

**Perspectiva de
Inversiones**

2019 Q2



Mario A. Acosta, CFA

Estrategia & Investigaciones Económicas



El primer trimestre del año cerró con una recuperación significativa de la fuerte corrección que vimos en los mercados a finales del 2018. A diferencia de lo visto durante el año anterior, donde la mayoría de los activos mostraron un desempeño negativo, el primer trimestre del año ha sido muy positivo y se han dado fuertes apreciaciones tanto en renta variable como en renta fija.

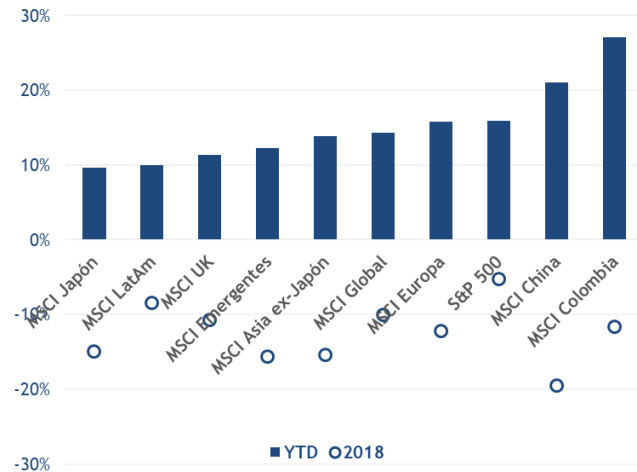
Las acciones globales tuvieron un desempeño muy favorable, en línea con la tendencia histórica en la que los años de corrección normalmente son sucedidos por años de apreciación en el mercado accionario. La renta variable ha sido impulsada por el optimismo del mercado en torno a las negociaciones entre Estados Unidos y China frente a la guerra comercial, resultados corporativos que continúan mostrando un crecimiento en las utilidades de las compañías y bancos centrales que se muestran más *dovish* y buscan mantener el estímulo monetario. Lo anterior llevó a una reducción importante en la aversión al riesgo y en la volatilidad, por lo menos en el mercado accionario.

El mayor apetito por riesgo también se vio reflejado en el mercado de renta fija, con una fuerte demanda por deuda corporativa *high yield* y por deuda de mercados emergentes, compensando en el primer trimestre del año las depreciaciones sufridas durante el 2018. Aparte del mayor optimismo del mercado, la política monetaria ha sido fundamental en esta recuperación. El cambio drástico en la postura de la FED, la cual a principio de año proyectaba nuevos aumentos en la tasa de intervención y ahora espera terminar sin cambios el año, modificó las expectativas del mercado y generó un fuerte *rally* en los tesoros americanos con una caída de casi 30 pb en la referencia de 10 años. Dicho movimiento en las tasas de la deuda soberana, acompañada de reducciones en los márgenes crediticios de la deuda corporativa, explican el buen desempeño de la renta fija en general en el primer trimestre.

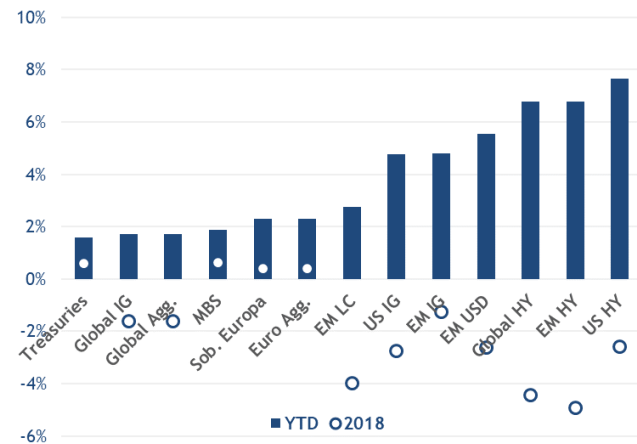
El comportamiento de las monedas ha estado influenciado por el desempeño de los *commodities*. Las monedas de países que tradicionalmente han estado vinculados al precio de los *commodities* (Rusia, Chile, Colombia, Canadá, etc.) son las que más se han apreciado en lo corrido del año. Por otro lado, las monedas europeas se han visto afectadas por la inestabilidad política de la región y por sus pobres fundamentales económicos. La lira turca y el peso argentino continúan siendo las monedas más afectadas, reflejando su coyuntura interna y la vulnerabilidad del sector externo de dichas economías.

