



DAVIVIENDA
Corredores

VISIÓN 2021

Las recomendaciones para **invertir están aquí**

Encuentre la información detallada que necesita para tomar decisiones acertadas de inversión.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA

VIGILADO

Recuerde que por su seguridad Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa nunca solicita a través de este medio información confidencial o financiera como usuarios y claves de acceso a nuestros canales, ni números de productos como cuentas, números de tarjetas de crédito o similares. Por el contrato de uso de red entre Corredores Davivienda S.A. y Banco Davivienda S.A., la promoción de los productos ofrecidos se realiza a través de la red del Banco. Recuerde que por su seguridad el Banco Davivienda S.A. y Corredores Davivienda S.A. no solicitan a través de este medio información confidencial o financiera. La asesoría suministrada es de medio y no de resultado, las inversiones están sujetas a los riesgos del mercado y son de exclusiva responsabilidad del inversionista. La información de terceros suministrada al momento de brindar asesoría, es tomada de fuentes confiables, pero Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda S.A. no garantizan que esté libre de errores.



CONTENIDO

CALENDARIO	Eventos claves 2021	03
ACTIVOS INTERNACIONALES	Reactivación favorece activos de riesgo	04
DÓLAR Y PETRÓLEO	Mejores perspectivas globales, pero riesgos locales	10
RENTA FIJA LOCAL	En búsqueda de mejores retornos, Colombia luce atractivo	20
ACCIONES LOCALES	Las oportunidades siguen vigentes	25



Calendario de eventos clave 2021

Primer Trimestre

Enero 20:

Joe Biden inicia su periodo presidencial en EE.UU.

Enero 25-29:

Reunión anual del World Economic Forum en Davos.

Febrero 07:

Elecciones presidenciales en Ecuador.

Febrero 15:

Publicación del PIB del 4T20 y 2020 en Colombia.

Marzo 04:

Reunión (ordinaria) de la Opep.

Marzo 09:

Vencimiento de los TES CP 2021.

Marzo 10:

Vencimiento de los TES UVR 2021.

Marzo 19:

Rebalanceo FTSE y HCOLSEL.

Otros eventos:

1. Reuniones del Banrep con decisión sobre tasa de interés: [Enero 29 y marzo 26](#).
2. Inicia migración del COLCAP al MSCI COLCAP. [Enero 29](#); Último rebalanceo habitual del COLCAP y en [marzo](#) se lanzará un índice provisional a la espera de la transición definitiva.
3. Se espera la puesta en marcha de los programas de vacunación en Colombia hacia [febrero](#).
4. Presentación del Plan Financiero del Minhacienda para 2021.
5. World Economic Outlook del FMI ([Enero](#))
6. Se espera que la Comisión de expertos en Beneficios Tributarios entregue sus conclusiones.
7. Entrega de resultados corporativos: [febrero](#).

Segundo Trimestre

Abril 06:

Adjudicación de la primera concesión vial de 5G en Colombia.

Abril 11:

Elecciones presidenciales en Perú.

Elecciones constituyentes en Chile.

Abril 12:

Migración de activos inmobiliarios a renta variable.

Mayo 14:

Publicación del PIB del 1T21 en Colombia.

Junio 06:

Elecciones locales y federales en México.

Junio 08:

Vencimiento de los TES CP 2021.

Junio 10:

Inauguración de la Copa América Colombia-Argentina.

Otros eventos:

1. Reuniones del Banrep con decisión sobre tasa de interés: [Abril 30 y Junio 28](#).
2. Puesta en marcha del nuevo índice MSCI COLCAP ([Mayo](#)).
3. Publicación del Marco Fiscal de Mediano Plazo.
4. World Economic Outlook del FMI ([Abril](#)).
5. Entrega de resultados corporativos: [mayo](#).

Tercer Trimestre

Julio 23:

Inauguración de los Juegos Olímpicos de Tokio.

Agosto 01:

Fin de la suspensión del techo de la deuda en Estados Unidos

Agosto 18:

Publicación del PIB del 2T21 en Colombia.

Septiembre 05:

Elecciones legislativas en Hong Kong.

Septiembre 07:

Vencimiento de los TES CP 2021.

Septiembre 26:

Elecciones federales en Alemania.

Otros eventos:

1. Reuniones del Banrep con decisión sobre tasa de interés: [Julio 30 y septiembre 30](#).
2. World Economic Outlook del FMI ([Julio](#)).
3. Entrega de resultados corporativos: [agosto](#).

Cuarto Trimestre

Octubre 22:

Elecciones generales en Japón

Octubre 24:

Elecciones legislativas en Alemania.

Noviembre 15:

Publicación del PIB del 3T21 en Colombia.

Noviembre 21:

Elecciones presidenciales en Chile.

Diciembre 07:

Vencimiento de los TES CP 2021.

Otros eventos:

1. Reuniones del Banrep con decisión sobre tasa de interés: [Octubre 29 y Diciembre 17](#).
2. World Economic Outlook del FMI ([Octubre](#)).
3. Entrega de resultados corporativos: [noviembre](#).
4. Fin del periodo de transición de la LIBOR a otros tipos de interés libres de riesgo.



Activos internacionales

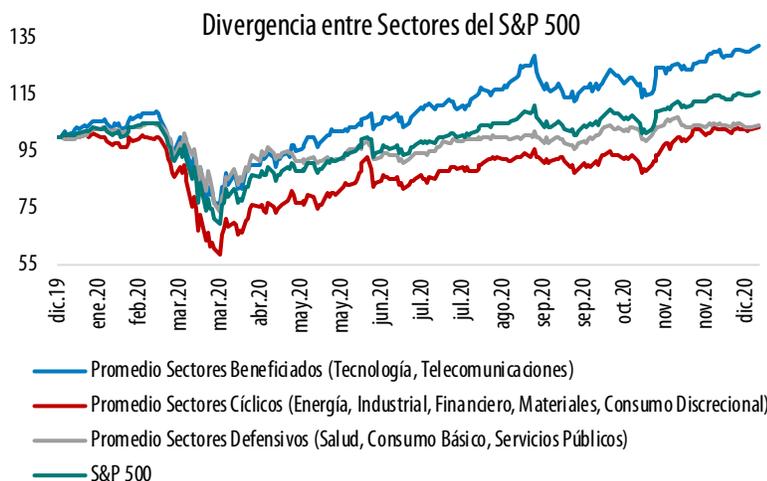
Reactivación económica favorece activos de riesgo

El rebote de la economía mundial, la distribución de la vacuna y las condiciones financieras laxas impulsarían el desempeño de los sectores cíclicos y los mercados emergentes

Estados Unidos

RECUPERACIÓN ECONÓMICA IMPULSARÍA SECTORES CÍCLICOS

2020 fue un año turbulento para los mercados de renta variable a nivel internacional, en el cual pocos han logrado recuperar las fuertes desvalorizaciones presentadas desde la propagación de la primera ola de Covid-19. Estados Unidos, junto con Asia, han superado dichos niveles pre-pandemia, sin embargo, ha sido un repunte mayormente sectorial.



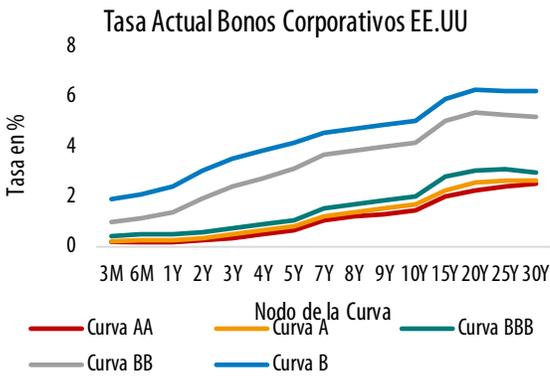
Fuente: Bloomberg | Cálculos Davivienda Corredores



Durante el 2021 las acciones denominadas *value* deberían tener un comportamiento mejor a las *growth* debido al rezago que traían del año anterior

Como consecuencia del confinamiento, las bajas tasas de interés y los elevados niveles de liquidez, sectores puntuales como tecnología, *e-commerce* y telecomunicaciones lideraron dicho repunte, destacando las acciones categorizadas como *“growth”* (empresas con un crecimiento por encima del promedio y que normalmente no pagan dividendos) y de esta manera generando una amplia divergencia frente a las acciones *“value”* (empresas consideradas de calidad y más estables).

Según el Fondo Monetario Internacional, se espera que la economía norteamericana presente un crecimiento del 3.1% durante el 2021 que, sumado a eventos positivos como la distribución efectiva de la vacuna y un partido demócrata consolidado, generarían un soporte adicional para las acciones tanto de sectores cíclicos como las de baja capitalización bursátil (*small caps*). Mientras el índice accionario S&P500



Fuente: Bloomberg | Cálculos Davivienda Corredores

y el índice “*growth*” de Estados Unidos se valorizaron un 16.3% y un 43% durante el año anterior, el índice “*value*” registró una caída del 0.6%. Por lo anterior en materia de renta variable norteamericana preferimos acciones cíclicas o “*value*” y las acciones de compañías de baja capitalización bursátil, aunque claro sin dejar de lado las compañías tecnológicas que a pesar que puedan considerarse como “caras” por el desempeño del año anterior van a seguir liderando la transformación global.

Como medida de estímulo económico y con el fin de rescatar a la economía norteamericana de la peor crisis de la historia reciente, la Reserva Federal (FED) redujo las tasas de referencia al rango de 0% - 0.25%, sin intenciones de realizar alguna modificación hasta que la inflación repunte y se mantenga por encima del 2% durante un tiempo prolongado.

En línea con todo el escenario actual de optimismo por una recuperación y por consiguiente de una mayor demanda de activos con mayores niveles de riesgo y por consiguiente mayor retorno, preferimos en materia de renta fija los bonos denominados como “*high yield*” o grado de especulación ya que todavía tienen espacio de valorización y otorgan a los inversionistas rentabilidades atractivas.

Latinoamérica

VALORACIONES ATRACTIVAS, PERO CON MAYORES RIESGOS

La búsqueda de tasas altas y acciones con valoraciones atractivas mantendría a LatAm con un camino positivo, sin embargo, existen riesgos que podrían causar escenarios adversos, por lo que recomendamos mantener posiciones controladas y diversificadas.

