puntos, equivalentes a un potencial del 18%.
- Nuestro portafolio de TOP PICKs está compuesto por Grupo Energía de Bogotá, PEI, Bancolombia y Grupo Argos.

**COLCAP mantiene la divergencia frente a sus pares en 2023.** El mercado acumula una desvalorización de 15.2% en lo corrido del año, siguiendo la tendencia bajista que se ha observado desde mediados del 2022. La desvalorización ha sido generalizada, sin embargo, sobresale una caída del sector financiero cercana al 30%.

Este comportamiento es muy distinto al de sus pares de la región pues Chile se ha valorizado 10.2%, Perú 2.2%, Brasil 5.58% y México 6.58%, siendo Colombia el único mercado de la región que presenta caídas en lo corrido del año. Las propuestas de reformas del nuevo gobierno y, en particular, el rápido aumento de las tasas de interés que ha elevado el costo de oportunidad de invertir en activos de riesgo como las acciones, serían las principales causas de este desempeño.

## ACCIONES TOTALMENTE DESCONECTADAS DE SUS FUNDAMENTALES

Diversos factores como el deterioro de las condiciones macroeconómicas, el contexto de incertidumbre que se deriva de los cambios propuestos por el gobierno vía reformas, y el rápido aumento de las tasas de interés que ha incrementado el costo de oportunidad de invertir en activos de riesgo como las acciones, han derivado en un sentimiento negativo de los inversionistas que se ha traducido en un mayor deterioro de la liquidez del mercado y ha llevado a los precios de los activos locales a presentar el mayor descuento de la historia del COLCAP frente a sus fundamentales.

14 de las 17 empresas que hacen parte de nuestro universo de cobertura presentan un potencial de valorización frente a nuestra estimación de valor justo, superior 100%. Al revisar para cada compañía el múltiplo P/VL (precio/valor en libros) y P/U (precio / utilidades) actual frente a su promedio histórico y frente a sus pares, el descuento en el 98% de los activos supera el 60%, de hecho, se evidencia que principalmente las acciones con menor liquidez son las que presentan los mayores descuentos.

Esto no es una sorpresa, de hecho, vale la pena destacar que cada vez que se materializa una transacción sobre activos de compañías colombianas, se ponen en evidencia estos elevados descuentos.

Por ejemplo: i) el valor de la OPA que se realizará solo por el negocio de alimentos de Nutresa supera en un 60% el precio de mercado de la compañía completa antes de que iniciaran las OPAs, ii) Cementos Argos acaba de anunciar una transacción donde solo las operaciones de EE. UU (55% del EBITDA de la compañía) triplicaban el valor de capitalización de mercado de la compañía antes de que se anunciara la noticia, iii) la última OPA por acciones de Sura, superaba en 55% su precio de mercado y, iv) Celsia vendió el grueso de sus activos de Centroamérica, que ni siquiera generaban utilidades, por el 30% de la capitalización bursátil de la compañía. Esto solo por mencionar algunas de las transacciones.

---

**14 de 17 empresas presentan un potencial de valorización a nuestra estimación de valor justo, superior al 100%**

---

Acciones	Potencial	P/U	P/VL	Descuento frente a sus pares (P/E)	Descuento frente a sus pares (P/VL)	P/U Promedio histórico	P/VL Promedio histórico
Mineros	149%	8.6	0.4	-67%	-89%	7.9	0.6
Concreto	139%	4.3	0.2	-85%	-89%	8.7	0.3
Grupo Éxito	118%	318.6	0.5	1338%	-57%	51.2	0.7
Cemargos	116%	19.8	0.6	30%	-67%	37.6	0.8
Corficolombiana	113%	4.4	0.4	-82%	-83%	9.7	0.8
PEI	112%	38.2	0.4	N/A	-86%	1.4	0.2
GEB	112%	4.8	0.8	-61%	-43%	7.3	1.1
Terpel	110%	12.6	0.5	-17%	-75%	11.5	0.8
Promigas	107%	4.4	0.9	-76%	-65%	6.2	1.4
Grupo Argos	105%	6.4	0.4	-54%	-79%	15.3	0.6
Celsia	104%	13.0	0.5	-3%	-38%	11.7	0.7
Banco de Bogotá	65%	13.8	0.6	81%	-47%	8.2	0.9
ISA	64%	6.4	1.0	-37%	-30%	10.6	1.4
PF Bancolombia	53%	4.1	0.8	-46%	-26%	24.0	0.9
Grupo Sura	40%	9.2	0.6	4%	-58%	16.0	0.6
Grupo Aval	31%	17.2	0.7	126%	-35%	8.6	1.0
Ecopetrol	21%	3.5	1.3	-64%	-39%	12.9	1.3
<b>MSCI COLCAP</b>		<b>4.79</b>	<b>0.64</b>			<b>11.72</b>	<b>0.96</b>

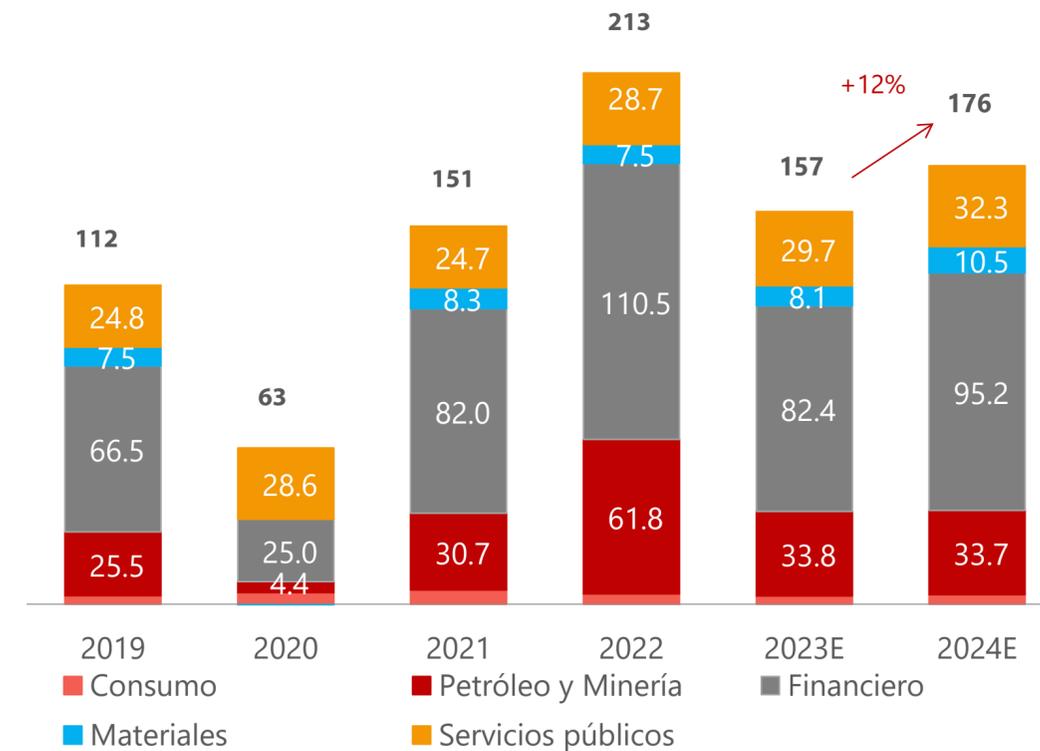
Fuente: Bloomberg | Estimaciones: Davivienda Corredores

Las cifras de las compañías también han sido favorables en los últimos años: si bien en 2023 las utilidades del Colcap habrían caído 26%, producto de menores utilidades de Ecopetrol por el efecto de la reforma tributaria, y del impacto de unas condiciones macroeconómicas más retadoras en los bancos, que implicaron mayores gastos en provisiones, el nivel de utilidades se mantuvo por encima de 2021.