Desempeño de Mercados 2019

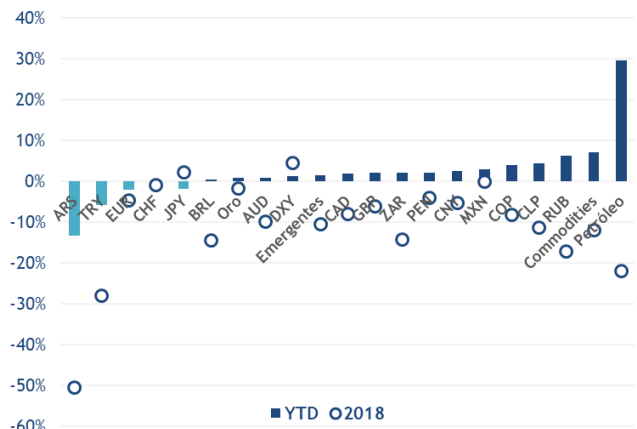
Renta Variable



Renta Fija

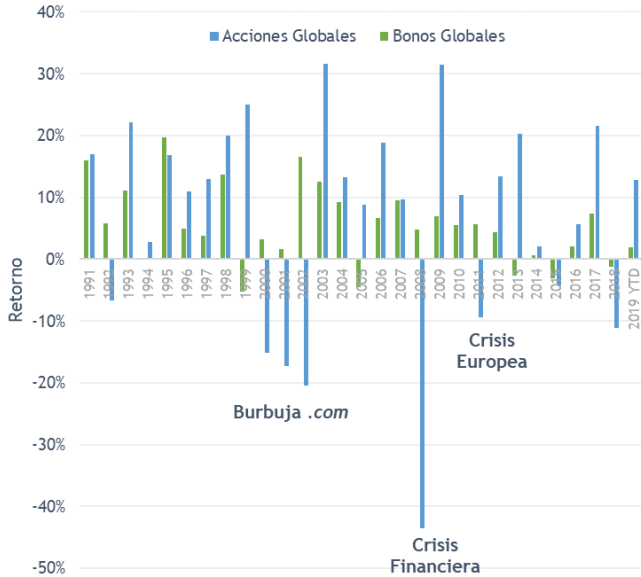


FX & Commodities



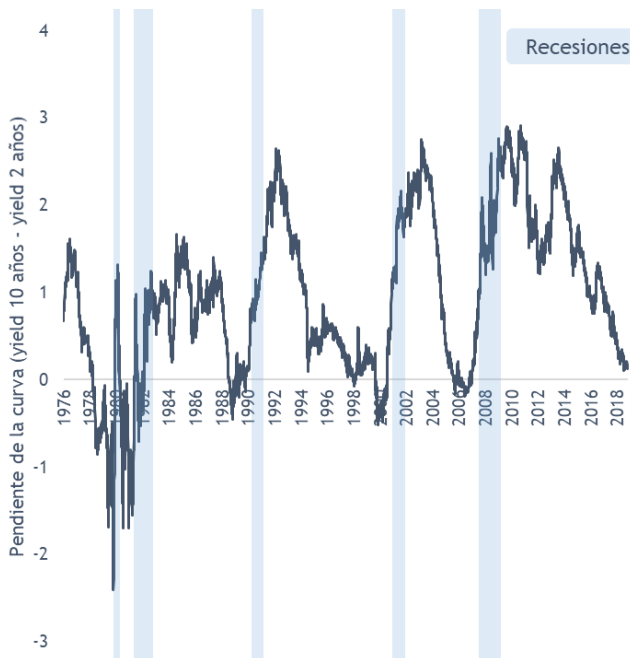
Recuperación del mercado

Tras la fuerte corrección sufrida en el 2018, los mercados comenzaron el año al alza, particularmente en los activos de riesgo como las acciones, deuda *high yield* y activos de mercados emergentes.



Pendiente de la curva (10Y-2Y)

La pendiente de la curva es un indicador que suele anticipar las recesiones económicas. La diferencia entre las tasas de largo plazo y las de corto plazo está en sus mínimos desde la crisis financiera y cerca de volverse negativa. Históricamente este ha precedido los periodos de desaceleración económica.