Latinoamérica fue durante 2020 una de las regiones donde el déficit fiscal como porcentaje del PIB se ha ampliado en mayor proporción debido a las ayudas del gobierno para estimular las economías. No obstante, las medidas no han sido suficientes dada una menor capacidad económica y no han podido evitar que sea una de las zonas con mayor impacto por cuenta del coronavirus, alcanzando contracciones del PIB en algunos casos de cerca de 10%. A lo anterior, se le suma que las proyecciones para 2021 no son alentadoras, los países de la región serán los últimos que lograrán recuperar niveles de PIB pre-covid (según las estimaciones del Fondo Monetario hasta finales de 2022).

Bajo este contexto, se presentó un comportamiento divergente en 2020 entre la renta fija y la renta variable, con valorizaciones de 4.52% y caídas de -13.6% respectivamente¹. Lo anterior fue generado en gran parte por un escenario de tasas en niveles históricamente bajos por parte de la FED

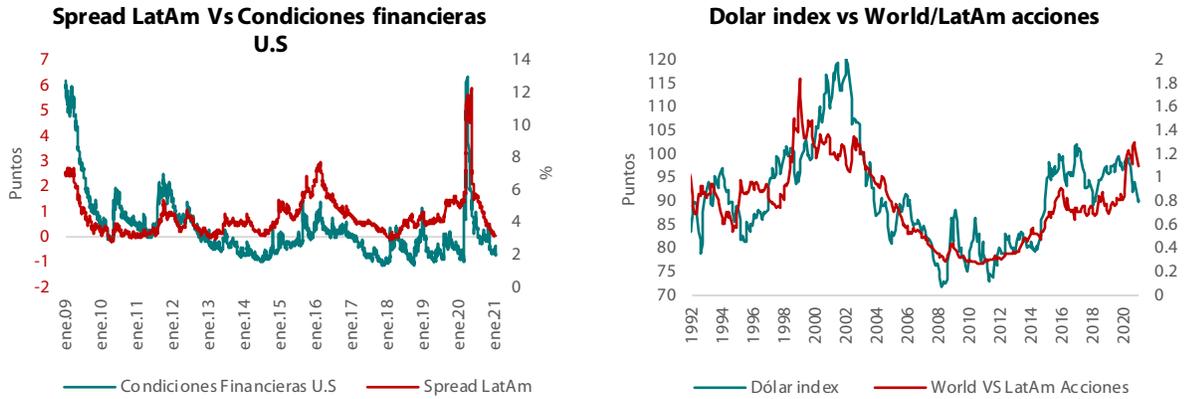


En la búsqueda de rentabilidades atractivas atraería flujos a Latinoamérica aunque existen riesgos latentes en la región para el presente año

¹ Calculado con el desempeño de los índices de Bloomberg Barclays (BSELTRUU) y MSCI Latam



y con cerca de un 27% de la deuda global rentando negativo, los flujos en búsqueda de tasas llegaron a papeles corporativos y soberanos en Latinoamérica comprimiendo las primas de riesgo de manera acelerada. Esto contrastó con la renta variable que, a pesar de estar atractiva frente a su historia, no era impactada de manera positiva por el contexto macroeconómico y mantuvo una fuerte sensibilidad con respecto a las cuarentenas, la demanda de sus productos y su capacidad para generar utilidades.



Fuente: Bloomberg | Cálculos Davivienda

En 2021 esperamos valorizaciones en las diferentes clases de activos, pero los riesgos asociados a nuestro escenario base son diferentes. Por un lado, la renta fija denominada en dólares seguiría teniendo un buen comportamiento impulsado por unas condiciones financieras expansivas en Estados Unidos y tasas que se mantendrán bajas durante todo el año. Así mismo, aunque las valoraciones ya se encuentran en niveles justos, los bonos se verán beneficiados por la búsqueda de tasas altas por parte de los inversionistas. En renta variable, las valoraciones continúan atractivas y, teniendo en cuenta la posible debilidad del dólar a nivel mundial, la diferencia de rentabilidades entre los mercados desarrollados y latinoamericanos podría tender a cerrarse. Sin embargo, los riesgos de un resultado adverso son mayores, derivados de cuarentenas más largas, demoras en vacunación y un rebote en crecimiento menor al estimado, que pueden afectar las proyecciones de demanda y utilidades de las compañías; por lo tanto, se debe mantener posiciones controladas y diversificadas.



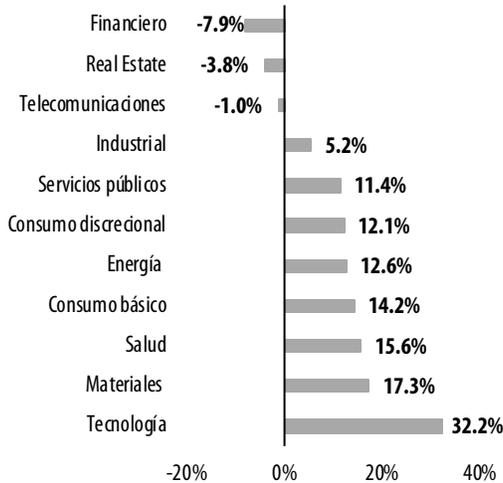
Las acciones latinoamericanas se encuentran en niveles atractivos de valoración



Europa

MERCADOS REZAGADOS CON UN IMPORTANTE POTENCIAL

Retorno 1 año - STOXX 600



Fuente: Bloomberg | Davivienda Corredores

Tasas Bonos Soberanos Europa

País	3Y	5Y	10Y	30Y
Reino Unido	-0.14	-0.11	0.17	0.72
Francia	-0.72	-0.68	-0.37	0.33
Alemania	-0.77	-0.76	-0.6	-0.2
Italia	-0.25	-0.01	0.54	1.4
España	-0.57	-0.4	0.01	0.84
Suiza	-0.85	-0.8	-0.63	0.7

Fuente: Bloomberg | Davivienda Corredores

Por otro lado, la economía europea es la que más se beneficia durante un repunte de la manufactura, especialmente cuando la propensión marginal a consumir de China está en expansión, siendo Europa la región más expuesta a la demanda del gigante asiático. Adicionalmente, se considera que la economía europea es más cíclica que la de Estados Unidos porque las exportaciones y la manufactura constituyen una mayor proporción del empleo.

De esta manera, si bien el mercado accionario europeo se encuentra rezagado y debería beneficiarse del repunte de la economía, creemos que es en este tipo de activos donde hay valor en la región y que la selección de activos debe ser muy específica en acciones denominadas “value” de algunos sectores cíclicos. Dentro de estos sectores, se encuentran financiero, consumo discrecional, materiales, energía e industrial. No obstante, algunos de ellos presentan mayores complicaciones que pueden impedir una recuperación más rápida.

La pandemia de Covid-19 ha generado grandes implicaciones sociales y económicas en Europa, por lo cual la contracción del PIB de la Zona Euro en 2020 alcanzaría el 7%. Actualmente, la actividad económica en Europa está experimentando de nuevo una leve caída como consecuencia de la segunda ola de contagios por Covid-19. En respuesta, los consumidores han evitado los espacios públicos y los gobiernos han implementado cierres cada vez más estrictos. No obstante, a pesar de los riesgos asociados en el corto plazo, según el FMI se espera un repunte de 4.7% en el crecimiento de la región durante el 2021.

Un entorno fiscal flexible permitirá que la actividad económica se recupere con mayor velocidad. Europa mantendrá las tasas en cero o inferiores a cero en el 2021, por lo tanto, las autoridades fiscales tienen libertad para brindar apoyo adicional si así lo deciden debido a los bajos costos de endeudamiento. De esta manera, la mayoría de países de la Zona Euro pueden obtener préstamos a tasas de interés negativas dependiendo del plazo.

Teniendo en cuenta este contexto general de tasas bajas, la renta fija europea no es el activo más atractivo para invertir actualmente, incluso desde antes de la pandemia. La rentabilidad de los bonos europeos es significativamente inferior a las ofrecidas en bonos norteamericanos o de otras regiones del mundo a causa de los fuertes programas de estímulo monetario que ha llevado a cabo el Banco Central Europeo, los cuales ya completan varios años, y que han llevado a las tasas de la deuda de esta región a niveles increíblemente bajos y en muchos casos negativos.



Las tasas de la deuda soberana en Europa se encuentran en niveles negativos en su gran mayoría



Por ejemplo, en el caso del sector financiero, los bancos tienen presiones adicionales por el nivel de tasas tan bajo, lo que generaría un desafiante crecimiento estructural. Por consiguiente, es importante escoger compañías con fundamentales sólidos que a futuro permitan obtener un buen rendimiento y confianza en los inversionistas.

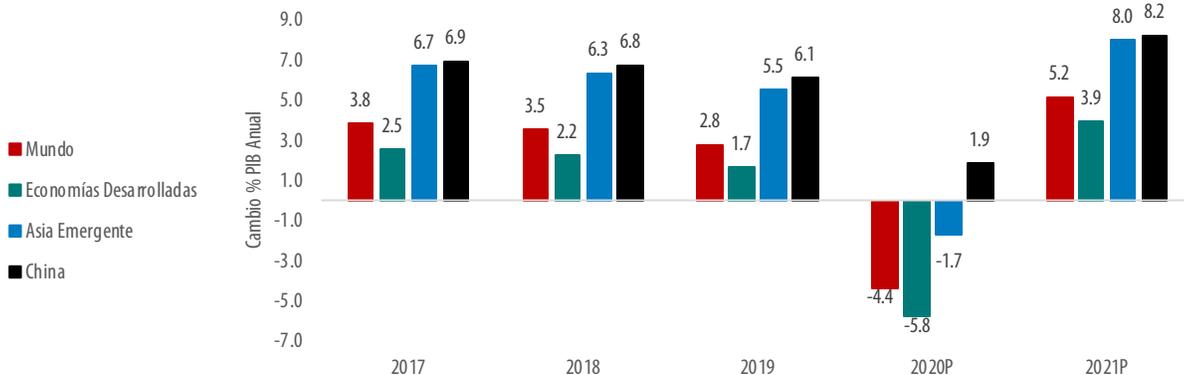
Asia emergente

Posición favorable en la post-pandemia

La rápida respuesta de los gobiernos asiáticos frente a la crisis generada por el nuevo coronavirus les permite estar en una situación favorable para aprovechar la recuperación económica que comenzaría en 2021.

