

Informe de Estrategia

Octubre 2018



Mario A. Acosta, CFA

Gerente de Estrategia & Investigaciones Económicas



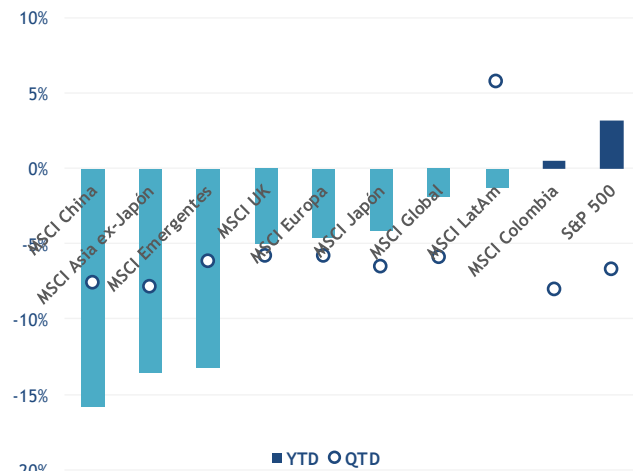
Comenzamos el último trimestre del año con fuertes movimientos a la baja en los mercados de capitales. El mes de octubre ha estado marcado por una fuerte corrección en el mercado accionario, con caídas entre el 5% y el 10% en la mayoría de los índices de renta variable internacional. La excepción ha sido Latinoamérica, la cual se ha visto beneficiada por el repunte de Brasil y viene recuperando gran parte del terreno perdido a lo largo del año. En cuanto a Colombia, el Colcap ha caído cerca del 6% en moneda local y un 10% en dólares, en línea con lo mostrado por otros mercados emergentes. Estados Unidos sigue siendo el único mercado con retornos positivos, aunque la caída en los precios reflejada este mes ha borrado una buena parte de lo logrado en el año. El mercado ha comenzado a favorecer los sectores defensivos y en lo corrido del mes únicamente hay apreciaciones en *Utilities* y en Consumo Básico. También se ven menos afectadas las acciones con dividendos elevados y hay una preferencia por *Value* frente a *Growth* dado que las compañías más sobrevaloradas son las que más se deprecian en coyunturas como la actual.

En renta fija, las tasas de los tesoros aumentaron unos 40 pb desde finales de agosto hasta mediados de octubre, y recientemente comenzaron a caer beneficiados por la volatilidad y la aversión al riesgo generada con la caída del mercado accionario. La deuda corporativa también sufre con los aumentos de las tasas de los tesoros y las ampliaciones de los *spreads* crediticios, lo que hace que ninguna referencia muestre apreciaciones en lo corrido del mes. En la renta fija local vemos caídas importantes a medida que la volatilidad del mercado internacional presiona las tasas de los TES al alza, con aumentos de casi 20 pb en la referencia de 10 años.

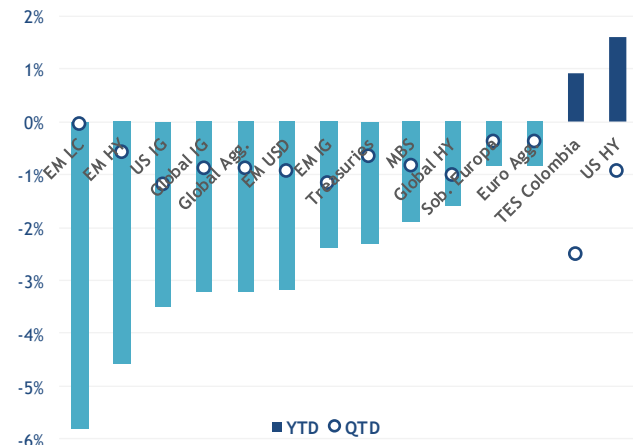
El mercado de FX ha revertido parte de la tendencia mostrada a lo largo del año y varias de las monedas más depreciadas YTD son las que muestran mejor desempeño en el mes. El peso argentino y la lira turca se recuperan del fuerte golpe que recibieron con la salida de capitales desde emergentes hacia desarrollados causado por el aumento en las tasas de interés en Estados Unidos. El real brasileño se beneficia de las encuestas presidenciales, las cuales dan por ganador al candidato de derecha. En *commodities* también vemos un comportamiento de aversión al riesgo, con caídas en el precio del petróleo y apreciaciones en el oro que funciona como activo de refugio. El peso colombiano se mantiene como una de las monedas emergentes menos afectadas en el año gracias al aumento del petróleo YTD; sin embargo, por la misma razón es la tercera moneda más depreciada del mundo en lo corrido del mes.