Fuente: Bloomberg | Ultraserfinco

Caso aparte es el petróleo, el cual recuperó gran parte del terreno perdido en el 2018 y la referencia Brent se negocia nuevamente cerca de los \$70. A pesar del aumento en la producción de Estados Unidos, los recortes voluntarios e involuntarios de la OPEP han ayudado a que el mercado se equilibre nuevamente y permitieron la recuperación en el precio del crudo. Colombia ha sido un gran beneficiado de este cambio de tendencia, lo cual se manifiesta en el desempeño de sus activos financieros. El peso colombiano es una de las monedas que más se fortalecieron en el primer trimestre con una apreciación del 2%, las acciones colombianas lideran los rankings de índices accionarios con el Colcap subiendo un 20%, y la deuda pública tuvo una apreciación importante con una reducción de casi 40 pb en la referencia del 2024.

Ahora, a pesar del optimismo y la recuperación del mercado, los principales riesgos que enfrentábamos comenzando el año siguen estando presentes. Quizá el frente que ha dado mayor tranquilidad al mercado son los mercados emergentes, quienes fueron los principales damnificados con la corrección del mercado durante el 2018. La desaceleración económica en China ha sido menos acelerada y las noticias económicas han superado las expectativas. Sin embargo, aún no hay acuerdo entre Estados Unidos y China y las tensiones comerciales permanecen, amenazando al crecimiento económico mundial. Europa continúa mostrando una economía débil expuesta a su inestabilidad política. Pero ante todo, el riesgo de una desaceleración económica o recesión en los próximos años está latente y los indicadores líderes continúan mostrando que el ciclo económico, por lo menos en Estados Unidos, está en las últimas etapas de su fase expansiva y que deberíamos comenzar a ver un menor crecimiento en los próximos trimestres.

En el informe de [Perspectivas 2019](#) señalamos diferentes indicadores que muestran que Estados Unidos está en un pico de crecimiento y la probabilidad de recesión en los próximos años está aumentando. El mercado laboral, por ejemplo, refleja una economía cuya tasa de desempleo está por debajo de la NAIUR (*non-accelerating inflation rate of unemployment*), las empresas tienen dificultades para llenar sus vacantes y los salarios crecen por encima de la inflación. Este es el comportamiento típico de una economía que está creciendo por encima de su potencial y esto suele ocurrir previo a las desaceleraciones económicas o recesiones.

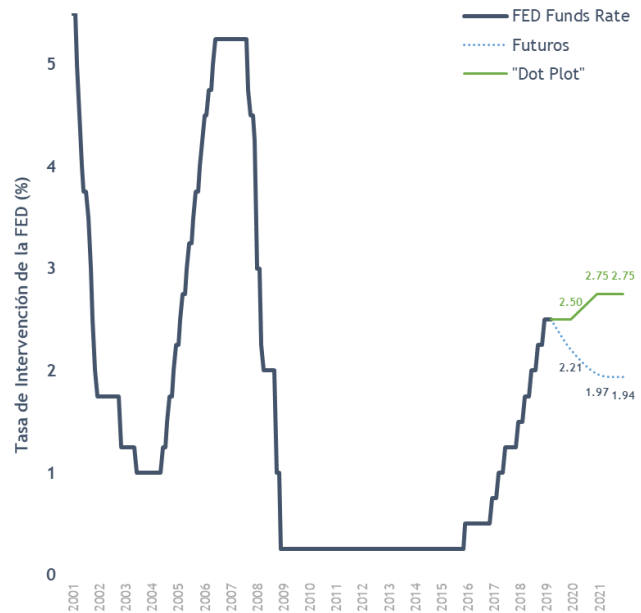
También señalábamos el elevado nivel de endeudamiento de las empresas en EEUU como otro indicador que suele tener una correlación alta con el ciclo económico. Tras más de una década de la crisis financiera, todavía hay secuelas de uno de los mayores experimentos monetarios de la historia. Aunque la intervención de los bancos centrales en su momento fue necesaria, aún no tenemos certeza de las consecuencias de haber mantenido por tanto tiempo las tasas de interés artificialmente bajas y de haber inyectado a la economía \$15 trillones de dólares acumulando activos en las hojas de balance de los bancos centrales. Lo anterior generó un exceso de liquidez e incentivó a las empresas a endeudarse por encima de sus capacidades. El dilema no es fácil. Una normalización de las tasas de interés afectaría a dichas empresas por el aumento en el costo de la deuda y frenaría la economía. Por otro lado, mantener indefinidamente las tasas bajas mantiene “vivas” a las empresas ineficientes que dependen del bajo costo del capital para subsistir.