Alrededor del mundo se tomaron gran variedad de medidas contra el nuevo coronavirus, pero Asia parece haberlo hecho mejor que otras regiones. Esta conclusión se desprende de los menos de 5,000 casos por millón de habitantes de este continente frente a los más de 28,000 de Europa o de los más de 37,000 que se presentan en América del Norte (Our World in Data, 2020). Gracias al control efectuado y a la entrada en escena de vacunas efectivas se espera una dinámica positiva en las economías emergentes asiáticas, permitiéndoles llegar a niveles de crecimiento cercanos al 8%, según las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional.

Estimaciones de crecimiento FMI



Fuente: FMI

En un contexto de recuperación económica, y con los bancos centrales buscando mantener el soporte sobre el crecimiento económico, las tasas bajas a nivel mundial se mantendrían por varios periodos, forzando a los inversionistas a aumentar su apetito por riesgo en búsqueda de rendimiento. Bajo este escenario es probable que los flujos de inversión durante 2021 se dirijan a las regiones con mayor dinamismo y con menor afectación por cuenta de la pandemia.

Actualmente, los mercados asiáticos emergen como una de las opciones a considerar para los inversionistas gracias a su manejo de la pandemia y la consolidación de China como el mayor competidor de

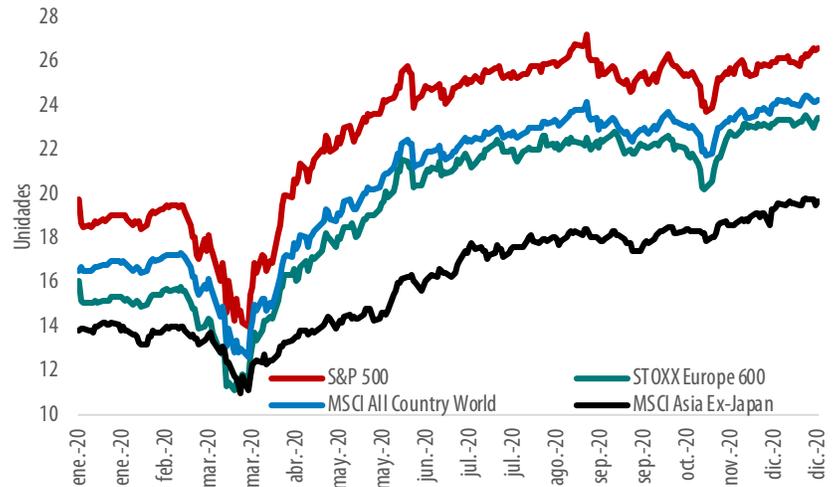


Asia emergente estaría en una posición favorable para aprovechar la recuperación económica global

Estados Unidos en sectores claves como el tecnológico y toda su cadena productiva.

El aumento en el apetito por riesgo de los inversionistas, así como la búsqueda de rendimiento beneficiaría de manera importante regiones con valoraciones atractivas como las observadas en mercados emergentes y especialmente en Asia. Respecto a otras regiones con potencial, las acciones en Asia presentan una recuperación importante en sus precios, más de 62% respecto a su mínimo de marzo y más de 18% durante 2020. Adicionalmente, se ha dado una menor caída en los beneficios por acción, -20% respecto al -29% del S&P500 o -58% del STOXX 600, lo que posiciona a los mercados asiáticos como una opción con potencial, pero con valoraciones relativamente atractivas.

Precio sobre beneficios por acción 2020



Fuente: Bloomberg | Cálculos Davivienda Corredores



Dólar y petróleo

Mejores perspectivas globales, pero riesgos locales

Ante las mejores expectativas de crecimiento, el petróleo y el peso colombiano mantendrían su senda de recuperación en 2021, sin embargo factores como el déficit corriente limitarían apreciación del COP

PETRÓLEO: DEMANDA AÚN NO LLEGARÍA A NIVELES PRE-PANDEMIA

Termina un año de alta volatilidad para el mercado petrolero e inicia un año de posible recuperación, aunque con algunos riesgos a la vista. Luego de la fuerte caída en la demanda global de crudo observada al inicio de la pandemia, se ha presentado una recuperación gradual que ha venido acompañada de una valorización en los precios del crudo. Probablemente se mantenga esta tendencia de la demanda global durante el 2021, en línea con mejores perspectivas sobre la economía global. Sin embargo, se espera que esta no alcance en el transcurso de este año los niveles previos a la crisis.

Con respecto a la oferta, también se espera una recuperación frente a los niveles del año pasado, en la medida que el aumento en los precios vuelva nuevamente rentable la actividad petrolera para algunos productores. De todas maneras, la extensión en los recortes de la OPEP+ seguirán siendo determinantes para mantener el equilibrio en el mercado petrolero en un año en el que la recuperación de la demanda global sigue siendo incierta y gradual.



Excesos de oferta
causaron crisis de
almacenamiento en el
2020

En síntesis, se espera que este año el balance en el mercado petrolero sea de relativa estabilidad, teniendo en cuenta las posibles dinámicas de demanda y oferta de crudo. Con esto, posiblemente el rango de negociación del Brent para el primer trimestre del año sea entre USD 45 y USD 60 dólares por barril, teniendo en cuenta los riesgos asociados a las restricciones de movilidad, que es un sector que demanda gran parte del crudo en el mundo. No obstante, para los próximos trimestres, cuando probablemente haya menores medidas de aislamiento y una mayor dinámica de la vacunación contra el COVID-19, este rango podría ubicarse entre USD 50 y USD 65.

Por primera vez en la historia, el petróleo registró cotizaciones negativas

Las materias primas fueron algunos de los activos más afectados por la pandemia durante el año pasado, en línea con la fuerte caída de la demanda agregada global. En el caso del petróleo, esta caída en la demanda estuvo acompañada de una guerra de precios entre los principales países de la OPEP+ en los primeros meses del año. Esta



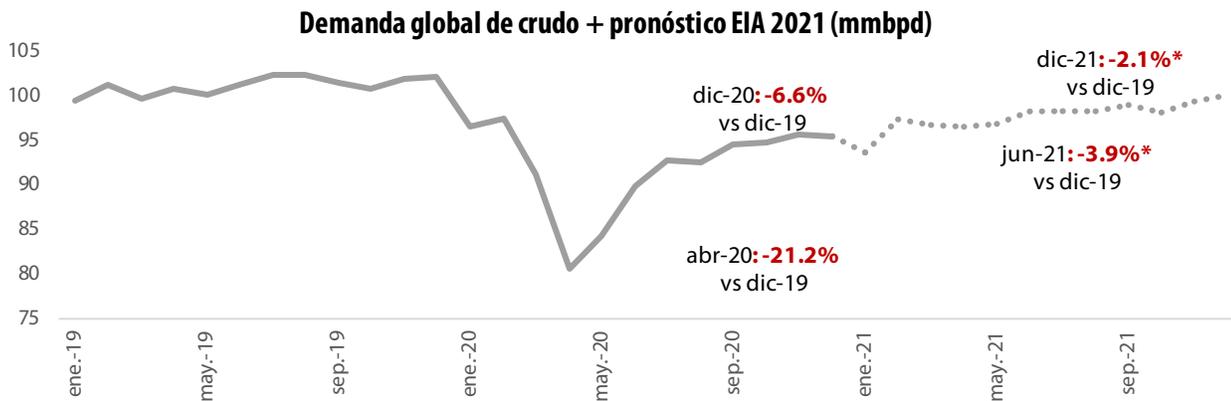
Evolución positiva de la vacunación
llevaría el Brent a fluctuar entre
USD 50 y USD 65



combinación de factores de oferta y demanda generó una crisis de sobreoferta en el mercado petrolero y de almacenamiento en algunos lugares de EE.UU., llevando a la cotización del WTI a niveles negativos, como nunca había sucedido. Aunque todavía existen algunos riesgos de corto plazo sobre el mercado petrolero, es claro que no esperamos que se vuelva a presentar un escenario similar en el 2021.

Recuperación de la demanda global de crudo se mantendría leve

En abril del año pasado cuando inició la pandemia, la demanda global de crudo cayó hasta 80.6 mmbpd, lo que representó una caída del 21.2% frente a los niveles de diciembre del 2019 (102.3 mmbpd). Posteriormente, se presentó una recuperación gradual de la economía mundial y de la demanda global, cerrando el año en 95.6 mmbpd (-6.6% frente a diciembre pasado). En 2021, la demanda de crudo seguirá estando altamente ligada a la evolución del COVID-19, las restricciones de movilidad y los avances en el proceso de vacunación. Las últimas proyecciones de la Administración de Información de Energía (EIA por sus siglas en inglés), sugieren que la demanda global de crudo se ubicará en 98.3 mmbpd en junio y 100.2 mmbpd en diciembre de este año, lo que de todas maneras representa un nivel por debajo del pico alcanzado en diciembre del 2019 antes de la pandemia.



Fuente: EIA | Gráfica: Davivienda Corredores. *Pronóstico EIA



No esperamos conflictos internos en la OPEP+ este año

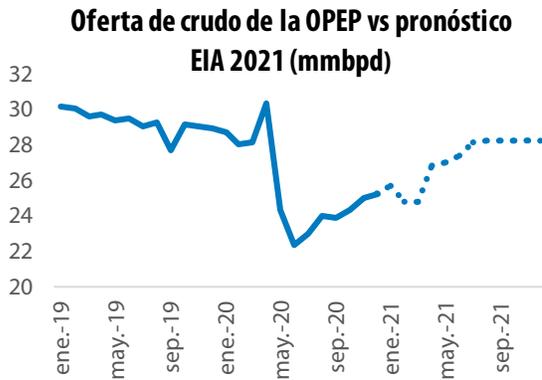
Recortes de la OPEP+ seguirían siendo determinantes

La caída en los precios del crudo observada en los primeros meses del 2020 no solo estuvo explicada por los efectos de menor demanda que dejó la pandemia, sino que la falta de coordinación entre los países de la OPEP+ también aceleró esta caída. Incluso, las mayores desvalorizaciones se observaron en las primeras semanas de abril, cuando se presentó el enfrentamiento de precios entre Arabia Saudita y Rusia.



Para el 2021, parece que la cooperación entre los países miembros de este grupo será mucho más sólida; tal es el caso de la última reunión, realizada hace un par de semanas, en la que se decidió aplazar los aumentos de oferta, de 500,000 bpd, acordados inicialmente para los meses de enero y febrero. Adicional a esto, Arabia Saudita se comprometió voluntariamente a recortar 1 mmpbd adicional en estos dos primeros meses del año, lo que ha favorecido el comportamiento del petróleo en los primeros días de enero. En general, la probabilidad de volver a ver nuevas disputas al interior del grupo, que presionen caídas considerables del crudo, es más baja.