Para 2024, nuestra perspectiva es positiva y estimamos un crecimiento de 12%, en el que sobresale nuestra expectativa de recuperación del sector financiero, el mayor aporte del sector de materiales, y la contribución creciente que hemos observado a lo largo de los años para el sector de servicios públicos. Resaltamos que en el caso de Ecopetrol esperamos que las utilidades continúen disminuyendo, en particular, por el efecto de una menor tasa de cambio promedio frente a 2023. No obstante, aunque las utilidades han crecido frente a 2019, más de 40% los precios han caído 38% desde ese momento.

**Estimamos un crecimiento de 12% en las utilidades del COLCAP en 2024**

**Estimación utilidad por acción MSCI COLCAP (COP)**



Fuente: Davivienda Corredores.

Sobre esta base, es evidente la desconexión de las acciones colombianas frente a su desempeño fundamental; prácticamente no se escapa ninguna compañía, lo que significa un gran reto, puesto que los precios de mercado cada vez están más desligados de la evolución de las cifras de las empresas.

Entonces surge la pregunta **¿qué debería pasar para que el mercado colombiano refleje el valor real de las empresas?** Consideramos que la disminución en el diferencial entre el valor Justo y el precio de mercado depende de varios factores que solo se van a ir ajustando con el tiempo, principalmente: Tasas de interés altas, liquidez y contexto político. A continuación, nuestra opinión y perspectiva sobre cada uno de estos factores:

---

***Tasas de interés altas, contexto político y liquidez, seguirán determinando el comportamiento de las acciones locales***

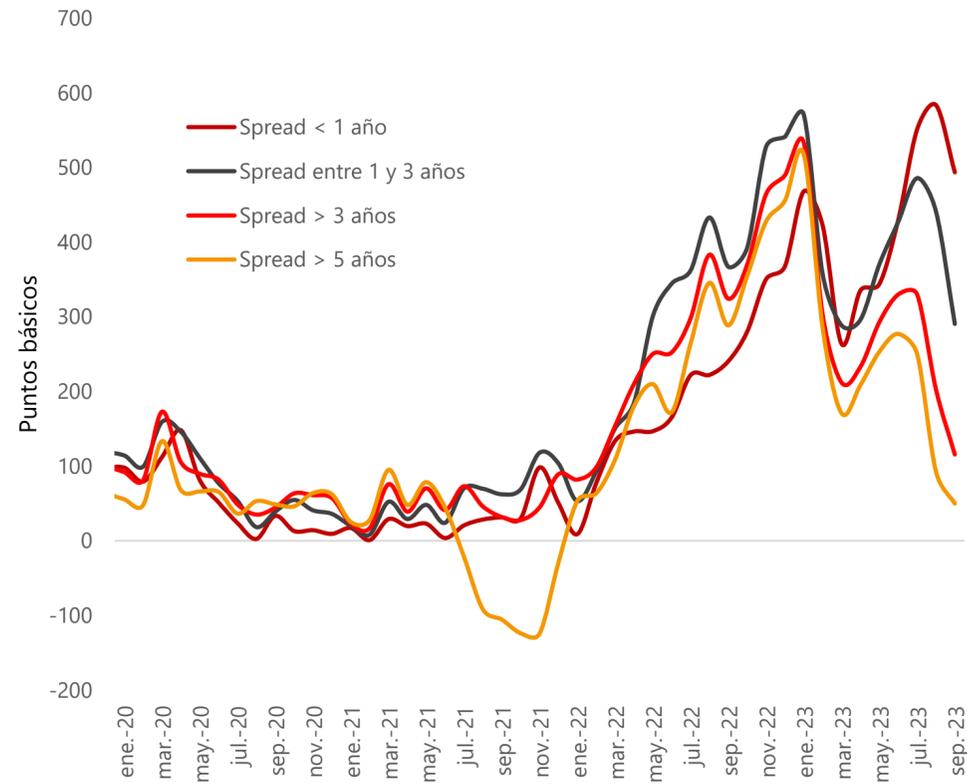
---

### **Tasas de interés altas**

Uno de los principales catalizadores para el mercado colombiano se derivaría de la disminución que puedan tener las tasas de interés. Como en el mundo, producto de la elevada inflación, Colombia alcanzó el nivel de tasas de interés más alto de los últimos 23 años. A esto se sumó que producto de temas puntuales como cambios regulatorios (CFEN), las tasas de captación superaron en su mejor momento en casi 600 pbs la tasa de intervención del Banco de la República (los CDTs alcanzaron tasas de 18%).

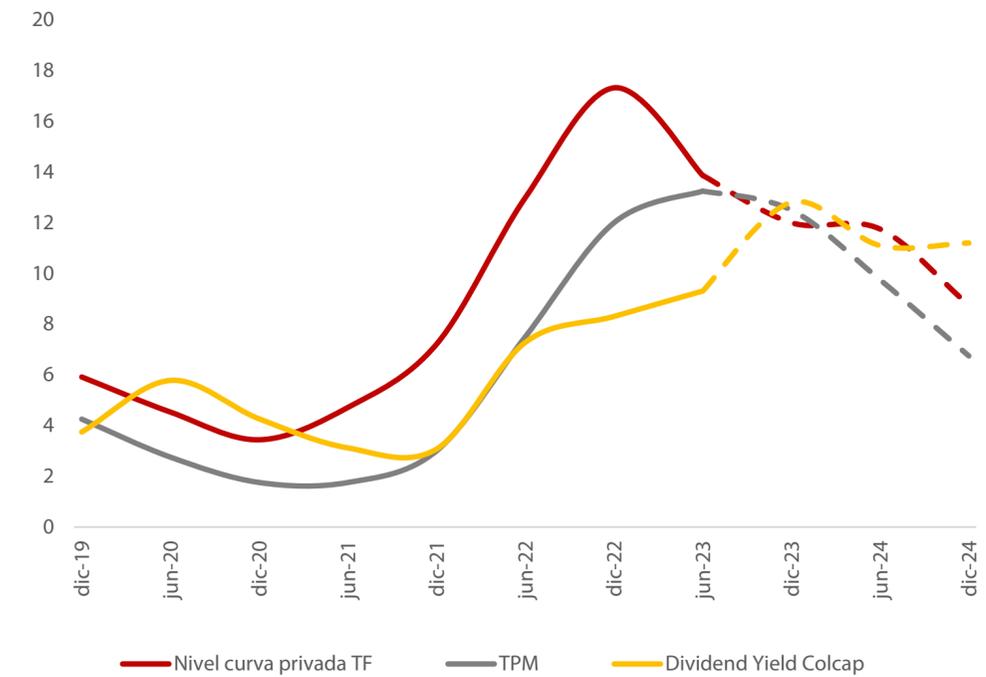
Esto generó un gran desincentivo para la inversión en acciones, pues los inversionistas volcaron sus recursos disponibles para aprovechar la atractiva oportunidad de inversión que se presentaba en el mercado de renta fija e incluso desinvertieron en acciones para invertir en CDTs. En Colombia, en lo corrido del año 2023, en promedio la renta fija ha rentado 29% efectivo anual vs un promedio de rentabilidad de 10 años de 7%, mostrando el positivo efecto en la renta fija de las altas tasas.