Desempeño de Mercados

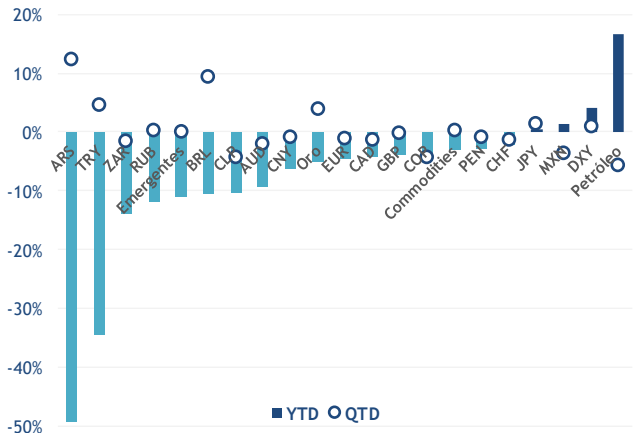
Renta Variable



Renta Fija



FX & Commodities



Hay varios factores que explican la caída y en general el mercado señala al fuerte aumento de las tasas de interés como el principal sospechoso. Al igual que en la corrección del primer trimestre, la caída en el mercado accionario estuvo precedida de una fuerte subida en las tasas de interés. En aquella ocasión, en cuestión de 2 meses las tasas de los tesoros americanos subieron unos 50 pb, generando pánico en los mercados de renta variable y una caída del 10%. En esta ocasión el aumento de las tasas fue de 40 pb y la corrección de las acciones va en un 7%.

El racional es sencillo. En primer lugar, mayores tasas de interés generan un aumento en el costo de la deuda de las empresas, lo cual tiene un impacto negativo en las utilidades a medida que el nivel de apalancamiento sea más alto. Segundo, el precio de una acción equivale a los flujos de caja futuros traídos a valor presente con una tasa de descuento. A mayores tasas de interés, mayor es la tasa de descuento y menor es el valor de la empresa. Tercero, hay un efecto sustitución entre la renta fija y la renta variable. A medida que las tasas de inversión de los bonos aumentan, la rentabilidad exigida por un inversionista de renta variable también se incrementa, lo cual implica que los precios actuales deberían ser más bajos.

Aparte del aumento en las tasas de interés, hay otros factores que inciden en el mal desempeño del mercado. Los riesgos geopolíticos continúan vigentes y el impacto de la guerra comercial entre Estados Unidos y China aún es incierto. Las utilidades de las empresas podrán verse afectadas debido a reducciones en los ingresos ante el menor dinamismo comercial o a aumentos en los costos como consecuencia de las tarifas.

También preocupa la coyuntura política europea y el resurgir del populismo en el continente. Además de la falta de disciplina fiscal en Italia, futuros eventos electorales estarán condicionados por el fortalecimiento de movimientos anti-inmigración y nacionalismos que amenazan la integración europea. Lo anterior naturalmente es negativo para el mercado y en parte explica el pobre desempeño de los activos europeos en lo corrido del año.

Ahora, si vemos el desempeño de las acciones YTD, la corrección no responde a un deterioro en los fundamentales económicos de las compañías sino a un reajuste en los precios de los activos. Descomponiendo el retorno total (retorno total = dividendos + cambio en utilidades + cambio en el múltiplo precio/utilidades) vemos que la caída en los precios este año se ha dado por un reajuste en las valoraciones que ha llevado al mercado a exigir una relación precio/utilidades más baja.