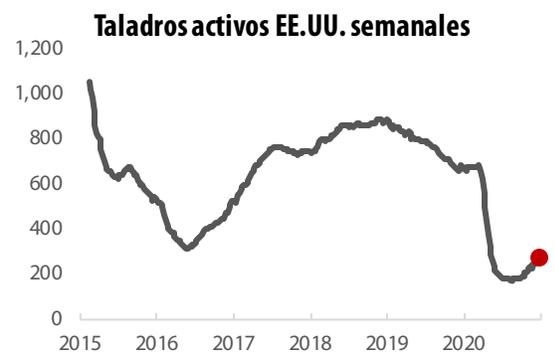
Otro punto importante para resaltar es el nivel de las exportaciones de crudo iraní, que se encuentra cerca del 11% de su capacidad de exportación (2.8 mmpbd). Uno de los grandes interrogantes es cuánto tardará esta oferta en volver al mercado petrolero, en medio de las sanciones que impuso Donald Trump por el incumplimiento del acuerdo nuclear por parte del país asiático. El nuevo presidente Joe Biden ha dejado abierta la puerta para levantar estas sanciones, siempre que Irán “cumpla estrictamente el acuerdo nuclear”. Sin embargo, en las últimas semanas se ha conocido que este país aumentó sus existencias de uranio, por lo que es poco probable ver una moderación en estas sanciones o un aumento en las exportaciones de crudo iraní en el corto plazo.



Fuente: EIA | Gráfica: Davivienda

Aumento en la producción estadounidense como mecanismo estabilizador del precio

Por supuesto, es importante no perder de vista el comportamiento de la oferta de crudo en EE.UU., que es el mayor productor del mundo. En general, la actividad petrolera se ha mantenido en niveles bajos, con poco más de 250 taladros activos en todo el país, una cifra muy inferior a los 773 taladros que estuvieron activos en promedio en el 2019. Hay que mencionar que esta caída en los taladros no es proporcional a la observada en los barriles extraídos, pues la mayor eficiencia de cada taladro ha permitido que la producción se mantenga cercana a 11 mmpbd, lo que de todas maneras representa una caída desde los 13 mmpbd que se alcanzaron a producir al inicio del 2020. En todo caso, existe una fuerte relación entre los precios del crudo y la actividad petrolera en EE.UU., dados los incentivos de producción. Esta relación se ha dado históricamente con un rezago de tres meses, lo que sugiere un repunte de la producción estadounidense en el corto plazo. Esto se mantendrá como un mecanismo estabilizador del precio, por lo que no esperamos una extensión importante del movimiento alcista observado en los últimos meses.



Fuente: Baker Hughes | Gráfica: Davivienda

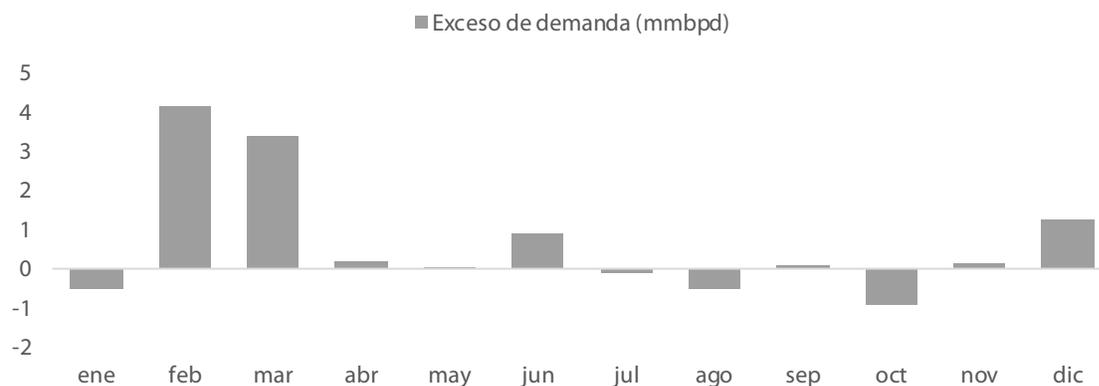


La curva invertida de futuros sugiere un repunte en la producción para los próximos trimestres

Un factor adicional que limitaría valorizaciones adicionales del crudo por el lado de la oferta es la curva de futuros del Brent, que se mantiene invertida luego de la importante valorización observada recientemente. Esto incentivaría a que en el corto plazo los productores de petróleo ofrezcan el crudo en el mercado petrolero, en vez de asumir los costos de almacenamiento y futuros precios más bajos que los actuales.

En línea con este comportamiento de la curva de futuros del Brent, las proyecciones de oferta y demanda de la EIA en el mercado petrolero sugieren en el 2021 una moderación en los excesos de demanda que se han venido presentando en el mercado petrolero y que se podrían volver a presentar en febrero y marzo. Para los próximos trimestres del año, se espera un relativo equilibrio en el mercado petrolero, en línea con un mayor crecimiento de la oferta, tanto de los países miembros de la OPEP como del resto de productores.

Pronóstico de balance en el mercado petrolero (pronóstico EIA)



Fuente: EIA | Gráfica: Davivienda Corredores.

Un panorama menos favorable en el largo plazo

Una de las posiciones del recientemente elegido presidente de Estados Unidos, Joe Biden, durante su campaña, es el apoyo a las energías renovables como respuesta a las amenazas de largo plazo contra el medio ambiente. Ahora con la mayoría en el Senado y en la Cámara, será más probable el desarrollo de nuevas políticas que favorezcan la demanda por estas energías hacia adelante. Aunque será poco probable ver los efectos de estas medidas en el 2021, probablemente esto resulte en un cambio de tendencia de la demanda de crudo estadounidense (mayor consumidor de crudo en el mundo) a futuro.



DÓLAR: ENTRE DEBILIDAD DE LA MONEDA A NIVEL GLOBAL Y LAS VULNERABILIDADES COLOMBIANAS

Luego de la fuerte devaluación que presentó el peso colombiano (COP) durante la mayor parte del año 2020, las perspectivas para el 2021 son más positivas y se espera que la tasa de cambio caiga a medida que avanza el año. Sin embargo, durante los primeros meses la volatilidad del dólar seguirá explicada principalmente por los efectos económicos de la pandemia y la distribución de una vacuna contra el COVID-19 para mitigar estos efectos. En esa medida, y teniendo en cuenta las recientes decisiones de los gobiernos de aumentar las restricciones a la movilidad, creemos que en el corto plazo las caídas del dólar permanecerán contenidas. Con esto, esperamos que en el primer trimestre el dólar se mantenga en un rango entre COP 3,350 y COP 3,600.

Para los próximos trimestres, cuando se evidencie un mayor dinamismo en la distribución de la vacuna a nivel global, esperamos que el dólar recupere su senda bajista frente a monedas desarrolladas y emergentes. En general, creemos que los altos niveles de liquidez, las mejores perspectivas de crecimiento y un entorno de menor incertidumbre en materia comercial podrían presionar la debilidad de la moneda estadounidense a nivel global. Adicionalmente, las posibles ventas de dólares de la Tesorería Nacional en Colombia favorecerían esta caída a nivel local.



El dólar mantendría un rango entre COP 3,250 y COP 3,600 en 2021



Tasas de la FED se mantendrían entre 0% - 0.25% durante todo el 2021

Sin embargo, es importante tener en cuenta algunos factores idiosincráticos que podrían limitar la apreciación del peso colombiano en el 2021, lo que posiblemente resultaría en una menor caída del dólar en Colombia, relativa a la de otros países emergentes. Por un lado, se espera que la recuperación de la economía venga acompañada de un deterioro en los flujos de cuenta corriente del país. Asimismo, los altos niveles de deuda externa de corto plazo se mantendrían como un factor que limite la caída de la tasa de cambio en los próximos 12 meses. En síntesis, creemos que, para los siguientes trimestres del año, el dólar mantenga un rango entre COP 3,250 y COP 3,500.

La amplia liquidez en dólares favorecería las monedas emergentes

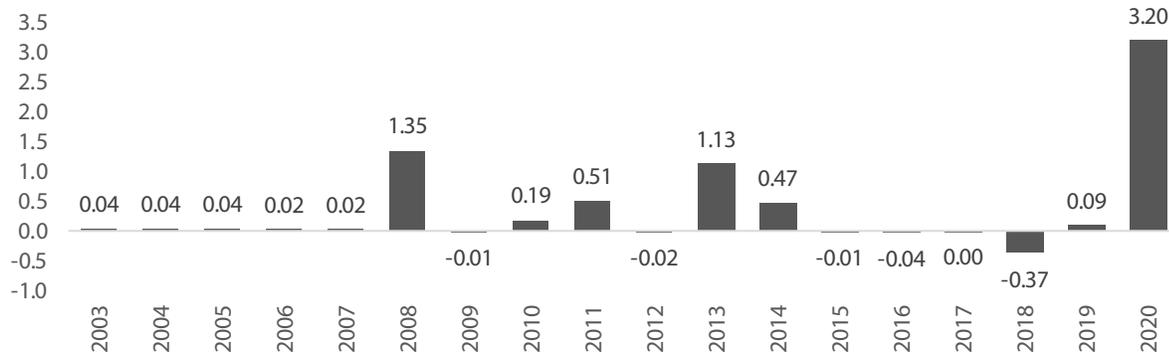
Uno de los principales estímulos que ha recibido la economía global en su proceso de recuperación durante esta pandemia ha sido la política monetaria expansiva. En el caso de la Reserva Federal (Fed), las tasas han permanecido entre 0% - 0.25% desde que inició la crisis en marzo de 2020, mientras que las compras de activos se han dado a un ritmo alto, relativo a otras economías desarrolladas. En el 2020, la hoja de balance de la Fed aumentó cerca de 77%, por compras de activos que superaron los USD 3 billones en el transcurso del año.

Recientemente, se ha presentado un repunte en las expectativas de inflación por el resultado electoral en EE.UU., que sugiere mayores



estímulos fiscales que impulsen el crecimiento. Sin embargo, con la modificación de la Fed en su meta objetivo promedio, es probable que el banco central tolere algunos meses de inflación por encima del 2%, manteniendo las tasas en cero y los altos niveles de liquidez en dólares por un periodo prolongado. Aunque estas expectativas se han venido moderando, la curva de futuros todavía descuenta que las tasas se mantendrán estables al menos hasta el 2022.