Por lo anterior, uno de los eventos más relevantes del primer trimestre fue el cambio de discurso de la FED. Desde que comenzó su proceso de normalización de tasas a finales del 2015 hasta hoy, la FED siempre había proyectado un aumento futuro de tasas. Sin embargo, desde finales del año pasado se dio una discrepancia sustancial entre las proyecciones de la FED y las expectativas del mercado. Mientras la FED continuaba proyectando en su *Dot Plot* una tasa superior al 3%, el mercado comenzó a descontar reducciones en la tasa de intervención. En la reunión de Marzo, la FED comenzó a alinearse con el mercado, eliminó los posibles aumentos de la tasa en el 2019 y dio a entender que ya llegamos a lo que consideran una tasa neutral.

El cambio en la postura de la FED está muy relacionado con los temores de recesión del mercado. Uno de los indicadores más monitoreados por los analistas es la forma de la curva de rendimientos, es decir, la relación entre la tasa de inversión de los títulos de renta fija y el plazo de vencimiento de los mismos. Todas las recesiones de Estados Unidos fueron antecedidas por un aplanamiento y posterior inversión de la curva de rendimientos. En otras palabras, previo a una recesión, las tasas de interés de largo plazo se ubican por debajo de las tasas de corto plazo. Este fenómeno se da porque el mercado comienza a descontar que la economía va a desacelerarse y que el banco central bajará las tasas. La forma de la curva de rendimientos refleja las expectativas futuras del mercado. Actualmente, la curva de rendimientos de los tesoros americanos se aplanó e incluso está invertida en algunos segmentos de la curva. Lo anterior refleja expectativas de menor inflación, menor crecimiento económico y reducciones de la tasa de interés por parte de la FED.

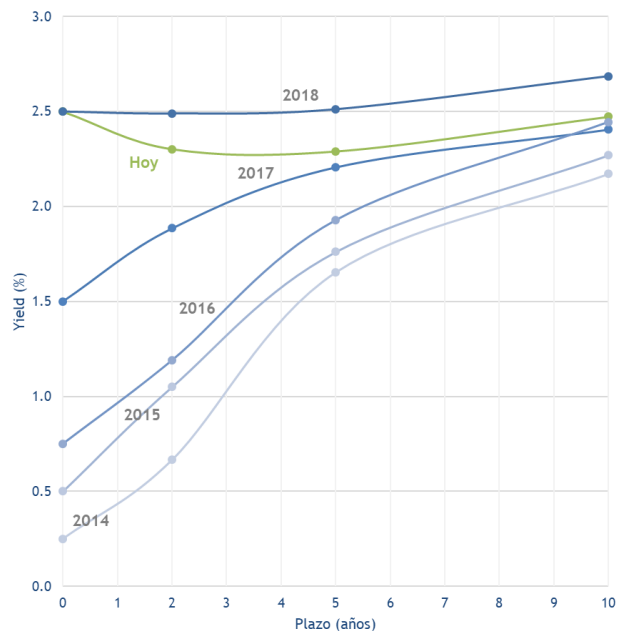
Pausa de la FED

La FED redujo sus proyecciones futuras frente a la tasa de intervención. Sin embargo, todavía hay una brecha entre lo proyectado por el *Dot Plot* y el mercado que continúa descontando reducciones en la tasa de interés.