### Diferencial CDTs y TES vs Tasa Repo



Fuente: Bloomberg y Precia. | Cero Cupón. | Bonos TF AAA financiero. Cálculos: Davivienda Corredores.

### Evolución esperada de Tasa BanRep, Tasas deuda privada y retorno por dividendos del COLCAP



Fuente: Banrep y Bloomberg.

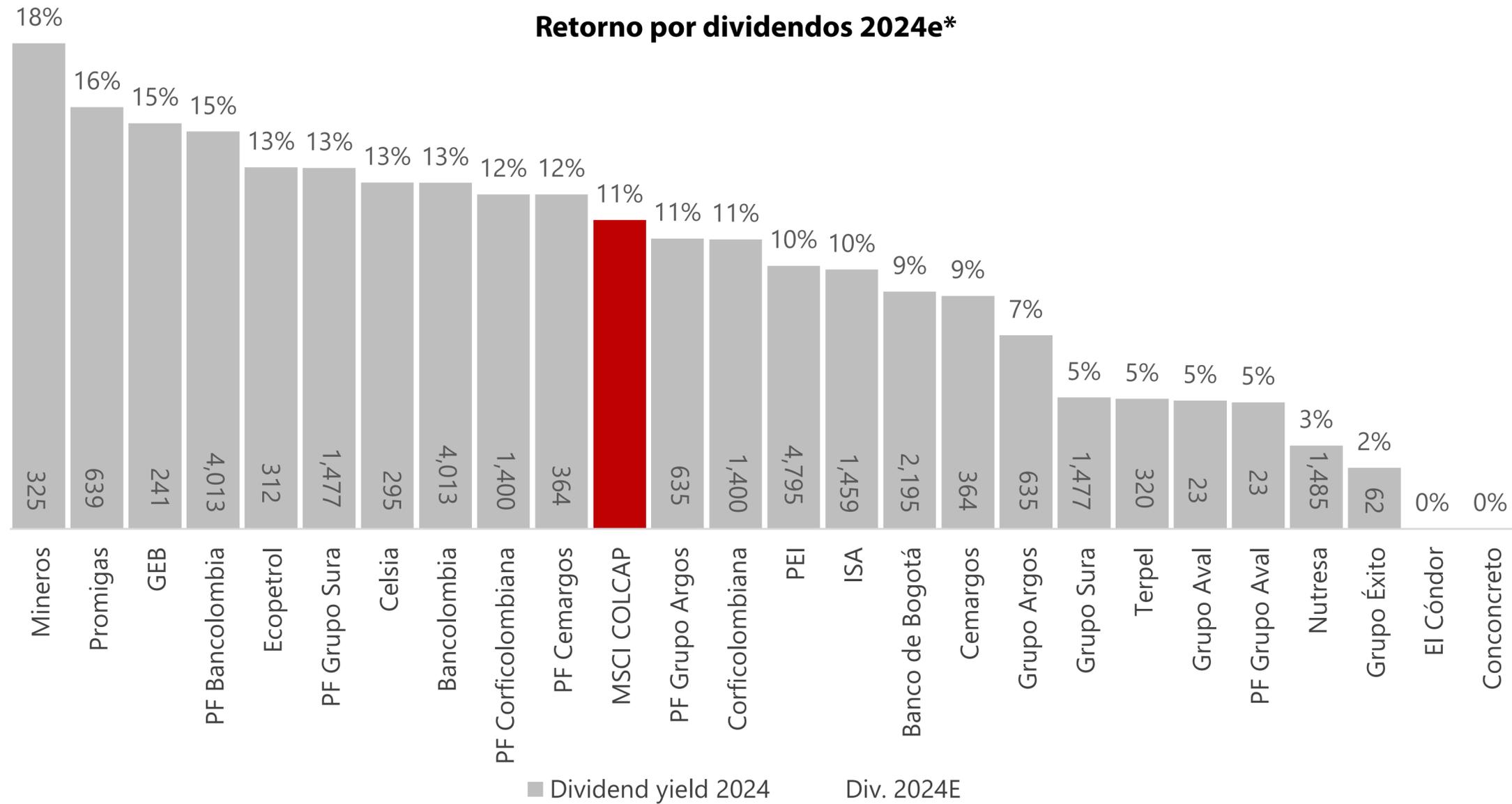
Actualmente, el costo de oportunidad para las acciones o los activos inmobiliarios se mantiene alto, las tasas de captación de CDTs sin bien han disminuido, todavía se encuentran en niveles muy atractivos frente a su historia y esto no va a cambiar tan rápido. Estimamos que la tasa de intervención del Banco de la República empiece a disminuir, pero de forma gradual, es así como en siete meses (mayo de 2024) se ubicaría en 11.75%, un nivel todavía desfavorable para el mercado de acciones. Solo a partir de entonces empezaremos a observar reducciones más marcadas a medida que la inflación así lo permita.

Sin embargo, creemos que a medida que el panorama para la renta fija vaya cambiando, los inversionistas van a empezar a incorporar en sus decisiones de inversión el riesgo de reinversión que representa la disminución más fuerte de las tasas y ahí podrían abrirse oportunidades de inversión en acciones, sobre todo en aquellas compañías que presenten los mejores retornos por dividendos.

**Retorno por dividendos para 2024 se mantendría en niveles de dos dígitos.** El retorno por dividendos para el año 2024 se ubicaría en 11.4%, donde la mayoría de los dividendos presentaría un crecimiento frente a 2023, a excepción de Ecopetrol, Terpel, Banco de Bogotá, Grupo Aval e ISA.

Vale la pena destacar que el retorno por dividendo se mantiene estable frente a 2023 (11.2%) principalmente por la desvalorización de las acciones en lo corrido del año (-15.2%). Sobresale la disminución en el dividendo de Ecopetrol que pasaría de COP 593 por acción en 2023 a COP 312 por acción en 2024, producto del impacto de la reforma tributaria y un menor precio del petróleo en las utilidades.

Finalmente, es importante destacar que en el caso de Bancolombia esperamos un incremento en el dividendo a pesar de que las utilidades en 2023 disminuirán, principalmente por las necesidades de caja de Grupo Sura para poder asumir las obligaciones de la salida de Nutresa de su portafolio.



Fuente: BVC | Cálculos: Davivienda Corredores. \* Calculado con el precio al cierre del 22 de septiembre de 2023.