Cambio anual en la hoja de balance de la Fed (USD bn)



Fuente: FRED | Gráfica: Davivienda Corredores

El dólar se debilitaría a nivel global con Joe Biden como presidente

Finalmente, el resultado de las elecciones en EE.UU. ha dejado al demócrata Joe Biden como presidente y al Senado con el mismo número de representantes demócratas y republicanos (50 y 50). Sin embargo, hay que tener en cuenta que las votaciones que resulten en empate en el Senado, se resolverán con el voto de desempate de la vicepresidenta Kamala Harris, lo que puede resultar para el presidente en mayores posibilidades de sacar adelante sus propuestas. Al conocerse este resultado, las expectativas de gasto del gobierno han aumentado, por la posición que han tenido los demócratas de aprobar paquetes de estímulo fiscal más grandes. En general, esto ha favorecido las expectativas de crecimiento para este 2021, lo que puede resultar en un buen desempeño para los activos como el petróleo y el peso colombiano.

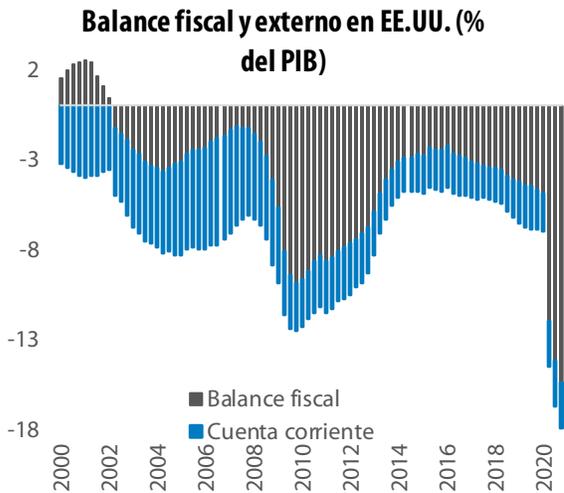
Un tema adicional para tener en cuenta con la mayoría en el Senado es que, probablemente durante su mandato, Joe Biden eleve los impuestos corporativos, lo que por el contrario es una política que moderaría las expectativas de crecimiento. Sin embargo, teniendo en cuenta los desafíos en términos de crecimiento y empleo para este 2021, se espera que esta medida se adopte en el 2022 o posteriormente. Por ahora, se espera que con la composición actual de la Casa Blanca se pueda observar una recuperación económica más rápida, soportada por mayor gasto. Esto causaría un posible deterioro de las cuentas fiscales dado el aumento en el gasto, sin aumentos importantes en el recaudo de impuestos. Por otro lado,



se ha observado un deterioro de las cuentas externas en EE.UU., en línea con un mayor desbalance comercial. Todos estos factores apuntan a un dólar que se seguirá debilitando a nivel global durante el 2021.

El dólar mantiene su rol como moneda de reserva, sobretodo en economías emergentes

En la primera mitad del 2020 los inversionistas se posicionaron en activos de reserva como el dólar, ante el bajo apetito por riesgo en medio de la incertidumbre relacionada con la pandemia. Al revisar las cifras publicadas recientemente por el FMI, se puede observar que el dólar ha perdido una leve participación en las reservas a nivel global. Sin embargo, el valor de las reservas en dólares ha seguido aumentando en los últimos años, aunque a un ritmo más leve. Esto se debe principalmente al aumento importante en las reservas en euros, que han aumentado a una mayor tasa que la presentada históricamente. Con esto, es importante tener en cuenta que el rol del dólar como principal moneda de reserva no ha desaparecido, pero se ha venido moderando. Por otro lado, en economías emergentes como Colombia las reservas siguen siendo en dólares y, por lo tanto, en momentos de aversión al riesgo seguiremos viendo fortalecimiento del dólar a nivel local.

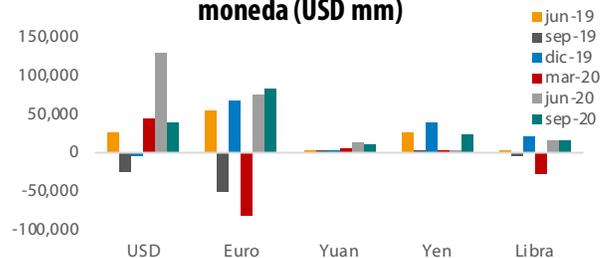


Fuente: Bloomberg | Gráfica: Davivienda Corredores



Fuente: FMI | Gráfica: Davivienda Corredores

Variación trimestral de las reservas por moneda (USD mm)



Sin embargo, esperamos un mejor entorno para activos de riesgo

Todo parece indicar que los principales riesgos para los mercados este año siguen concentrados en los temas relacionados con el COVID-19 y las posibles medidas de aislamiento. Con una probabilidad muy alta, el escenario para este año es más favorable, dado que en algunos países ya inició la etapa de vacunación, mientras que otros se preparan para iniciar este proceso en los próximos meses. Aunque el dólar se mantiene como el principal activo de reserva a nivel global, las perspectivas para este año son positivas, lo que sugiere todavía un debilitamiento de la moneda estadounidense.

Otros temas como el Brexit y la Guerra Comercial entre China y EE.UU. ahora han pasado a un segundo plano cuando se habla del apetito por riesgo global. Por un lado, con el acuerdo comercial del Brexit firmado en diciembre se elimina la posibilidad de que haya una ruptura entre el Reino



Panorama económico y comercial favorecería activos emergentes



Unido y la Unión Europea, lo que era la principal preocupación en esta disputa. Por otro lado, aunque las tensiones comerciales entre China y EE.UU. no terminarán con el cambio de presidente, sí se espera una menor intensidad y menor incertidumbre. En general, el entorno para los activos emergentes ahora es mucho más favorable y posiblemente se observen flujos de portafolio que debiliten el dólar frente a monedas emergentes.



**Al Tesoro Nacional le
faltaría vender cerca de
USD 4,000 millones**



**Egresos corrientes
deteriorarían balance
externo.**

Aún quedan dólares por vender de la Línea de Crédito Flexible

Por otro lado, es importante no perder de vista la necesidad de financiamiento del gobierno nacional en esta coyuntura y los recursos en dólares correspondientes al desembolso de la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional. Del total de los recursos (USD 5,400 millones) de esta transacción, el Banco de la República ha comprado USD 1,500 millones al Tesoro Nacional para aumentar las reservas internacionales del emisor. Para este 2021, es importante tener en cuenta que el gobierno probablemente venderá los dólares restantes, por medio del mercado cambiario (lo que tendría efectos sobre la tasa de cambio) o directamente al Banco de la República. Aunque es difícil saber exactamente cómo se dará esta transacción, esto podría representar una presión bajista adicional al USDCOP en el año.

El déficit corriente repuntaría en el 2020

Por otro lado, es importante resaltar algunos factores locales que podrían limitar esta caída del dólar en Colombia. En primer lugar, es importante tener en cuenta el posible desempeño de la cuenta corriente. El año pasado se presentó una moderación en el déficit corriente por cuenta de la pandemia, en la medida en que las menores importaciones disminuyeron los egresos de la balanza comercial. Esto estuvo explicado por una caída en la demanda interna por las medidas de aislamiento y el menor ingreso de los hogares. Ahora, bajo la expectativa de mayor actividad económica y mayor demanda interna en el 2021, se espera que el déficit corriente vuelva a deteriorarse en el 2021, generando nuevamente un déficit en los flujos de dólares en el país.

Por otro lado, hay que resaltar la recuperación que han tenido los términos de intercambio con la reciente valorización de los precios del petróleo. Este indicador refleja la capacidad de compra que tienen los productos domésticos vendidos en el extranjero y presenta una relación directa con el desempeño del peso colombiano. Por lo tanto, esta recuperación de los términos de intercambio sugiere una apreciación del peso colombiano para este 2021.

En síntesis, es posible que en Colombia se observen caídas del dólar durante este año, pero desde el punto de vista de flujos corrientes esta caída se daría en menor proporción frente a otros países emergentes.



Términos de intercambio en Colombia vs USDCOP



Fuente: Bloomberg | Set FX | Gráfica: Davivienda Corredores

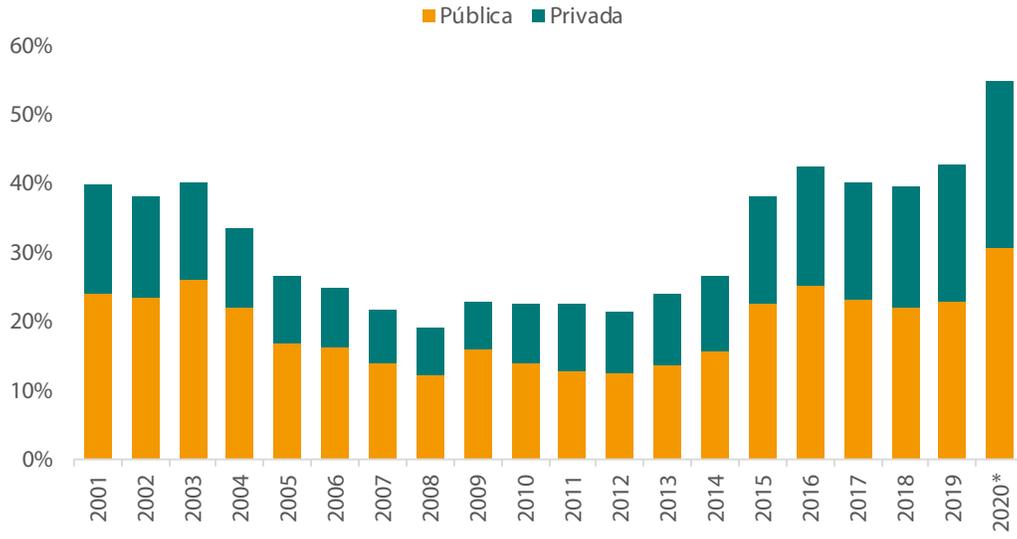
Deuda externa

Un factor local adicional para monitorear de cerca durante el 2021 es el nivel de la deuda externa en Colombia y los efectos que pueda tener sobre los flujos de dólares en el corto plazo. Desde el 2016 hasta el 2019, la deuda externa de Colombia se ubicó cerca del 40% del PIB e históricamente se ha ubicado en promedio en 31% del PIB (desde el 2001 que existe registro). No obstante, en el 2020 aumentaron las necesidades de financiamiento externo de Colombia por la crisis económica que representó el COVID-19, tanto para el sector público como para el sector privado. Con esto, las últimas cifras publicadas de deuda externa señalan un nivel de deuda que representa el 54.8% del PIB.