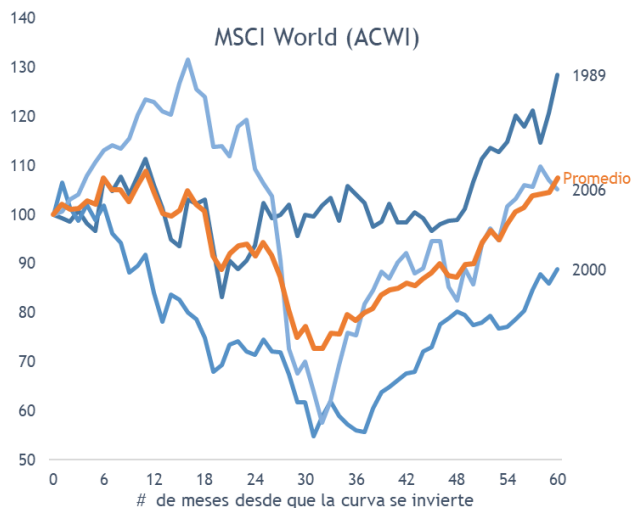
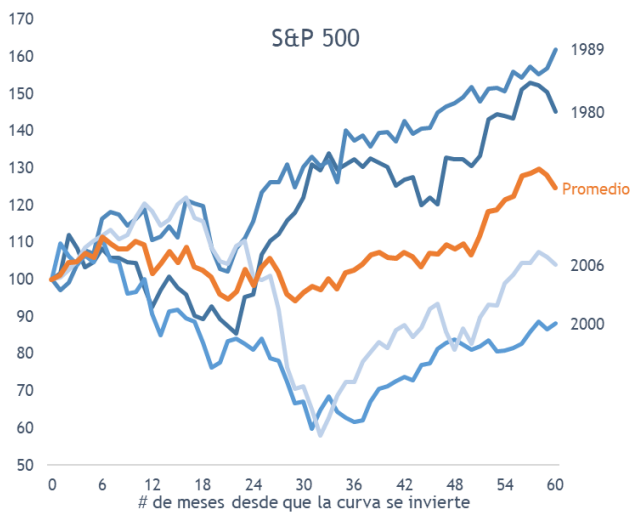
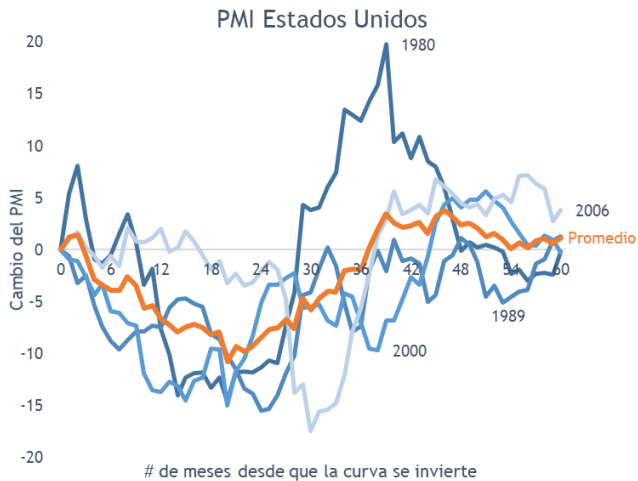


Curva de rendimientos de los tesoros americanos

La curva de rendimientos se aplanó e incluso comenzó a invertirse en la parte corta de curva. Históricamente, una curva invertida ha coincidido con el inicio de las recesiones en Estados Unidos.



Evolución de la economía y desempeño de la renta variable posterior al aplanamiento de la curva



Ahora, no hay una relación de causalidad entre una curva de rendimientos invertida y la desaceleración de la economía. La forma de la curva simplemente refleja las expectativas de los operadores del mercado de renta fija. Tampoco hay una regla económica que diga que el aplanamiento de la curva implica necesariamente que la economía va a entrar en recesión. Simplemente hay una evidencia empírica que muestra que en el pasado, siempre que la curva de rendimientos se invirtió, la economía de Estados Unidos tuvo una recesión económica 1 o 2 años después.

Teniendo como objetivo la construcción de portafolios de inversión, lo más relevante es analizar el desempeño de los activos durante los periodos de recesión. El ejercicio de la izquierda muestra la evolución de la economía (medida por el PMI de Estados Unidos) y el desempeño de los activos financieros (medido por la rentabilidad de los índices accionarios), tomando como punto de partida el momento en el que se invirtió la curva de rendimientos en las últimas recesiones.

En cuanto a la actividad económica, la economía se desacelera durante los meses posteriores a la inversión de la curva de rendimientos y comienza a recuperarse 2 o 3 años después. De hecho, la economía da señales de desaceleración incluso antes de que la curva se invierta. Aunque el PMI manufacturero de EEUU se mantiene en terreno expansivo, el indicador viene cayendo desde el último trimestre de 2018.

Lo anterior también se refleja en los resultados corporativos de las empresas. Tras dos años de resultados sobresalientes en los que vimos crecimientos de 2 dígitos en las utilidades de las empresas, los resultados del cuarto trimestre del 2018 mostraron una desaceleración importante en ventas y utilidades. No hubo decrecimiento, pero sí una desaceleración que refleja menor dinamismo económico.