La principal evidencia de la relación entre el valor de las acciones y las tasas de interés se puede medir a través de la tasa de descuento e impacto en el valor justo del Colcap a nivel fundamental. En un escenario base en 2024 de inflación del 6.28% y tasas de interés del 10.25%, esperamos que el valor justo se ubique entre 1,290 y 1,520.

Así mismo, en la medida en la que se vayan ajustando la inflación y las tasas de interés en el largo plazo, el potencial del Colcap mejora significativamente, incluso si tomamos como base lo que podría ser el comportamiento de estas variables macroeconómicas al cierre del año 2024, el potencial del índice se amplía hasta 39.4%. Vale la pena destacar que este escenario incorpora un crecimiento anual compuesto de las utilidades del índice de 4%, en línea con la baja dinámica que esperamos para la economía durante los próximos años.

### Niveles del MSCI Colcap en diferentes escenarios macroeconómicos

Escenarios	Actual	Base 2024	1	2	3
<b>Dividend Payout</b>	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
<b>Ke</b>	15.6%	13.1%	13.6%	11.6%	9.6%
Inflación	10.01%	6.28%	6.50%	5.23%	3.97%
Tasa real	2.7%	4.0%	4.3%	3.5%	2.8%
Tasa de interés	12.75%	10.25%	10.75%	8.75%	6.75%
Premium	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%
<b>Crecimiento</b>	1.1%	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%
Crecimiento Real	-8.9%	-4.9%	-5.5%	-3.9%	-2.6%
Valor actual	1,091	1,091	1,091	1,091	1,091
P/E Objetivo	4.7	6.3	5.5	5.9	7.4
<b>Valor Objetivo</b>	<b>1,090</b>	<b>1,290</b>	<b>1,116</b>	<b>1,207</b>	<b>1,520</b>
Potencial	0.0%	18.3%	2.3%	10.7%	39.4%

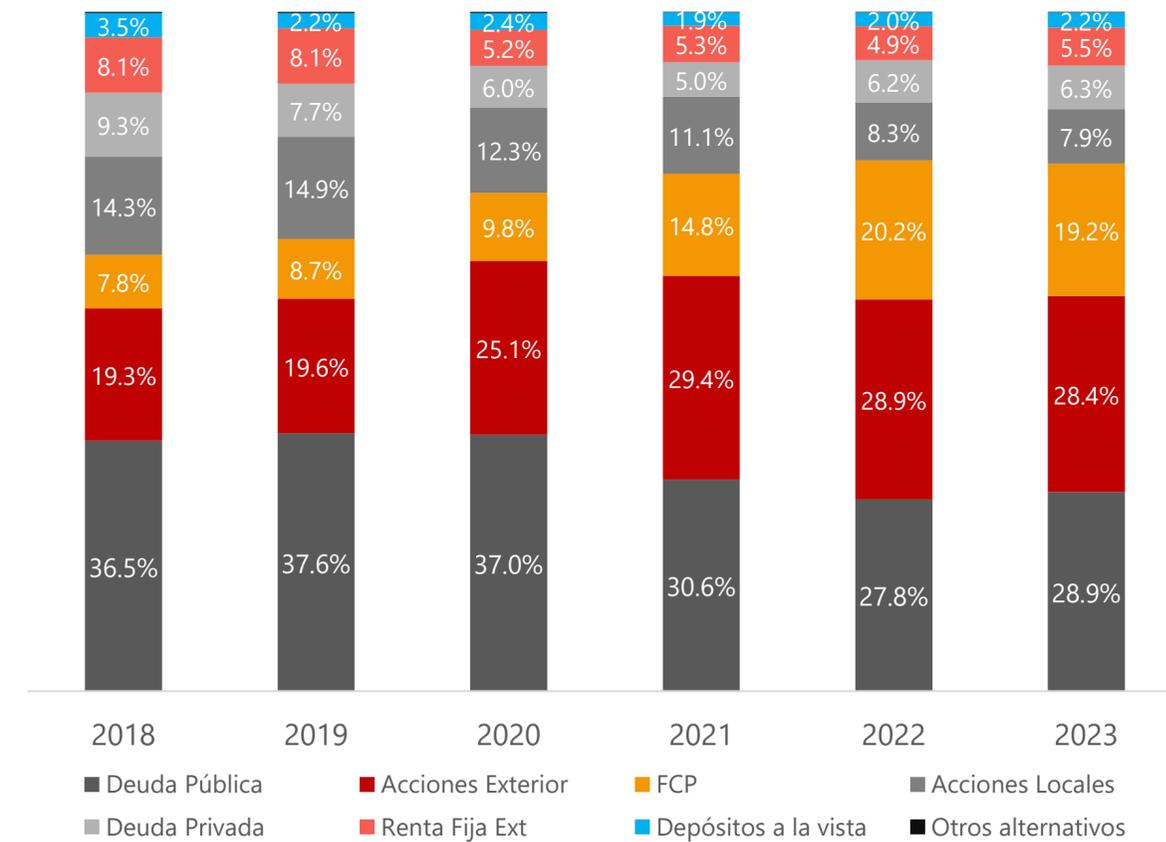
Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores

## Liquidez del mercado, el gran reto

Hoy los inversionistas reconocen que la liquidez representa el mayor reto y el principal riesgo a la hora de invertir en el mercado colombiano. Hace casi 5 años el mercado registraba un volumen diario de negociación promedio de ~COP 140 mil mm, mientras en lo corrido de 2023 el volumen de negociación ha sido de COP 58 mil millones.

Todos los jugadores del mercado han disminuido su participación, sin embargo, son los inversionistas locales quienes más han disminuido su apetito por las acciones del mercado local. En el caso de los Fondos de Pensiones, la participación de las acciones locales en el portafolio de inversión ha venido disminuyendo gradualmente, pero principalmente entre 2022 y 2023, pasando de representar el 15% del portafolio total al 8% a junio de 2023. Los extranjeros, por su parte, llevan desde 2018 siendo vendedores netos del mercado.