Con respecto a la deuda externa de corto plazo, esta históricamente ha representado cerca del 32% de las reservas internacionales del país. Sin embargo, desde el 2018 ha superado el 40%, lo que representa un factor adicional que mantendría contenida una fuerte caída del dólar en Colombia. De todas maneras, hay que resaltar que la tendencia de esta métrica en los últimos meses ha sido a la baja, en línea con una combinación de menor deuda de corto plazo y un aumento en las reservas internacionales.



Deuda externa en Colombia (% del PIB)



Fuente: BanRep | Gráfica: Davivienda Corredores



Renta Fija

En búsqueda de mejores retornos, Colombia luce atractivo

Pese al importante repunte del mercado local durante 2020, las condiciones favorables se mantienen, especialmente en los tramos más largos de la curva

¿QUÉ ESPERAR EN 2021?

En 2021, el contexto externo de tasas históricamente bajas y estables, sumado a la permanencia de los estímulos económicos vía altos niveles de liquidez, llevaría a que prime el interés de los inversionistas por la búsqueda de retornos más atractivos. Por otra parte, es de esperar que, ante el incremento observado en las expectativas de inflación, se dé una contracción más pronunciada en las tasas de retorno real de los países desarrollados, que ya se encuentran en niveles negativos. Esto, sumado al repunte que se ha presentado en los precios del petróleo en los últimos meses, plantea un panorama positivo para la renta fija emergente.

No obstante, no se puede desconocer que la deuda global ha alcanzado su nivel más alto histórico, llegando a USD 274 billones en el 3T20, lo cual representa el 356% del PIB mundial.² Este incremento en la deuda se intensificó con la llegada de la pandemia, lo cual nos lleva a pensar que, hacia adelante, bajo un contexto más favorable en términos de actividad económica, se propenderá por estabilizar las métricas de endeudamiento (Deuda/ PIB), a través de mantener bajas y controladas las tasas de interés a largo plazo mientras se logran mayores niveles de crecimiento económico e inflación.



En 2021 las emisiones de TES alcanzarían COP 53.8 billones



El 26.7% de la deuda global se negocia a tasas negativas. Cerca del 80% del mercado de renta fija global negocia a una tasa inferior al 2.5%

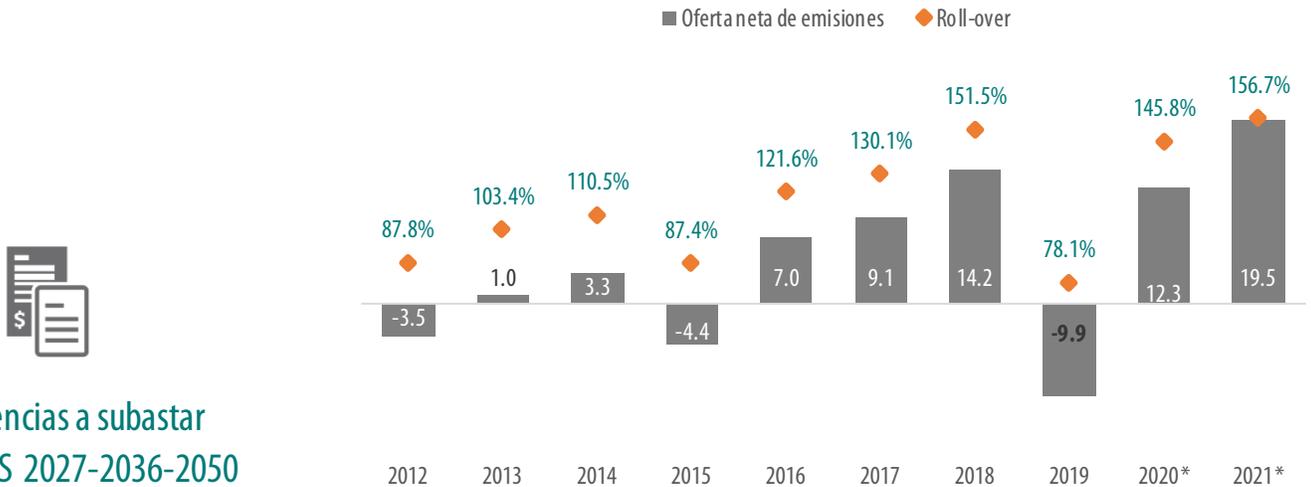
¿Qué comportamiento tendrán la oferta y la demanda de TES?

En 2021 la oferta neta de TES probablemente será la más alta históricamente. Con base en cifras divulgadas en algunos medios de comunicación, se espera que el Ministerio de Hacienda realice emisiones por COP 53.8 billones, de los cuales COP 42 billones se subastarían al mercado; y el monto restante correspondería a emisiones a entidades públicas, pagos de obligaciones y bonos pensionales. Por su parte, los pagos de amortizaciones e intereses en el año serían del orden de COP 8.3 y COP 26 billones, respectivamente. Así, se demandaría un monto neto de liquidez del mercado por COP 19.5 billones. De ser así, este sería el flujo neto de emisiones más alto que el Gobierno haya realizado desde que tenemos registros, lo cual implica mayores presiones de liquidez al mercado por este concepto. Además, se debe recordar que las referencias a subastar son del tramo largo, factor que podría mitigar las valorizaciones en esta parte de la curva.

² Instituto Internacional de Finanzas, Monitor fiscal 3 de diciembre 2020



Roll-over de deuda y flujo neto³ (COP billones)



Referencias a subastar
 TES PESOS 2027-2036-2050
 TES UVR 2029-2037-2049

Fuente: MinHacienda

Con respecto a la demanda, consideramos que el mercado de deuda pública se podría ver favorecido por el contexto externo, previamente descrito, lo que favorecería que en 2021 tengamos nuevamente un flujo neto comprador por parte de los Inversionistas Extranjeros. En 2020, estos agentes fueron los principales compradores de TES con un monto COP 10.89 billones, mientras que las AFP's ocuparon el segundo lugar comprando COP 7.65bn.

Los retos en materia fiscal se han intensificado, por lo que no se descartan modificaciones en la calificación del país

Un tema que se mantendrá vigente en el transcurso del año es la capacidad del país de mantener el grado de inversión. En 2020 el nivel de deuda bruta del Gobierno General se acercaría a 68.2% del PIB y en el transcurso de este año se espera una reducción al 63.5%, mientras que el déficit fiscal presentó ajustes importantes para 2020 y 2021 pasando de 8.2% y 5.1%⁴ a 8.9% y 7.6% del PIB, respectivamente, cifras que no son afines al grupo de países grado de inversión. En este sentido, la eventual presentación de una reforma fiscal que encamine al país nuevamente en una senda de consolidación fiscal y reducción de la relación de Deuda/PIB será clave para la posición que finalmente tomen las agencias calificadoras de riesgo y, por lo tanto, para la volatilidad o presiones alcistas en las tasas del mercado de renta fija local.

³ **Roll-over de deuda:** Emisiones Internas / (Amortizaciones Internas + Intereses Internos)

Flujo Neto: Emisiones Internas - (Amortizaciones Internas + Intereses Internos)

* Datos presentados en la publicación del MFMP de 2020 con las actualizaciones presentadas por MinHacienda. Para el resto se calcula con base en los cierres fiscales de cada año.

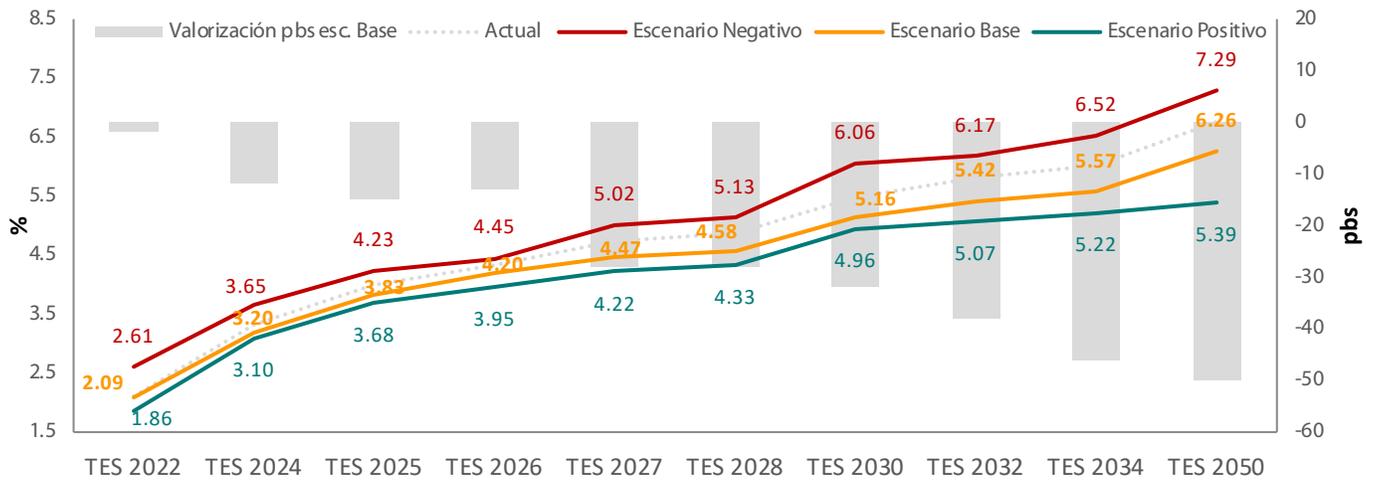
⁴ Cifras presentadas en el MFMP 2020



Análisis curva TES Tasa Fija

En esta ocasión favorecemos aumentar la duración de los portafolios con miras a capturar el valor que estaría concentrado en el tramo medio y largo de la curva. Consideramos que la primera parte del año será muy favorable en términos de retornos, no obstante, la segunda parte del año podría llegar a ser retardadora por la acumulación de riesgos fiscales y expectativas sobre la evolución de las tasas de interés a nivel global y el pronunciamiento de las calificadoras de riesgo. Así, específicamente planteamos tres escenarios que consideramos recogen los niveles de negociación que podríamos observar en el transcurso del año:

Proyección de curva de TES en pesos



Estimaciones: Davivienda Corredores



Los Tesoros americanos a 10 años alcanzarían niveles de negociación de 1.35%

Un aspecto que consideramos relevante para el mercado de deuda local es el comportamiento que tengan los tesoros americanos, dado que podrían experimentar presiones alcistas en la medida en que se han incrementado tanto las expectativas de inflación como de déficit fiscal con la elección de Joe Biden como presidente y, por ende, el potencial de valorización de los activos locales podría verse reducido. Esto, nos lleva a pensar en una contracción en el diferencial TES – Tesoros de 10 años a niveles cercanos a 380 pbs vs el nivel actual de 465 pbs, tanto por un incremento en los Tesoros cercano a los 30 pbs (1.30%-1.40%) como por una valorización en los TES.