A pesar de lo anterior, en el pasado los índices accionarios se demoraron en corregir desde que aparecieron las señales de desaceleración en el mercado. En el caso de EEUU, el S&P 500 se mantuvo e incluso se apreció durante el primer año posterior al aplanamiento de la curva de rendimientos. Posteriormente tuvo una corrección que fue mucho más profunda y prolongada en las últimas dos recesiones (la burbuja de las *punto com* y la crisis financiera) a comparación de las recesiones de los 80s y 90s. Los activos globales, medidos por el ACWI, muestran un patrón similar, con estabilidad del índice en el primer año y una corrección posterior que es más marcada en las últimas dos recesiones.

En cuanto a la renta fija, desde el momento en que la curva se aplatina, la FED se demora un poco menos de un año para comenzar a estimular la economía con una política monetaria expansiva (reducción en las tasas de interés). De hecho, en 1980 la curva de rendimientos se aplatina y la FED continuó aumentando la tasa. Paul Volcker, entonces *Chairman* de la FED, tenía el propósito de controlar la inflación que se había disparado a niveles del 14%. La medida logró bajar la inflación, pero muchos atribuyen la recesión de 1981 a la política monetaria contractiva de aquel entonces. Dejando de lado esa excepción, las otras recesiones muestran un patrón muy similar en la tasa de referencia de la FED, con reducciones de unos 500 pb entre el año 1 y el año 3 posteriores al aplanamiento de la curva.

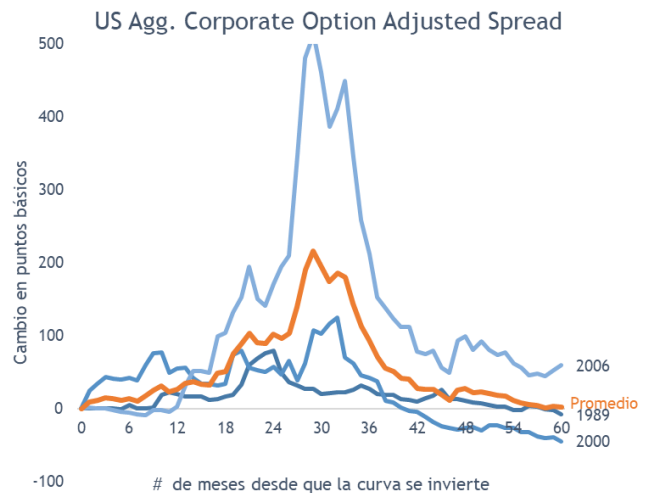
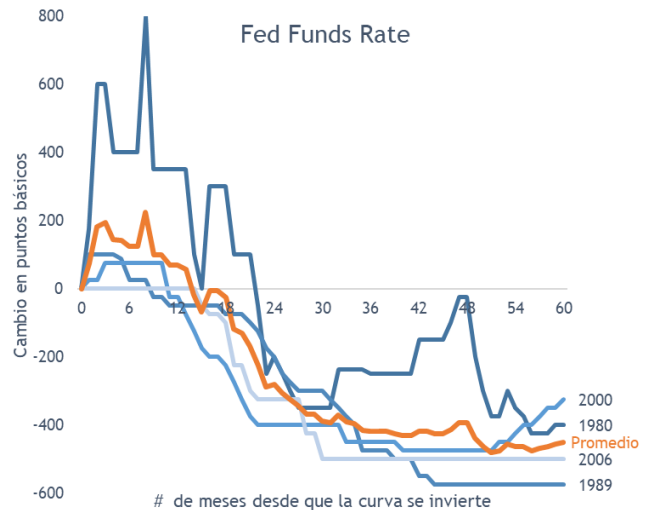
Dicha coyuntura es favorable para la deuda soberana y para la deuda corporativa de alta calidad crediticia. La desaceleración económica genera aversión al riesgo y los inversionistas se refugian en los activos menos volátiles como lo son los tesoros americanos, los bonos con altas calificaciones crediticias, *commodities* como el oro y monedas como el dólar, yen o franco suizo.

La deuda corporativa muestra un comportamiento similar al de la renta variable. Los márgenes crediticios (medido por el *Option Adjusted Spread* de la deuda corporativa) se mantienen estables durante el primer año posterior al aplanamiento de la curva y comienzan a ampliarse entre el primer y el tercer año. En este caso, la crisis de los 90s y la de las *punto com* fueron menos severas, mientras que la desvalorización de la deuda corporativa en la crisis financiera fue sustancial.

En cuanto a la deuda de mercados emergentes, lamentablemente por falta de información histórica sólo podemos ver lo ocurrido en las últimas dos recesiones. Sin embargo, muestra un patrón similar al de la deuda corporativa de EEUU. Al principio los márgenes permanecen estables y luego se amplían una vez la desaceleración económica se materializa, generando depreciaciones en los activos financieros de los mercados emergentes.