Composición portafolio Fondos de Pensiones 2018 -2022

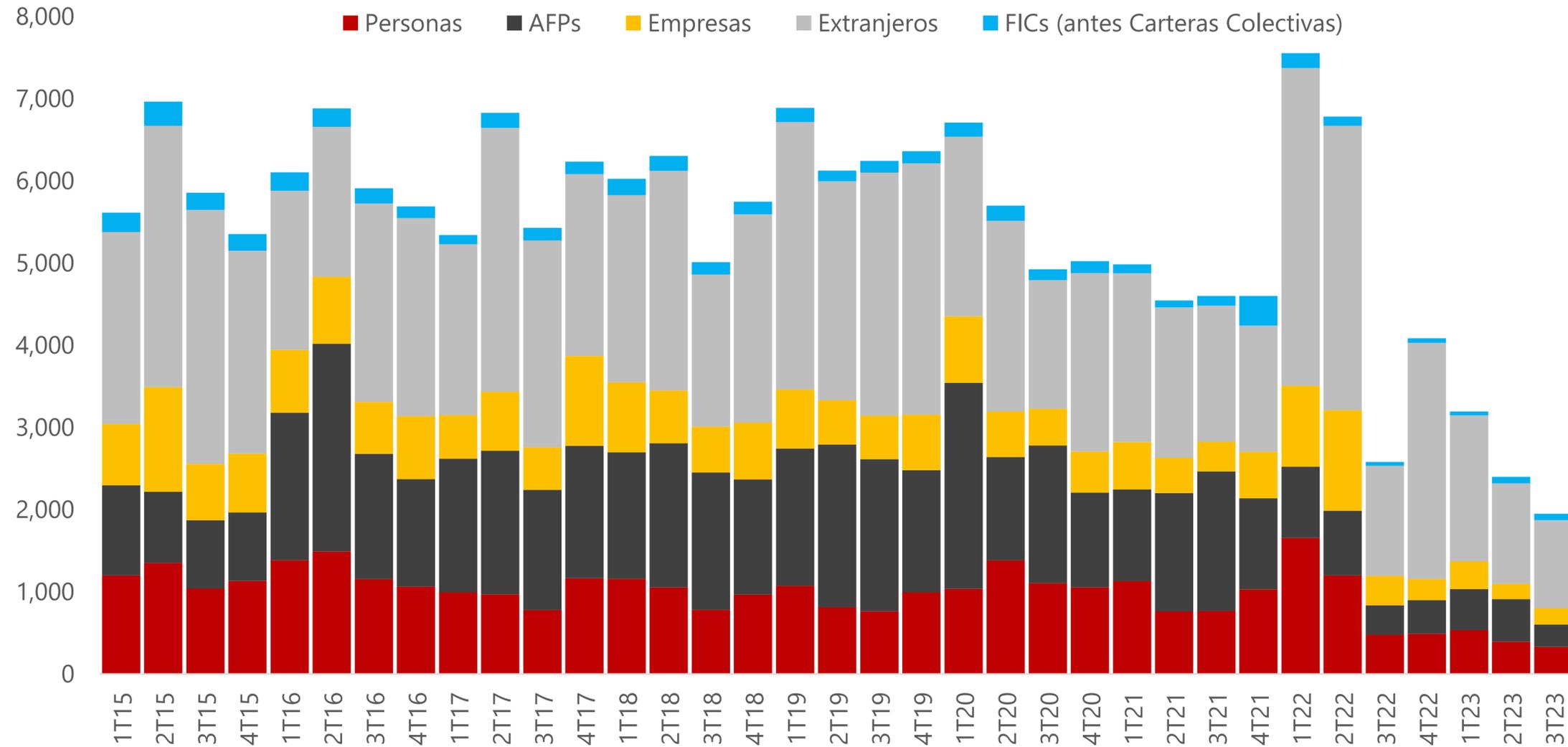


Fuente: Superintendencia Financiera

Si bien es cierto que la liquidez ha disminuido con el pasar de los años, algo particular ocurrió este año. Cuando revisamos la participación de los diferentes jugadores en las compras del mercado local, encontramos que, si bien los volúmenes negociados venían cayendo gradualmente desde el 2018, en el segundo trimestre de 2022 se presentó repentinamente una caída abrupta en el interés por invertir en el mercado local. Basta con observar el comportamiento de las personas naturales cuyos volúmenes de compra trimestrales promediaban COP 1.1 billones desde el 1T21 hasta el 2T22 y, en el 3T22, cayeron a la mitad (COP 480 mil millones). De hecho, ya en el 3T23 el promedio fue de COP 330 mil millones.

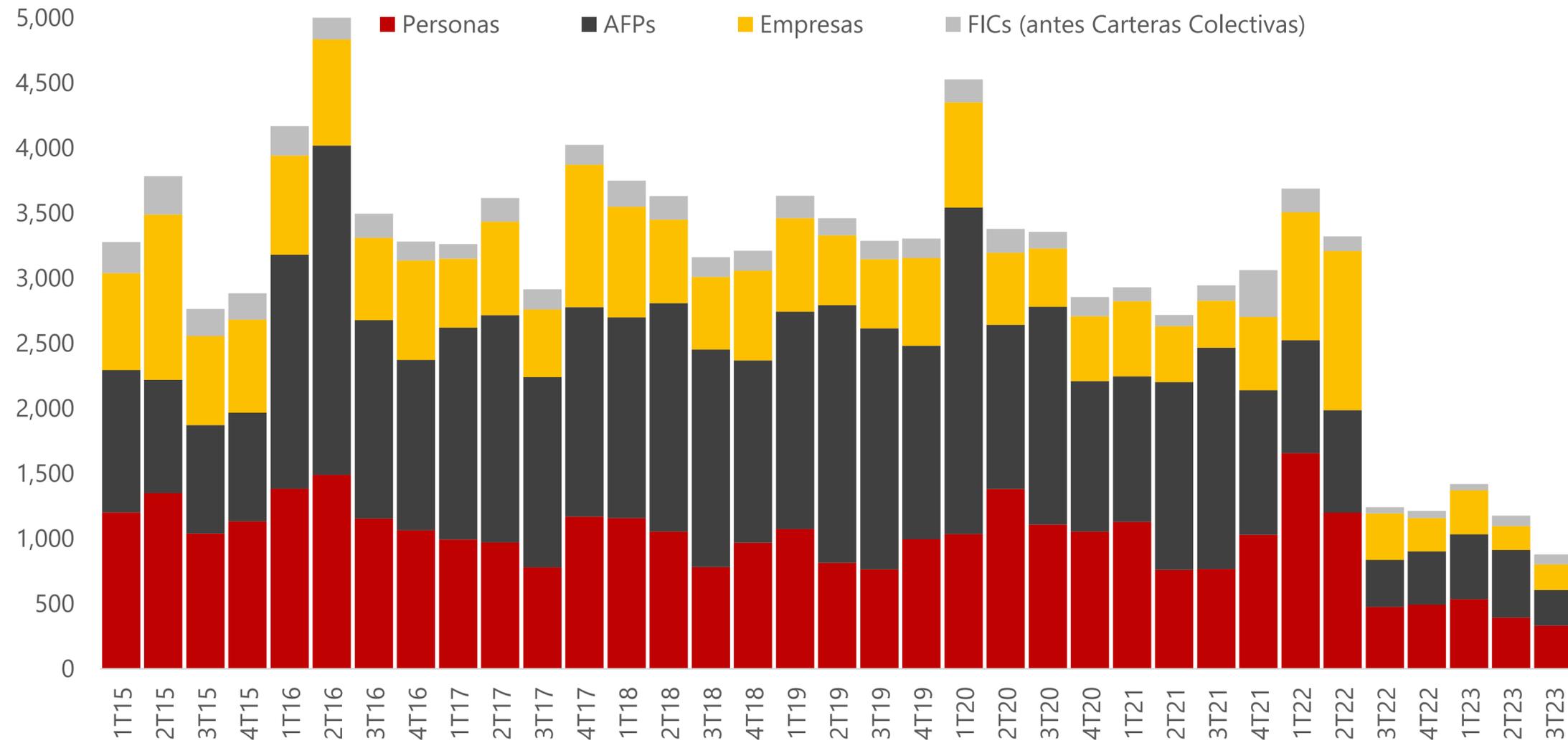
Dos fenómenos coinciden en ese momento específico. Por un lado, se alcanza uno de los máximos históricos en las tasas de interés de captación y, por el otro, concluyen las elecciones presidenciales con un resultado que representó un cambio político muy relevante para el mercado. Esto nos lleva de nuevo a la reflexión inicial y es que la vuelta a la normalidad en el primer caso (tasa de interés alta) va a ser muy gradual y, en el segundo caso, si bien el alcance de muchas propuestas del gobierno se ha moderado, la incertidumbre en el rumbo de varios sectores de la economía se mantiene, lo cual ha llevado a que varios capitales de inversión busquen nuevas geografías a nivel internacional; una tendencia que no será tan fácil de revertir en el corto plazo.