Factores que contemplan los escenarios

Escenario optimista	Escenario base	Escenario negativo
<ul style="list-style-type: none"> • Un contexto de apetito por riesgo y tasas más atractivas • Altas condiciones de liquidez a nivel global • Una fuerte contracción de los spreads TES pesos - tasa Repo • Tasa del BanRep al (1.50%) • De observar estos niveles sugerimos toma de utilidades 	<ul style="list-style-type: none"> • Una fuerte contracción de los spreads TES pesos - tasa Repo • Estabilidad en la tasa del BanRep en 1.75% • Colombia mantiene el grado de inversión por dos de tres calificadoras • Los Tesoros Americanos de largo plazo se desvalorizan (10 años: 1.30%-1.40%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Preocupación por constante repunte en la inflación en países Desarrollados • Colombia pierde grado de inversión • Los Tesoros americanos de largo plazo se desvalorizan (10 años: 1.40%-1.50%) • Se comienza a descontar incrementos en la tasa del BanRep (2.25%)



Análisis TES UVR

El fuerte apetito que hemos observado por los TES denominados en UVR se explica, en parte, por la inclusión anunciada recientemente de 7 referencias de estos TES en los índices *Bloomberg Barclays EM* y *Universal Inflation*. Lo cual, nos lleva a pensar que estos títulos seguirán presentando una alta demanda por parte de inversionistas extranjeros, que hasta el momento solo habían concentrado sus compras en TES en pesos.

Así, consideramos que se deben mantener las posiciones que se estructuraron con el fin de aprovechar el ciclo de inflaciones mensuales altas, donde las rentabilidades lucen atractivas frente a sus comparables en Tasa Fija hasta el mes de abril.

Por otra parte, consideramos que existen algunos factores a monitorear: i) los riesgos a la baja en el comportamiento de los precios se mantiene durante la primera parte del año, ii) las inflaciones implícitas lucen bastante altas, especialmente en los tramos más largos y iii) la rentabilidad esperada de los TES UVR en un periodo de tenencia de un año luce rezagada frente a los TES en pesos

¿Qué esperamos en el mercado de deuda corporativa?

Lo primero que queremos resaltar es que el año 2020 fue muy favorable en términos de retornos. Los títulos en tasa fija presentaron rendimientos superiores al 13%, mientras que la deuda indexada rentó cerca del 9%. Esto, se dio principalmente por el efecto de la política monetaria expansiva del BanRep, quien recortó la tasa de 4.25% a 1.75% (250pbs). No obstante, arrancamos el año con niveles de negociación históricamente bajos en los títulos de deuda corporativa, lo que nos lleva a pensar que los retornos de estos activos tenderían a moderarse de forma importante, ante un potencial de valorización reducido.

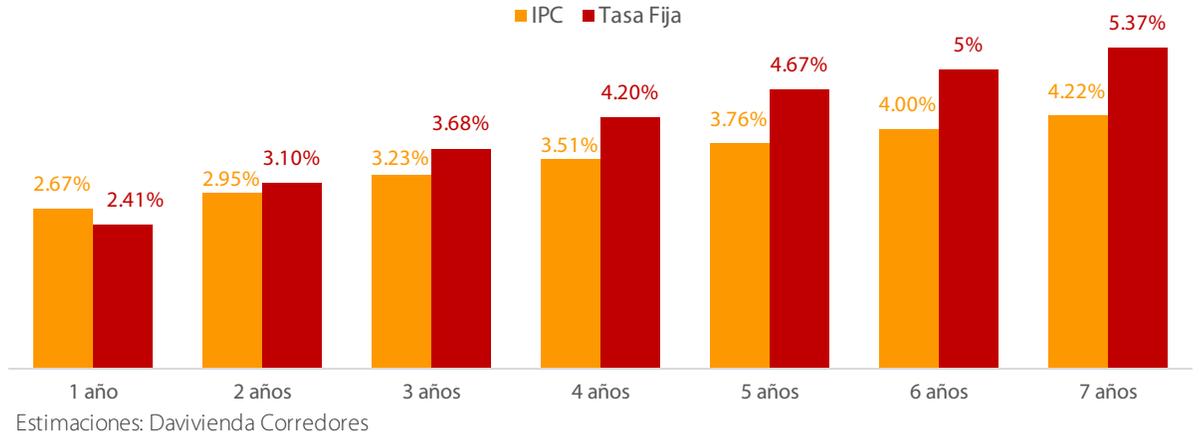
Por otra parte, en 2021 estimamos que se presentará la cifra más baja de vencimientos de bonos de deuda corporativa desde 2011, por COP 4.04bn. Por lo cual, esperamos que la de dinámica emisiones se modere frente a los niveles observados en 2020 (COP 12.93bn). Se debe tener en cuenta que el monto de TES que estimamos emitiría el gobierno es alto y competiría por los recursos disponibles de los inversionistas. En todo caso, sí se debe reconocer que la posibilidad de que se realicen emisiones de deuda con garantías emitidas por parte del Fondo Nacional de Garantías podría dinamizar la oferta de emisiones de deuda corporativa y atraer nuevos emisores al mercado de capitales.

Sin desconocer la importancia de mantener un portafolio diversificado, en términos de estrategia preferimos los títulos en Tasa Fija sobre los indexados. Esto, si se tiene en cuenta que las expectativas de inflación se mantienen bajas y el retorno de los precios a niveles de 3% no se daría en 2021; la inflación del 2021 sería de 2.74% según las estimaciones que tenemos en Grupo Bolívar. Adicionalmente, en los tramos de 2 años a 5 años encontramos que la rentabilidad esperada en un periodo de tenencia de un año, es muy superior en los títulos en tasa fija, en promedio de 50pbs. No obstante, el potencial de valorización de este



tipo deuda luce reducido pues los spreads frente a TES se han comprimido a niveles cercanos a los 40 pbs vs su promedio histórico de 80pbs.

Rentabilidades esperadas en un periodo de tenencia de un año



Adicionalmente, la curva de deuda corporativa en tasa fija presenta un nivel de empinamiento muy alto, pues el tramo medio no se ha ajustado a la tasa de política monetaria, como sí lo ha hecho la parte corta, lo cual ha llevado a que el diferencial entre 5 y 2 años supere los 150 pbs, nivel históricamente alto. Así, nuestras expectativas se centran en que en lo corrido de este año ese diferencial va a tender a comprimirse, lo que nos lleva a favorecer exposición en los nodos más largos de la curva de deuda corporativa en tasa fija.



Renta Variable

Las oportunidades siguen vigentes

Pese al importante repunte del mercado local a final de 2020, las condiciones favorables para la inversión en acciones persisten para 2021

El COLCAP finalizó 2020 con una desvalorización de -13.5%, donde las medidas adoptadas para contener la pandemia y el deterioro económico global, fueron los principales catalizadores del negativo desempeño de los activos locales y la causa de una caída de las utilidades empresariales (-29% est.).

¿QUÉ ESPERAR EN 2021?

Si bien los impactos del COVID-19 se sentirán por varios años en Colombia y la incertidumbre sobre la velocidad de la llegada de las vacunas persiste, el 2021 será un año de rebote económico y de recuperación de los resultados corporativos. De hecho, estimamos un crecimiento de las utilidades del COLCAP del 35% para 2021, donde la recuperación será transversal en todos los sectores, principalmente en aquellos que han enfrentado mayores dificultades pero que, en la segunda parte de 2020, demostraron una alta capacidad de ajuste en gastos y los mantendrán en el mediano plazo.

Como resultado de la crisis, los altos niveles de liquidez en los mercados financieros y las bajas tasas de interés, los múltiplos de mercado en todas las regiones lucen más altos que en años anteriores, lo cual continúa generando una preocupación adicional sobre los niveles de sobrevaloración de algunos mercados como EE.UU. (P/E: 30x), y se convierte en una razón adicional por la cual creemos que los mercados emergentes ofrecen una mejor relación riesgo/retorno frente a los desarrollados. Este desbalance ya se ha empezado a traducir en flujos positivos extranjeros en el mercado local, donde los extranjeros acumularon compras netas por COP265 mil mm entre noviembre y diciembre.



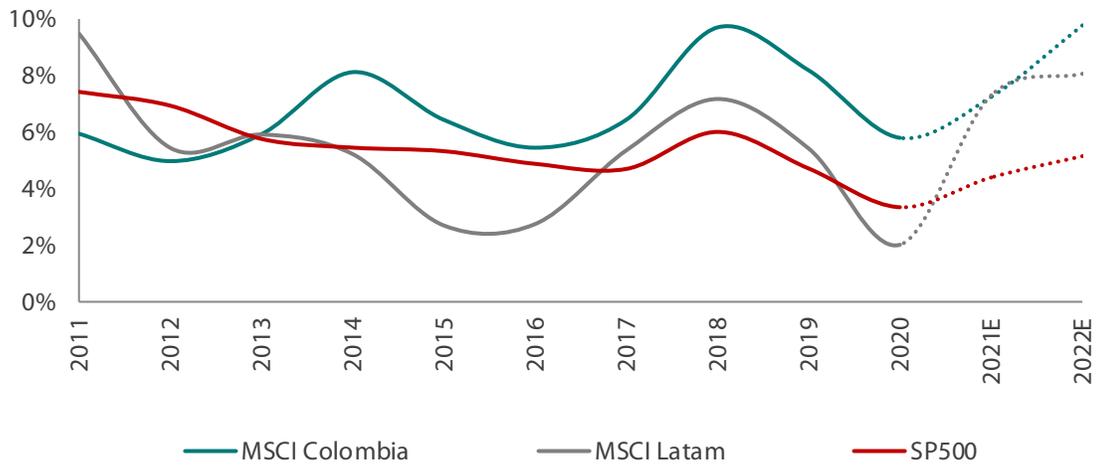
+ 14.2% sería el retorno total del índice COLCAP en 2021, incluyendo un *dividend yield* del 2.2%.