Sell-off renta variable

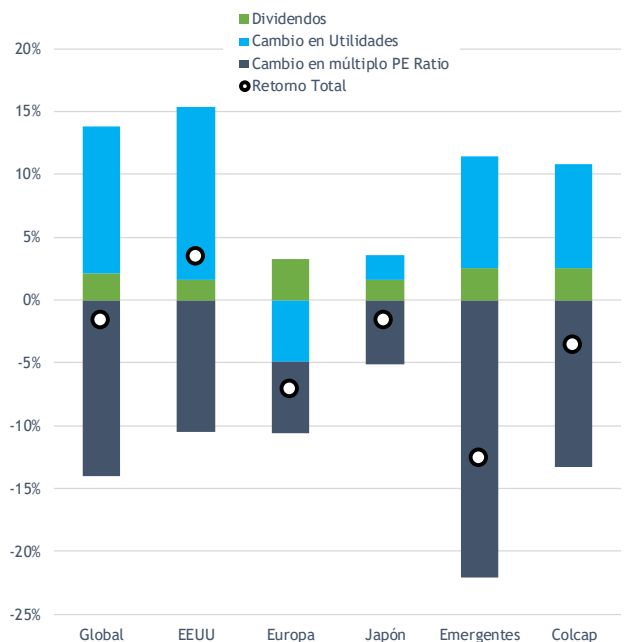
La corrección en el mercado de renta variable en 2018-Q1 y 2018-Q3 responde principalmente al fuerte aumento en las tasas de interés previo a dichos periodos.



Fuente: Bloomberg | Ultraserfinco

Descomposición del retorno de las acciones

La caída en el precio de las acciones no responde a un deterioro de los fundamentales de las compañías (Cambio en Utilidades) sino a un reajuste en las valoraciones frente a los altos niveles que mostraban en años anteriores (Cambio en Múltiplos).



Fuente: Bloomberg | Ultraserfinco

De hecho, con excepción de Europa, los principales índices bursátiles muestran aumentos en las utilidades de las empresas en lo corrido del año. En particular, los resultados corporativos de las empresas estadounidenses han sido muy buenos y esto ha compensado la fuerte caída que han tenido los *PE ratios*.

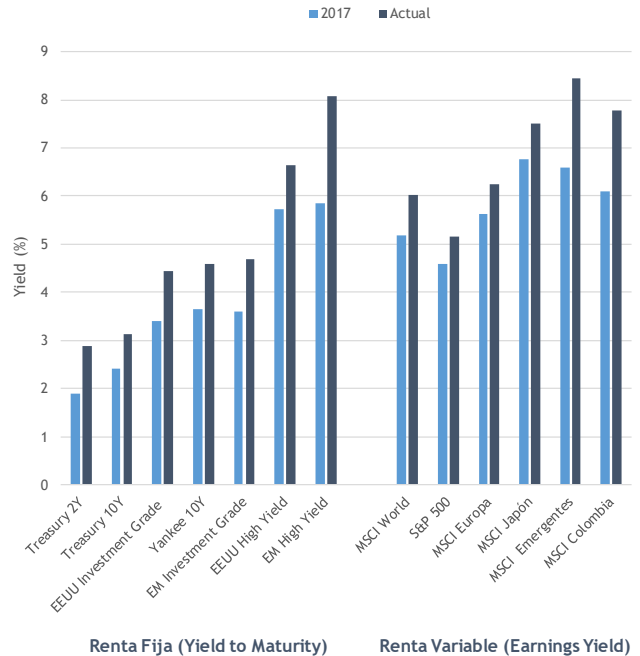
Otra forma de ver lo anterior es comparando los *yields* de los activos de renta fija y los *earnings yields* de los activos de renta variable. El reajuste en precios en el mercado de renta fija se manifiesta en mayores tasas de interés y, consecuentemente, menores precios. En cambio, el reajuste en el mercado de renta variable puede verse en la relación que existe entre las utilidades de las empresas y el precio de sus acciones (*earnings yield* = utilidades por acción / precio por acción). A medida que las tasas de los activos libres de riesgo aumentan, es natural que el mercado demande una mayor rentabilidad de los activos de riesgo. Lo anterior implica mayores *yields* en la deuda corporativa y mayores *earnings yields* en las acciones, lo cual se traduce en menores precios. En otras palabras, con mejores tasas de interés el mercado no está dispuesto a pagar los elevados precios que tuvieron los activos de riesgo en los últimos años.

El aumento de las tasas está explicado en gran medida por el buen momento de los fundamentales económicos en Estados Unidos y por los cambios de política monetaria de la FED. Los buenos fundamentales se reflejan en un crecimiento económico superior al crecimiento potencial y en una tasa de desempleo que está en mínimos históricos. Lo anterior genera presiones inflacionarias y naturalmente impulsa las tasas de interés al alza. En cuanto a la FED, la reducción del estímulo monetario que se manifiesta con aumentos en la tasa de intervención y el fin del programa de compra de activos reduce la liquidez en la economía. Lo anterior, acompañado de un gobierno inmerso en un estímulo fiscal que lo obliga a aumentar su nivel de endeudamiento, genera presiones alcistas en las tasas de interés de los tesoros y en las otras tasas de la economía.