### Compras por tipo de inversionista (COP miles de millones)



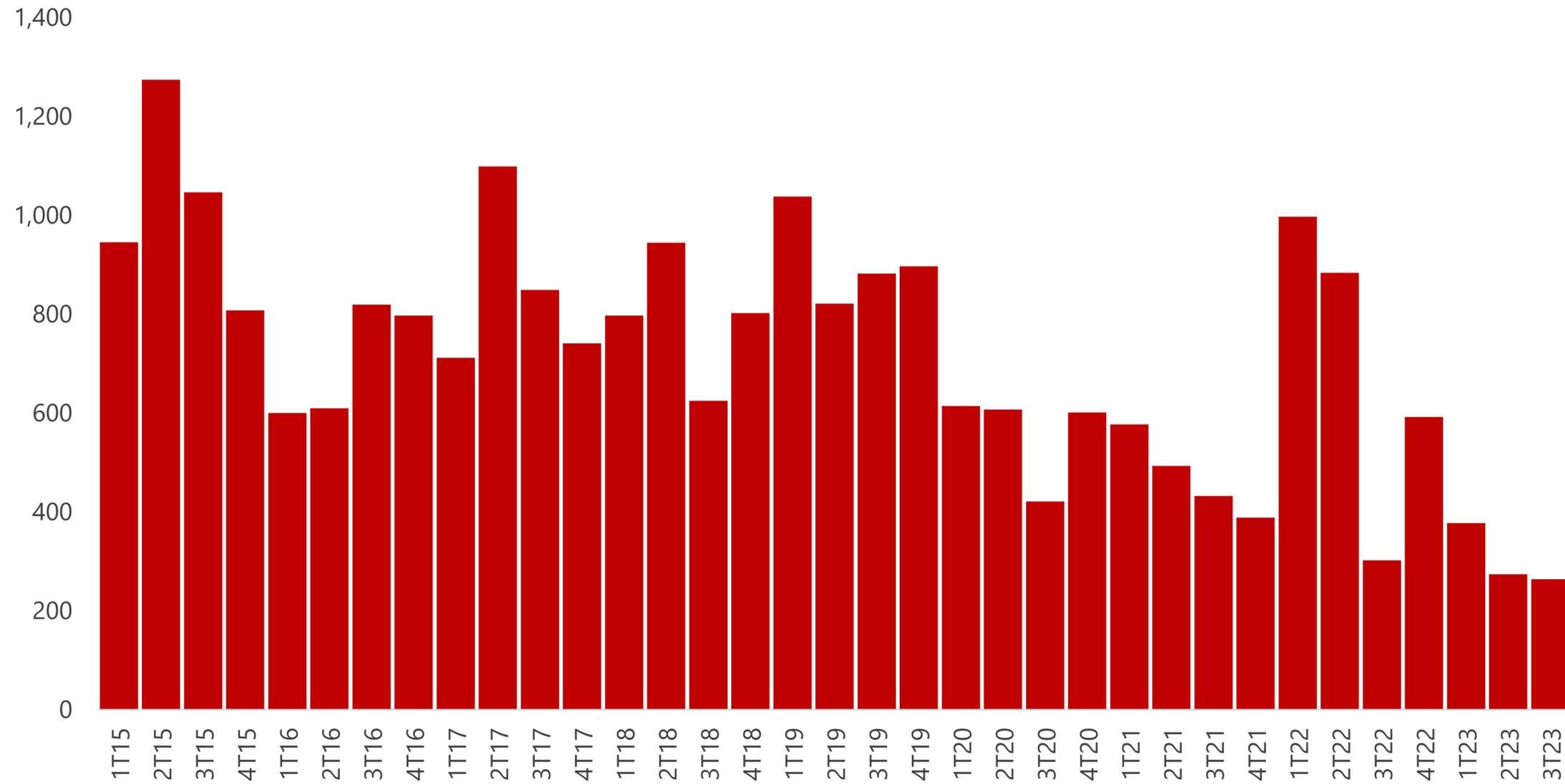
Fuente: Bolsa de Valores

### Compras por tipo de inversionista locales (COP miles de millones)



Fuente: Bolsa de Valores

**Compras extranjeros  
(USD miles)**



Fuente: Bolsa de Valores

## Salida de índices internacionales

Ha sido noticia recientemente que el mercado local podría perder aún más visibilidad entre los inversionistas extranjeros ante una eventual reclasificación a mercado frontera. Lo primero que hay que entender es que los mercados se pueden clasificar en 3: desarrollados, emergentes y frontera. La clasificación de un mercado en uno u otro grupo se basa en tres criterios: i) Desarrollo económico, ii) tamaño y liquidez del mercado de capitales y, iii) nivel de accesibilidad para el inversionista extranjero.

Cada administrador de índice define los criterios exactos de clasificación para cada uno de los mercados. En el caso de los emergentes, el primer índice fue desarrollado por Standard & Poor's y surgió en 1985 con 10 criterios. Tres años más tarde apareció el índice MSCI que utiliza 23 criterios, y en 1994 nació el índice FTSE con 13 criterios para la clasificación. Actualmente, Colombia hace parte de los índices de mercados emergentes MSCI y FTSE; sin embargo, su participación en estos ha venido disminuyendo gradualmente durante los últimos años. De hecho, ambos índices contaban con 9 acciones en 2018, y al corte de 2022 disminuyeron su participación y solo contaban por participación en 4 especies. Cabe anotar que en su último rebalanceo MSCI eliminó a Cementos Argos del índice de emergentes.

Ahora, la designación de mercado frontera aplica para países con mercados de tamaño pequeño, mayor volatilidad, poca liquidez, y que cuentan con un mayor riesgo de inversión. Colombia está en el radar, puesto que en el caso del MSCI, uno de los criterios para continuar siendo mercado emergente, está relacionado con que mínimo 3 acciones cuenten con una capitalización bursátil ajustada por flotante de al menos USD 1,033 mm, y en el caso de Colombia, aunque tenemos tres, dos de esas tres son de la misma empresa (Bancolombia ordinaria y preferencial).

Respecto al impacto, lo primero que hay que decir es que, en la medida que las acciones del mercado local han venido perdiendo participación en los índices, una eventual reconfiguración y salida de los índices de mercados emergentes podría generar flujos de venta en Bancolombia ordinaria y preferencial, ISA y Ecopetrol; su representatividad en estos índices la presentamos a continuación.