Lo anterior refuerza la idea de posicionar defensivamente los portafolios. Es imposible predecir el momento exacto en que una economía se va a desacelerar o el *timing* perfecto en el que el mercado cambia de dirección. Lo que sí se puede hacer es posicionar el portafolio de forma tal que se mitigue el impacto de un evento de ese tipo, aunque esto implique renunciar a rentabilidad en el corto plazo. Lo anterior quiere decir invertir en empresas de alta calidad, con bajo nivel de apalancamiento, en sectores defensivos que estén menos correlacionados con el ciclo económico y cuyas valoraciones sean atractivas y provean un colchón ante una posible corrección del mercado.

Evolución de la FED y desempeño de la renta fija posterior al aplanamiento de la curva



Hasta ahora, el mercado no está descontando una recesión en los próximos años y sólo ve una desaceleración de la economía mundial. Los mercados desarrollados comienzan a frenarse, jalonados por Estados Unidos y Europa. Los emergentes se mantienen con un crecimiento cercano al 5% a pesar de la desaceleración normal que experimenta la economía china. Latinoamérica muestra una dinámica positiva y parece comenzar a recuperarse de la recesión experimentada en los últimos años.

Las expectativas de inflación han cedido y ya no es un problema para los bancos centrales. Lo anterior les quita presión para subir tasas y les permite hacer una pausa en el caso de la FED o mantener el estímulo monetario al ECB y al BoJ.

En Colombia, seguimos viendo un buen desempeño de los indicadores líderes y se espera que la economía continúe recuperándose. La caída en las expectativas de inflación junto con la nueva postura de la FED le quita presión al Banco de la República para que normalice tasas. Sin embargo, seguimos esperando que la tasa aumente en la segunda mitad del año en línea con la recuperación económica.

Finalmente, la caída en las tasas de interés en EEUU reducen el apetito del mercado por dólares y favorece a monedas con mejor *carry*. Lo anterior, soportado con el buen comportamiento de los precios del petróleo, nos llevan a mantener nuestra perspectiva positiva sobre el peso colombiano.

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento del PIB	Mundo	3.6	3.5	3.3	3.8	3.7	3.4	3.3
	Desarrollados	2.1	2.5	1.8	2.4	2.3	1.8	1.7
	EEUU	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.4	1.9
	Europa	1.4	2.1	2.0	2.4	1.8	1.2	1.4
	Japón	0.4	1.3	0.6	1.9	0.8	0.7	0.5
	Emergentes	4.6	4.4	4.4	4.9	5.0	4.8	4.9
	Latinoamérica	0.9	-0.2	-1.0	1.8	1.5	1.9	2.7
Inflación	Mundo	3.2	2.8	2.8	3.2	3.8	3.1	3.1
	EEUU	1.6	0.1	1.3	2.1	2.5	1.9	2.2
	Europa	0.4	0.2	0.2	1.5	1.8	1.3	1.5
	Japón	2.7	0.8	-0.1	0.5	1.0	0.8	1.2
Tasas de Interés	FED	0.25	0.50	0.75	1.50	2.50	2.60	2.55
	ECB	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10
	BoJ	0.07	0.04	-0.06	-0.06	-0.06	0.00	0.10
	10Y Treasuries	2.17	2.27	2.45	2.41	2.69	2.96	3.02
	10Y Bunds	0.54	0.63	0.20	0.42	0.24	0.45	0.73
	10Y JGBs	0.32	0.26	0.04	0.04	-0.01	0.06	0.19
FX	DXY	90.3	98.6	102.2	92.1	96.2	93.5	88.2
	EUR	1.21	1.09	1.05	1.20	1.15	1.16	1.22
	JPY	120	120	117	113	110	109	105
Colombia	PIB	5.6	2.6	1.5	1.8	2.8	3.3	3.5
	Inflación	3.7	6.8	5.8	4.1	3.2	3.1	3.1
	Banco de la República	4.50	5.75	7.50	4.75	4.25	4.75	5.00
	COP	2377	3175	3002	2986	3254	2970	2900