Una diferencia importante de la corrección actual del mercado accionario frente a la del primer trimestre del año está en las valoraciones. El 2017 terminó con niveles elevados de precios en múltiples activos financieros, entre ellos los activos de renta variable y particularmente las acciones de Estados Unidos. El ajuste en precios que hemos visto a lo largo del año ha hecho que las valoraciones que vemos actualmente sean más razonables y el riesgo de una burbuja generalizada en los mercados de capitales es mucho más bajo. Hoy en día las acciones se negocian a múltiplos cercanos a su promedio histórico e incluso vemos varias regiones con valoraciones atractivas.

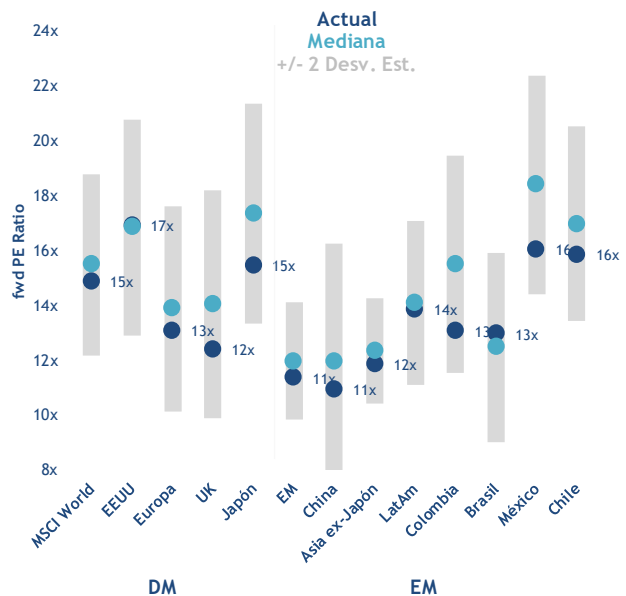
Reajuste de precios

Durante el 2018 hemos visto un reajuste en los precios de la renta fija y la renta variable impulsado por mayores tasas de interés y la normalización de las valoraciones.



Valoraciones renta variable

Las valoraciones han corregido a sus medias de largo plazo e incluso algunas regiones ya comienzan a verse atractivas.



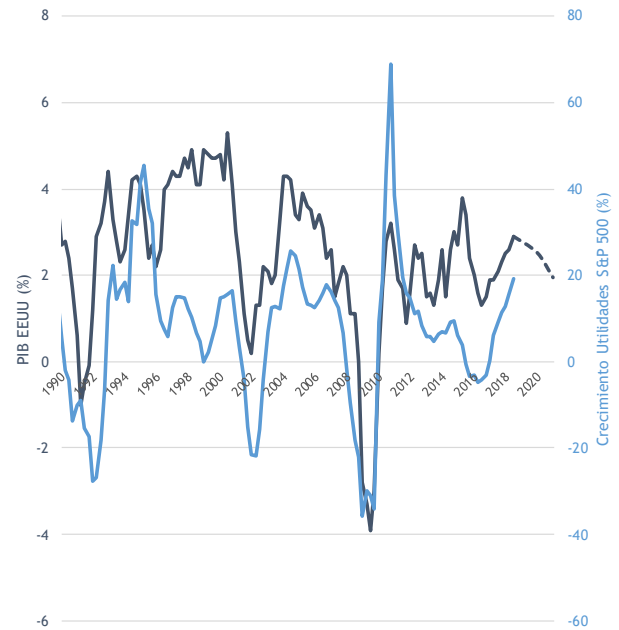
El tema de fondo sigue siendo la ya prolongada expansión económica de Estados Unidos y el temor del mercado ante una posible recesión en los próximos años. Por un lado, puede ser contradictorio que las acciones y la deuda corporativa tengan mal desempeño en periodos en los que los fundamentales económicos están en su mejor momento. Por otro lado, los precios de los activos no reflejan únicamente el estado actual de la economía sino también las expectativas futuras de los agentes. Es poco probable que los indicadores económicos de Estados Unidos se mantengan en los niveles actuales y naturalmente un deterioro de la economía afectaría negativamente el valor de los activos de riesgo. En parte, eso es lo que están reflejando los precios actualmente.