---

***ISA, Bancolombia y Ecopetrol las únicas en índices de mercados emergentes***

---

Vanguard (Índice FTSE)						
Compañía	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
	No. Acciones					
Pf Bancolombia	3,425,541	3,798,913	4,563,318	3,096,748	4,701,710	4,643,200
Ecopetrol	94,265,760	96,773,755	110,858,463	108,346,106	108,118,124	106,090,340
ISA	12,638,789	13,087,793	11,737,606	11,549,436	11,935,879	11,997,934
Bancolombia	5,028,166	5,095,761	4,349,603	1,810,767	4,589,756	4,625,036
Grupo Sura	7,550,156	7,635,483	5,511,346	5,899,092	2,820,248	0
PF Aval	110,188,387	106,808,127	0	0	0	0
Pf Davivienda	1,483,346	1,603,215	0	0	0	0
Corficolombiana	2,289,310	3,007,784	2,814,225	0	0	0
Pf Grupo Sura	2,853,415	2,817,965	2,551,885	2,338,029	1,931,618	0

Fuente: SFC

Ishares (Índice MSCI Emerging Markets)						
Compañía	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	jun-23
	No. Acciones					
Pf Bancolombia	7,127,450	4,034,323	3,624,603	4,069,979	6,646,949	4,258,437
Ecopetrol	76,518,688	66,773,559	56,107,129	40,900,743	0	0
ISA	11,835,393	4,002,096	3,533,541	0	4,112,255	9,855,070*
Bancolombia	1,763,351	1,872,310	1,783,888	2,020,531	3,568,691	2,229,217
Grupo Sura	3,992,923	2,141,813	0	0	0	0
PF Aval	37,717,874	0	0	0	0	0
Cemargos	7,265,374	4,209,545	4,047,918	4,710,293	4,879,208	5,164,856
Corficolombiana	1,145,697	0	0	0	0	0
ETB	4,401,180	0	0	0	0	0

Fuente: SFC. | \*5,489,405 corresponden a la participación de Ishares MSCI Frontier &amp; IV Public Company.

## Contexto político

Sin duda, como se observa en las gráficas anteriores, el cambio de gobierno marcó un nuevo rumbo para el mercado de acciones local. El conjunto de reformas que se plantea, como la reforma pensional, laboral y de salud; o cambios regulatorios no anticipados, como la suspensión del incremento en los peajes, o los que tienen que ver con el sector energético, han aumentado la incertidumbre de los inversionistas.

No podemos dejar de lado a Ecopetrol, la acción más importante de nuestro mercado (17.4% del índice COLCAP), que además de verse fuertemente impactada por la reforma tributaria aprobada en 2023, ha estado en el centro de las miradas de los inversionistas ante la expectativa de las decisiones de gobierno sobre si continuará o no el otorgamiento de nuevos contratos de exploración petrolera, o cambios trascendentales en su estrategia de largo plazo.

---

***Cambios regulatorios y reformas generan incertidumbre***

---

Todo esto se ha traducido en bajos niveles de inversión, las empresas han venido ajustando sus planes de CAPEX, a la espera de los resultados de las propuestas, lo que de continuar traería consecuencias de mediano plazo en la economía y en la generación de utilidades de las compañías, pues podría traducirse en un estancamiento de la inversión y, por lo tanto, en el crecimiento económico.

Sin embargo, pareciera que los contrapesos han tenido un rol importante y han acotado los alcances que inicialmente se planteaban con las reformas propuestas. La independencia del Banco de la República ha sido, una vez más, reconocida como uno de los mayores activos públicos del país y el debate político en el Congreso de la República ha llevado a una evaluación más detallada de los impactos de las reformas en la economía y las cifras fiscales del país, al igual que el compromiso con la estabilidad macroeconómica y la disciplina fiscal de Colombia, por mencionar solo algunos. En este sentido, el resultado de las elecciones regionales en octubre será clave como medición de las tendencias políticas del país y las decisiones futuras en materia de inversión.

**Reforma pensional, clave para el mercado.** La propuesta de reforma pensional que hace su trámite en el Congreso se basa en unificar el Sistema General de Pensiones. De acuerdo con cálculos del Ministerio de Hacienda, esta propuesta permitiría reducir entre 7 y 12 puntos porcentuales del PIB el valor presente de los déficits de los pilares contributivo y semicontributivo.

Este nuevo modelo combinaría el régimen de prima media y el de capitalización, en donde en el de prima media los afiliados cotizarían de manera obligatoria a Colpensiones sobre la base los 3 primeros salarios mínimos.

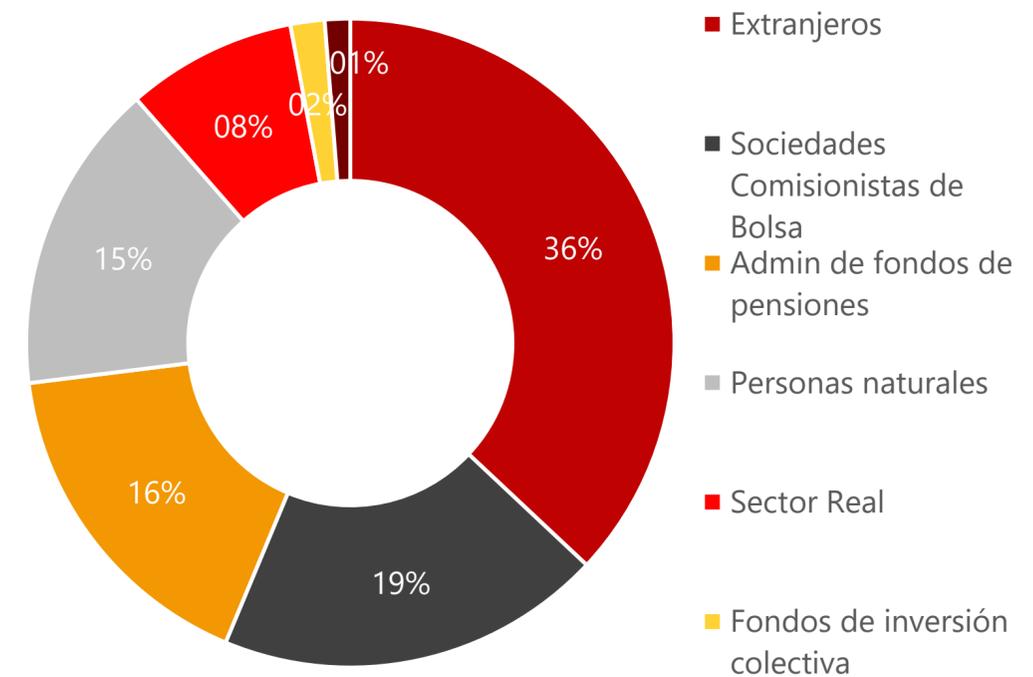
Por su parte, las personas cuyos ingresos sean superiores a 3 SMMLV decidirán libremente donde cotizar el excedente; en este pilar participarían las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Bajo este escenario y dado que gran porcentaje de los afiliados en Colombia (78%) ganan menos de 3 SMMLV, las AFP verían una reducción importante del flujo actual de cotizaciones mensuales que reciben, lo cual limitaría su participación no solo en el mercado de acciones local, donde tienen posiciones cercanas a los COP 29 bn (12% del PIB), sino también en mercados como el de renta fija.