Además, dado que el desempeño de las acciones incorpora la expectativa de generación de retornos futuros de las compañías, es importante evaluar la capacidad de recuperación de las utilidades y la velocidad de ajuste que cada mercado y compañía podría tener en comparación a los precios que actualmente incorporan los mercados. Es por esto, que al comparar la relación utilidad/precio (*earnings yield*) del mercado colombiano nos encontramos que, a nivel relativo, Colombia es uno de los mercados más atractivos frente a sus comparables de la región y frente a EE.UU., lo cual reafirma nuestra tesis de que la oportunidad de inversión en acciones locales continúa vigente, pese al repunte de los últimos dos meses de 2020, el cual de todas maneras no fue lo suficientemente grande para equipararse a la recuperación que presentaron otros países que incluso cerraron el año



con variaciones levemente positivas, tales como Brasil (+2.9%), Perú (+1.4%) y México (+1.2%).

Earnings yield por región



Estimaciones: Bloomberg | Gráfica: Davivienda Corredores

A las expectativas mencionadas, se suman factores que resultan en una perspectiva positiva para el mercado colombiano, que consideramos contribuirán a cumplir nuestra expectativa de retorno, tales como: i) un debilitamiento del dólar, favoreciendo el costo del capital de las compañías locales y sus valoraciones; ii) un contexto de bajas tasas de interés que favorece las primas de riesgo por capital y aumenta el apetito por activos de riesgo y mercados emergentes; iii) el 2021 no será un año electoral ni de cambios legislativos o constitucionales en el país, como sí ocurre en la región, lo cual reduce en alguna medida la incertidumbre sobre las estrategias para la recuperación económica y sobre la necesidad de posponer decisiones de inversión; iv) un componente altamente procíclico (46% sector financiero y 13% petróleo y gas) y aún rezagado del índice, el cual debería beneficiarse de una mayor expectativa de recuperación generalizada global; y, v) un descuento excesivo del COLCAP (P/E Fwd 2021: 12.5x) frente a su propia historia (P/E promedio últimos 5 años: 15x), frente a LatAm y mercados de países desarrollados.

Expectativa del índice COLCAP

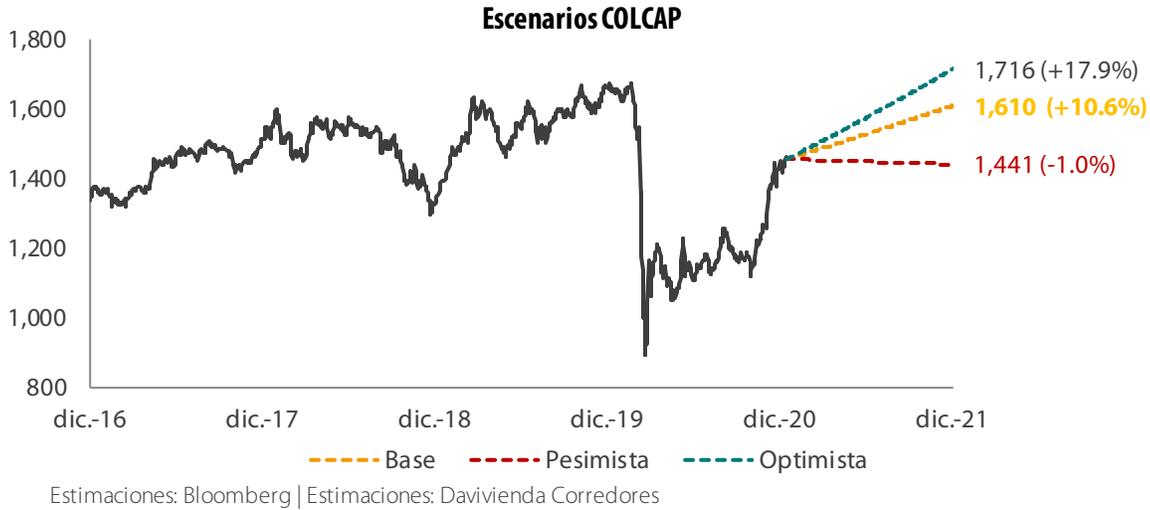
Siendo conscientes del repunte del índice en los últimos dos meses de 2020 y la recuperación más acelerada a lo anticipado en los resultados y expectativas de algunas compañías, particularmente del sector bancario; concluimos que el nivel del índice que refleja de mejor manera una perspectiva de ajuste de los múltiplos de mercado de Colombia frente a la región y su propia historia, al igual que el de las perspectivas de recuperación, es el escenario positivo presentado en “El Libro 2021: Colombia frente al reto de la transformación”, el cual es de un nivel del COLCAP de **1,610 puntos** para el año 2021. Además, este nivel coincide con nuestra expectativa de recuperación en EPS y el P/E promedio de Colombia de los últimos 5 años (15x).



La **diversificación en los portafolios** seguirá siendo clave para un entorno de incertidumbre en la recuperación económica.



Sin embargo, también reconocemos que la alta incertidumbre y un escenario negativo en el que las vacunas se tarden más de lo esperado obliga a mantener una alta diversificación y a contar con activos defensivos en los portafolios.



Top Picks

Nuestros *Top Picks* incluyen compañías que cuentan con algunas o todas las siguientes características: i) Estructuras de capital sólidas e indicadores de solvencia lo suficientemente robustos para continuar sorteando posibles deterioros en indicadores de rentabilidad y apalancamiento; ii) hacen parte de sectores estratégicos para la recuperación económica; iii) cuentan con atractivos potenciales de valorización; y, iv) capacidad de generar buenos niveles de utilidades a través del ciclo (*earnings power*).



Sector	Holding	Utilities	Minería	Financiero
Peso sugerido en Portafolio	30%	30%	20%	20%
Dividend Yield	7.6%	5.9%	5.0%	2.9%
Precio Objetivo 2021FA	33,600	2,800	5,700	1,060
Retorno Total con Dividendos	10.7%	9.6%	36.4%	-5.1%



Los descuentos en los vehículos inmobiliarios locales lucen **excesivos**, considerando además el escenario de prolongadas bajas tasas de interés.

Los inmobiliarios lucen atractivos, pero requieren paciencia

Pese a que los vehículos inmobiliarios son activos defensivos, las características de la crisis han resultado en impactos severos en su desempeño. De hecho, durante 2020 los REITs en la mayor parte del mundo generaron retornos negativos (-7% en promedio) ⁵ y Colombia no fue la excepción, donde su vehículo más representativo, el PEI pasó de negociarse con una prima frente al NAV de ~2% a un descuento de ~18%. En este sentido, si bien el castigo de los vehículos inmobiliarios fue un fenómeno global y al 23 de marzo (mínimo del S&P500) la relación P/NAV de los REITs en el mundo se había contraído en promedio un -29% frente al cierre de 2019, los precios se han recuperado y cerraron 2020 cerca de un -8% frente al 2019, lo cual aún no ha ocurrido en vehículos como el PEI.

Además, a pesar de las dificultades que seguirá enfrentando el sector, particularmente en activos comerciales, los descuentos a los que negocian algunos vehículos locales lucen excesivos, más aún considerando el escenario de bajas tasas de interés y nuestra expectativa de rentabilidad anual esperada en un periodo a 3 años de ~IPC+4%. Otro argumento que soporta nuestra tesis es que el *spread* entre los *cap rates* en Colombia y los TES a 10 años se ha ampliado a niveles no vistos desde 2015 (~170 pbs).

⁵ Calculado como el retorno total de un universo de 915 REITs a nivel global. Fuente: Bloomberg



EQUIPO VISIÓN DAVIVIENDA CORREDORES

INVESTIGACIONES ECONÓMICAS Y ESTRATEGIA

José Germán Cristancho
Gerente Investigaciones Económicas y Estrategia
jcristancho@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300 Ext. 92212

Katherine Ortiz
Analista Senior Acciones
kortiz@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92134

Rodrigo Sánchez
Analista Senior Acciones
wsanchez@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92110

Laura Melissa Vargas
Analista Renta Fija
lvargas@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92192

Sergio Taborda
Analista Cuantitativo y Monedas
staborda@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92115

Julián Ausique
Analista Acciones
jausique@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92473

Camilo Roldan
Analista Acciones
crolدان@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92257

Juan Pablo Vega
Analista Renta Fija
jvega@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92229

NEGOCIOS INTERNACIONALES

Lucas Toro
Gerente Negocios Internacionales
ltoro@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300 Ext. 92304

Alejandro Sepúlveda
Estructurador de Negocios Internacionales
asepulveda@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92495

Mario Jaramillo
Estructurador de Negocios Internacionales
majaramillo@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92273

Nicolás Quintero
Estructurador Junior de Negocios Internacionales
nquinterov@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92271

Diego Cardona
Estructurador Junior de Negocios Internacionales
dcardona@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92614

Gabriela Rachello
Estructurador Junior de Negocios Internacionales
grachello@corredores.com
Teléfono: + (571) 312 3300
Ext. 92240

Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa no se hace responsable por la toma de decisiones de inversión que se deriven de la información y de los análisis presentados en este documento. Dichas decisiones, sus efectos y consecuencias serán de exclusiva responsabilidad del inversionista. Los datos publicados son informativos y han sido tomados de fuentes confiables, pero Corredores Davivienda S.A. no garantiza que los mismos estén libres de errores. No se permite la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa y expresa de Corredores Davivienda S.A. En adición a lo anterior, informamos que: i) Corredores Davivienda es filial (parte relacionada) del Emisor Banco Davivienda; ii) Corredores Davivienda es una de las empresas integrantes del Grupo Empresarial Bolívar iii) Corredores Davivienda conforme a sus políticas de Riesgo y de Inversiones, podría adquirir o mantener para su posición propia los activos financieros o valores a los que hace referencia el presente informe al momento de su elaboración o divulgación



www.davivienda.com

•

www.daviviendacorredores.com