El buen comportamiento de la economía estadounidense en el corto plazo responde a choques temporales, como el estímulo fiscal del gobierno Trump, que no son sostenibles en el largo plazo. Para mantener las tasas de crecimiento actuales se necesita de un crecimiento sustancial en la fuerza laboral o en la productividad de los trabajadores. Las bajas tasas de natalidad y las restricciones a la inmigración impiden que la fuerza laboral crezca sustancialmente. En cuanto a la productividad, ha crecido a tasas muy bajas en los últimos años y, a menos que tengamos un desarrollo tecnológico que cambie drásticamente el potencial productivo de los trabajadores, difícilmente se mantendrán en el largo plazo las elevadas tasas de crecimiento que vemos en la actualidad.

En conclusión, probablemente la corrección que estamos experimentando en el mercado no sea la gran caída previa a una recesión dado que los fundamentales económicos aún permanecen sólidos. Sin embargo, si es una señal de que estamos en las últimas etapas del periodo de expansión económica en Estados Unidos y los portafolios deberían comenzar a posicionarse acorde a ello. Por lo anterior, en renta variable preferimos acciones de sectores defensivos y en empresas con valoraciones atractivas cuyo valor no tenga una dependencia alta al crecimiento futuro de las utilidades. En renta fija, mantenemos la recomendación de buscar plazos cortos en la deuda corporativa para aprovechar las mayores tasas de interés, el aplanamiento de la curva de rendimientos y mitigar el riesgo de duración en el portafolio.

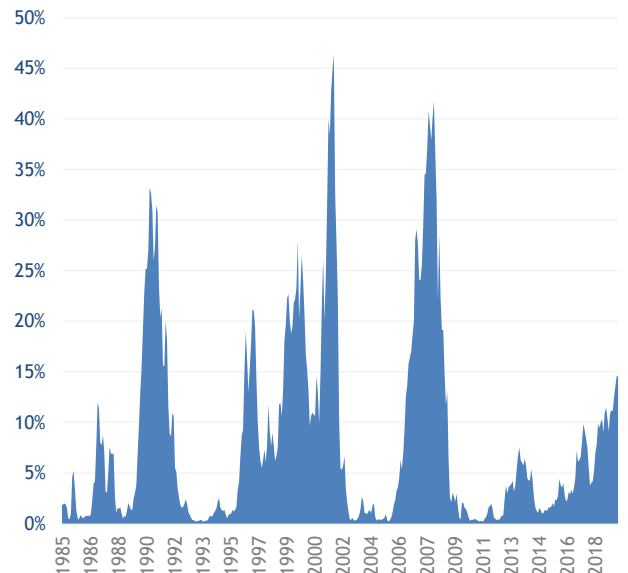
Utilidades vs Ciclo Económico

El mercado comienza a descontar una desaceleración económica en los próximos años, lo cual debería impactar negativamente el crecimiento de las utilidades de las empresas.



Probabilidad de Recesión

El modelo de probabilidad de recesión de la FED de NY muestra mayores probabilidades de recesión en los próximos 12 meses, aunque aún permanece por debajo de los niveles alcanzados en recesiones anteriores.