Este hecho, sumado al contexto ya mencionado de bajos volúmenes de negociación, podría acentuar la iliquidez en el mercado, dificultando aún más la correcta formación de precios de las acciones e incluso desincentivando la participación de otros agentes en el mercado local.

Sin embargo, es clave resaltar que la propuesta considera la creación del Fondo de Ahorro, el cual se alimentara por las cotizaciones de entre tres y 25 salarios mínimos, con lo que se buscaría sustituir las inversiones que hacen las AFPs actualmente y así mitigar el impacto en el mercado de capitales.

**Participación en las negociaciones del índice\***



Fuente: BVC | Cálculos: Davivienda Corredores.  
 \* Corresponde al volumen negociado durante 2021 y 2022.

## TOP PICKS 2024

Como lo mencionamos anteriormente, reconocemos que, por lo pronto, las compañías seguirán enfrentando un escenario retador, razón por la cual nuestro portafolio considera un balance de factores.

Por un lado, elegimos a Grupo Energía Bogotá (**Ver aquí**) la cual se encuentra en un sector defensivo al tener sus ingresos indexados a la inflación y contar con un portafolio diversificado geográficamente y de negocios. Además, presenta estabilidad en su generación de flujo de caja y niveles de apalancamiento sostenibles.

Por otra parte, vemos una oportunidad interesante en el sector bancario, el cual presenta descuentos importantes en los precios de los principales emisores, en donde destacamos a Bancolombia (**Ver aquí**), como una alternativa atractiva principalmente por su alta liquidez. Si bien reconocemos que este es un sector con alta sensibilidad a los ciclos económicos, estimamos que Bancolombia mantendrá indicadores de rentabilidad superiores, incluso frente a su propia historia.

En Grupo Argos (**Ver aquí**), la puesta en marcha de diferentes estrategias, como asociaciones, plataformas de inversión y venta de activos, permitirán continuar con la reducción del apalancamiento, liberando así recursos para impulsar su crecimiento futuro.

Finalmente, en PEI (**Ver aquí**), consideramos que la disminución gradual de las tasas de interés, la materialización de desinversiones y el cambio a un esquema de comisiones más alineado con el desempeño operativo del vehículo, impulsarán el flujo de caja distribuible y por ende el precio de los títulos.

Portafolio Top Picks				
				
Sector	Utilities	Inmobiliario	Financiero	Construcción
Peso sugerido	30%	30%	25%	15%
Dividend Yield	15.0%	9.7%	14.7%	7.2%
Valor Justo 2024FA	COP 3,400	COP 104,300	COP 41,700	COP 17,900
Potencial	<b>112.0%</b>	<b>112.0%</b>	52.8%	<b>101.8%</b>
Retorno Total	<b>127.0%</b>	<b>121.7%</b>	67.5%	<b>109.0%</b>

Empresa	Valor Justo 2024FA						
	Valor Justo	Potencial	Div. 2024E	Retorno por Dividendo	Retorno total	Recomendación	Riesgo
GEB*	3,400	112%	241	15.0%	127%	<b>Comprar</b>	Alto
Grupo Argos*	17,900	102%	635	7.2%	109%	<b>Comprar</b>	Alto
Bancolombia*	41,700	53%	4,013	14.7%	68%	<b>Comprar</b>	Alto
PEI*	104,300	112%	4,759	9.7%	122%	<b>Comprar</b>	Alto
ISA	25,000	64%	1,459	9.6%	74%	<b>Comprar</b>	Alto
Grupo Éxito**	6,000	118%	62	2.3%	120%	<b>Comprar</b>	Alto
Cemargos	8,800	109%	364	8.6%	117%	<b>Mantener</b>	Muy Alto
Promigas	8,500	107%	639	15.6%	123%	<b>Mantener</b>	Alto
Banco de Bogotá	40,700	63%	2,195	8.8%	72%	<b>Mantener</b>	Alto
Corficolombiana	27,800	113%	1,400	10.7%	124%	<b>Mantener</b>	Muy Alto
Concreto**	550	139%	0	0.0%	139%	<b>Mantener</b>	Muy Alto
Mineros	4,500	149%	325	18.0%	167%	<b>Mantener</b>	Muy Alto
Celsia	4,700	104%	295	12.8%	117%	<b>Mantener</b>	Alto
Grupo Aval	640	31%	23	4.7%	35%	<b>Mantener</b>	Alto
Ecopetrol	2,830	21%	312	13.4%	35%	<b>Vender</b>	Muy Alto
Grupo Sura	42,500	40%	1,477	4.9%	45%	<b>Vender</b>	Alto
Terpel	14,000	110%	320	4.8%	115%	<b>Vender</b>	Alto
<b>MSCI COLCAP</b>	<b>1,290</b>	<b>18.3%</b>		<b>11.0%</b>	<b>29.3%</b>		

Fuente: Davivienda Corredores | \*Top Pick. \*\* No pertenece al Colcap, incluyendo a PEI.  
Potencial y retorno por dividendos calculado con precios de cierre del 22 de septiembre

## > Metodología de recomendaciones

### Valor Justo:

Corresponde al valor justo al que, según nuestras expectativas de desempeño financiero futuro y metodologías de valoración en Davivienda Corredores, estimamos la acción de una compañía debería negociarse en el mercado de capitales. No obstante, debido a que estas metodologías contemplan factores de largo plazo, el precio de mercado puede desviarse por periodos prolongados de esta estimación; por lo cual, la aproximación de nuestras recomendaciones conserva una mirada de largo plazo.

### Recomendación:

El sistema de recomendaciones de Davivienda Corredores está conformado por una recomendación fundamental de inversión y una calificación que responde al nivel de riesgo asociado a la recomendación emitida. La recomendación es el resultado de una ponderación de criterios cuantitativos (70%) y cualitativos (30%).

El pilar cuantitativo de la recomendación corresponde a metodologías de valoración, las cuales son ampliamente aceptadas internacionalmente. Por su parte, el pilar cualitativo busca tener en consideración aspectos que no necesariamente impactan el ejercicio de valoración, pero que pueden tener impacto significativo en el valor y precio de las compañías bajo cobertura. Nuestro proceso de evaluación cualitativo abarca los riesgos asociados a la recomendación fundamental estimada para las compañías, se tiene en consideración la volatilidad del activo bajo juicio y criterios fundamentales inciertos que serán discrecionales del analista.

Según lo anterior, se consideran aspectos claves como la liquidez de la especie, la participación de inversionistas locales e internacionales, principalmente AFPs y Extranjeros, y la participación de la especie en índices locales e internacionales. Adicionalmente, las recomendaciones incorporan aspectos y riesgos que podrían deteriorar la generación de valor a los accionistas, tales como factores de gobierno corporativo, la capacidad de generación de utilidades en el largo plazo y el apalancamiento.