			⊖	N	⊕	
INTERNACIONAL	Renta Fija	Soberanos	○	●	○	La desaceleración de la economía favorece a la deuda soberana. Sin embargo, las tasas de los tesoros han caído sustancialmente y el mercado está descontando reducciones en la tasa de la FED este año. No creemos que sea el caso y esperamos mayor estabilidad en las tasas en Q2.
		Grado de Inversión	○	○	●	En la deuda corporativa preferimos alta calidad crediticia y preferimos los emisores con grado de inversión sobre los emisores high yield. Las valoraciones han empeorado con la reducción de los márgenes crediticios, pero en términos relativos IG sigue siendo más atractivo que HY.
		High Yield	●	○	○	A pesar del buen desempeño de la deuda HY durante Q1, es el activo de renta fija más vulnerable a la desaceleración económica. En emisores HY preferimos duraciones cortas en sectores defensivos poco correlacionados al ciclo económico.
		Emergentes	○	○	●	Aunque las valoraciones se han apretado con la reducción de los márgenes crediticios, los fundamentales económicos son más sólidos en los mercados emergente y aún no están sobrevalorados.
	Renta Variable	Estados Unidos	○	●	○	El rally en el mercado accionario ha llevado a las acciones a sus valoraciones justas. Las preocupaciones del mercado en torno al fin del ciclo presionan la renta variable a la baja. Preferimos posiciones en sectores defensivos y sobreponderamos Value vs Growth.
		Europa	●	○	○	La inestabilidad política, fundamentales económicos que no muestran señales de recuperación y el impacto negativo que tendría sobre las utilidades de las empresas una posible apreciación del Euro son riesgos que preferimos evitar.
		Japón	●	○	○	La dependencia de las compañías japonesas a las ventas internacionales es muy alta, lo que las hace vulnerables a apreciaciones en la moneda y a las tensiones comerciales. La perspectiva de estabilidad de tasas de interés en Estados Unidos favorece al yen y representa un riesgo para la renta variable en Japón.
		Emergentes	○	○	●	Los fundamentales económicos son positivos y las valoraciones en algunas regiones siguen siendo atractivas. El riesgo de aumento de tasas en los mercados desarrollados es cada vez más bajo a medida que dichos mercados se desaceleran, lo que reduce la posibilidad de salidas masivas de capitales desde emergentes a desarrollados.
COLOMBIA	FX & Renta Fija	Dólar	●	○	○	El tipo de cambio se mantiene por encima de su nivel fundamental según nuestras estimaciones. Esperamos un ajuste ordenado a la baja en la cotización del dólar. En lo corrido del 2019 este ajuste se ha registrado, incorporando la volatilidad derivada de los cambios de postura de los bancos centrales más influyentes del mundo.
		Deuda Pública	○	●	○	La evolución de la inflación ha permitido consolidar una expectativa de estabilidad en la tasa de intervención en el primer semestre, que en el marco de un nivel de liquidez amplio ha acelerado la valorización de los TES, ubicándolos en la actualidad en un nivel que consideramos justo.
		Corp. Tasa Fija	○	●	○	Relacionado con la expectativa en el mercado de deuda pública, los ajustes al alza en la tasa de negociación de la curva de deuda corporativa se han anticipado a los movimientos esperados en materia de política monetaria.
		Corp. IPC	○	●	○	El cambio en la metodología de cálculo de la inflación facilitó un ajuste al alza en los márgenes de operación de esta clase de activos. A la fecha dicho ajuste hace que los escenarios de rentabilidad en el mercado se equiparen de forma tal que no se percibe un sesgo particular.
	Renta Variable	Financiero	○	○	●	Estimamos una recuperación del sector financiero en el 2019 en donde el crecimiento de la cartera alrededor del 8% tendría un impacto positivo en la calidad de los activos.
		Materiales	○	●	○	Se espera que 4G sea el dinamizador de la economía en el año, aunque aún existen riesgos de demora en los proyectos. Las noticias vienen mejorando y se esperan cambios regulatorios que reactiven los proyectos.
		Energía	●	○	○	El fenómeno del Niño podría poner presión a las empresas del sector y una nueva realidad con Hidroituango podría tener un efecto colateral.
		Consumo	○	○	●	El consumo debería comenzar a recuperarse apoyado por menores tasas de interés y mayores expectativas de crecimiento económico en los próximos años.
		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.

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 de Mercados
Internacionales
+(571) 3255560 ext. 1561
jvalderrama@ultraserfinco.com

Investigaciones Renta Variable

Carlos Enrique 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

Estrategia

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

Andrés Echavarría
Analista Junior
+(574) 3255560 ext. 1527
aechavarría@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.