		⊖	N	⊕		
INTERNACIONAL	Renta Fija	Soberanos	●	○	○	El desmonte de la política monetaria expansiva en EE.UU., un mayor déficit fiscal, mejores perspectivas de crecimiento económico y presiones inflacionarias deberían generar un aumento en las tasas de interés, siendo los bonos soberanos de mercados desarrollados los principales perjudicados.
		Grado de Inversión	○	●	○	Tasas de interés en mínimos históricos y márgenes crediticios muy estrechos son un riesgo para la renta fija. Sin embargo, dicha coyuntura también ha llevado a los inversionistas a buscar <i>yield</i> en la deuda corporativa. El aumento reciente de las tasas muestra nuevamente niveles de entrada atractivos para la deuda IG.
		High Yield	●	○	○	El fin del ciclo expansivo de la economía es negativo para la deuda de grado especulativo. Además, las valoraciones permanecen elevadas y los estrechos márgenes crediticios muestran un elevado potencial de desvalorización. Mantener duraciones cortas.
		Emergentes	○	●	○	El aumento generalizado en las tasas presenta oportunidades en la parte corta y media de la curva de rendimientos en USD. Los mercados emergentes tienen una buena mezcla de fundamentales, <i>yield</i> y baja duración que seguimos favoreciendo sobre los otros activos de renta fija, posicionándonos en plazos cortos y buenas calificaciones crediticias.
	Renta Variable	Estados Unidos	○	○	●	El estímulo fiscal favorece las utilidades de las compañías y las valoraciones ya se ajustaron a niveles más adecuados. La guerra comercial es un riesgo latente de corto plazo y en el largo plazo preocupa el fin del ciclo expansivo. Preferimos posiciones en sectores defensivos y sobre-ponderamos <i>Value</i> vs <i>Growth</i> .
		Europa	○	●	○	Europa presenta valoraciones atractivas, pero riesgos inherentes a su inestabilidad política y el impacto negativo que tendría sobre las utilidades de las empresas una posible apreciación del Euro.
		Japón	○	●	○	La política monetaria expansiva sumada a las reformas corporativas son factores positivos. El riesgo está en los fundamentales macroeconómicos y en la correlación negativa entre los precios de las acciones y el JPY.
		Emergentes	○	●	○	Los fundamentales económicos son favorables y las valoraciones han retrocedido reflejando valor en varios mercados. Sin embargo, el sentimiento de mercado es negativo y los EM son vulnerables a aumentos de tasas de interés que generen salidas de capitales.
COLOMBIA	FX & Renta Fija	Dólar	●	○	○	El ajuste del sector externo por cuenta de la coyuntura de los precios del crudo nos permiten mantener el precio de cierre de año contemplado en el escenario base.
		Deuda Pública	●	○	○	El aumento en las tasas de negociación en los referentes globales se convierten en un elemento de presión al alza en el nivel y la pendiente de la curva de rendimientos de los TES TF.
		Corp. Tasa Fija	○	●	○	Mantenemos una postura neutral en la deuda corporativa en tasa fija en medio de la liquidez del mercado local.
		Corp. IPC	○	○	●	Nuestra proyección de IPC para el cierre del año favorece a los instrumentos indexados sobre los títulos en tasa fija simple.
	Renta Variable	Financiero	○	○	●	Estimamos una recuperación del sector financiero en el segundo semestre en donde el crecimiento de la cartera alrededor del 7% tendría un impacto positivo en la calidad de los activos.
		Materiales	○	●	○	Se espera que 4G sea el dinamizador de la economía en el 2018, aunque aún existen riesgos de demora en los proyectos. Las noticias vienen mejorando y se esperan cambios regulatorios que reactiven los proyectos.
		Energía	●	○	○	Una fuerte temporada de lluvias puede poner presión a los precios de energía en bolsa y el sector no presenta valorizaciones atractivas.
		Consumo	○	●	○	El consumo debería comenzar a recuperarse apoyado por menores tasas de interés y mayores expectativas de crecimiento económico en los próximos años. Aunque esa recuperación podría tardarse más de lo previsto en Colombia.
Petróleo & Gas		○	○	●	Los precios del petróleo se vienen recuperando y la producción se estabilizó en el 2017. La adición de reservas es el gran interrogante del sector.	
Holdings	○	●	○	La exposición diversificada en varios sectores de la economía permite una indexación al mercado colombiano disminuyendo el Beta del portafolio.		

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Crecimiento del PIB	Mundo	3.5	3.6	3.5	3.3	3.7	3.8	3.6
	Desarrollados	1.5	2.1	2.5	1.8	2.4	2.4	2.1
	Emergentes	5.2	4.6	4.4	4.4	4.9	4.7	5.0
	EEUU	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.5
	Europa	-0.2	1.4	2.1	1.9	2.4	2.0	1.8
	Japón	2.0	0.4	1.4	1.0	1.8	1.1	1.1
Inflación	Mundo	3.7	3.2	2.8	2.8	3.2	3.3	3.3
	EEUU	1.5	1.6	0.1	1.3	2.1	2.5	2.4
	Europa	1.4	0.4	0.0	0.2	1.5	1.8	1.7
	Japón	0.4	2.7	0.8	-0.1	0.5	0.9	1.1
Tasas de Interés	FED	0.25	0.25	0.50	0.75	1.50	2.50	3.10
	ECB	0.25	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.15
	BoJ	0.07	0.07	0.04	-0.06	-0.06	-0.10	0.00
	10Y Treasuries	3.03	2.17	2.27	2.45	2.41	3.17	3.41
	10Y Bunds	1.93	0.54	0.63	0.20	0.42	0.62	1.07
	10Y JGBs	0.74	0.32	0.26	0.04	0.04	0.12	0.16
FX	DXY	80.0	90.3	98.6	102.2	92.1	95.4	87.6
	EUR	1.37	1.21	1.09	1.05	1.20	1.16	1.24
	JPY	105	120	120	117	113	112	107
Colombia	PIB	4.9	4.4	3.1	2.0	1.8	2.6	3.3
	Inflación	2.0	2.9	5.0	7.5	4.3	3.2	3.4
	Tasa de Desempleo	9.2	8.9	8.9	9.2	9.6	9.5	9.3
	Balance Externo	-3.3	-5.3	-6.6	-4.1	-3.4	-3.2	-2.9
	Balance Fiscal	-2.3	-2.4	-3.0	-4.0	-3.6	-3.2	-3.1
	Banco de la República	3.25	4.50	5.75	7.50	4.75	4.25	5.00
	TES 2 años	4.54	5.05	5.02	6.16	4.78	5.25	5.30
	TES 10 años	6.77	7.10	8.66	7.11	6.48	7.20	7.50
	DTF	4.07	4.34	5.22	6.86	5.21	4.55	5.30
	IBR	3.13	4.36	5.55	7.14	4.52	4.25	5.10
COP	1930	2377	3175	3002	2986	2890	3000	

Estrategia & Investigaciones

Mario A. Acosta, CFA
Gerente de Estrategia & Investigaciones Económicas
+(571) 3255560 ext. 1509
macostar@ultraserfinco.com

Investigaciones Macroeconómicas

Diego Camacho
Director de Investigaciones
Macroeconómicas
+(571) 3255560 ext. 1577
dcamacho@ultraserfinco.com

Daniel Heredia
Analista Macroeconómico
Internacional
+(571) 3255560 ext. 1566
dheredia@ultraserfinco.com

Juliana Valderrama
Analista Mercados
Internacionales
+(571) 3255560 ext. 1561
jvalderrama@ultraserfinco.com

Investigaciones Renta Variable

Carlos E. Rodríguez
Director Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1567
crodriguez@ultraserfinco.com

Nicolás Erazo
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 Ext. 1554
nerazo@ultraserfinco.com

Juliana García
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1558
jgarcia@ultraserfinco.com

Nadja Peña
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1299
npena@ultraserfinco.com

Estrategia

Juan Carlos Cortés
Estratega Renta Fija Local
+(574) 4443522 ext. 6578
jcortes@ultraserfinco.com

Alejandro Madrid
Estratega Renta Variable Local
+(574) 4443522 ext. 6627
amadrid@ultraserfinco.com

Luis Felipe Molina
Estratega Renta Fija Internacional
+(574) 4443522 ext. 6570
lmolina@ultraserfinco.com

Miguel Aguirre
Estratega Renta Fija Internacional
+(571) 3255560 ext. 1565
maguirre@ultraserfinco.com

Santiago Celis
Analista Renta Fija Internacional
+(574) 4443522 ext. 6644
scelis@ultraserfinco.com

Juan Diego Paz
Estratega Renta Variable Internacional
+(571) 3255560 ext. 1530
jpaz@ultraserfinco.com

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen

El presente documento ha sido elaborado para efectos meramente informativos e ilustrativos a partir de información pública, y no refleja un interés específico de Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa. Igualmente, se entiende que las decisiones que sean adoptadas con base en esta información, por los destinatarios de este documento, han sido adoptadas con base en criterios y análisis propios y en ningún momento constituye ni constituirá, responsabilidad alguna para los funcionarios, empleados, representantes, accionistas, asesores, directivos y en general personas vinculadas a Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa.

En consecuencia, ni Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa, ni sus accionistas, ni los asesores de estos, ni ninguno de sus respectivos directores, funcionarios, empleados, representantes, hacen declaración de garantía alguna, explícita o implícita, con respecto a la veracidad, exactitud, confiabilidad o integridad de la información presentada en este documento.

Finalmente la información suministrada no constituye para Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa, ni para sus funcionarios, directivos o accionistas una garantía de cumplimiento de los resultados esperados o que se obtengan en el futuro y constituyen meras opiniones de quienes la emiten.