

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Daniel Beltrán

Marzo 13 de 2019

## La renta variable en Colombia: ¿Qué esperamos para 2019?

Tras el desplome de los mercados financieros a nivel global al cierre de 2018, en los primeros meses de 2019 se ha observado una significativa recuperación, prácticamente borrando las pérdidas del año anterior. Por ejemplo, la renta variable de los mercados desarrollados se ha valorizado un +9%, revertiendo las pérdidas de 2018 (-10%). La recuperación de los mercados emergentes también ha bordeado el +9%, aunque ello aún es insuficiente frente a las pérdidas del -19% de 2018. En este mejor apetito por renta variable ha jugado favorablemente la señal del Fed de mantener una postura menos apretada (seguramente con solo un alza de +25pb en la repo en 2019), dadas las señales heredadas del cierre de 2018 y de una posible desaceleración en el crecimiento de Estados Unidos, probablemente bajando de un 2.9% en 2018 hacia un 2.3% en 2019.

En Colombia, la recuperación de 2019 ha implicado valorizaciones cercanas al +13% en el Colcap en lo corrido del año, revertiendo las pérdidas del -12% anual que terminó arrojando al cierre de 2018 (incurridas durante el último trimestre, al tiempo que el petróleo-Brent se contraía al -35% en octubre-diciembre). Nótese cómo dichas pérdidas ocurrieron pese al buen comportamiento de las utilidades de las firmas listadas en el Colcap (+45% anual en 2018 vs. +18% en 2017), tras beneficiarse de la reducción del Imporrenta corporativo (bajando del 51% de la Ley 1607 de 2012 al 40% de la Ley 1819 de 2016).

Sectorialmente, las utilidades del sector minero-energético registraron el mejor desempeño (aproximadamente +70% en 2018, aunque moderándose frente al marcado repunte del +126% de 2017). Allí continuaron jugando los recortes de los gastos operativos y la recuperación del precio del

petróleo, promediando US\$71/barril-Brent en 2018 (+30% en promedio anual, pese a los mencionados descensos del último trimestre). También se destacaron las utilidades del sector real (aproximadamente +28% en 2018, aun después de los incrementos del +193% de 2017), impulsadas por las empresas de construcción-infraestructura (a pesar del crecimiento cuasi-nulo del PIB-real de dicho sector en 2018) y de consumo-alimentos (jugando a favor la dilución del incremento necesario del IVA del 16% al 19%, según la Ley 1819 de 2016).

Asimismo, las utilidades del sector financiero repuntaron a ritmos cercanos al +26% en 2018, en gran parte por cuenta del efecto estadístico a favor tras las pérdidas del -25% de 2017. En esta pobre recuperación pesó no solo la debilidad del crecimiento económico (con expansiones de solo el 2.7% en 2018, aun con la revisión de las cifras de 2017), sino también las afectaciones puntuales de los malos negocios en la cartera comercial (Ruta del Sol II-III, Electricaribe, SITPs y similares), requiriendo provisiones cercanas a \$5 billones (0.5% del PIB) en los últimos dos años.

La Relación Precio/Ganancia (RPG) del Colcap promedió 15.5 en 2018, cifra inferior al promedio quinquenal de 17, lo cual indica que la renta variable en Colombia arroja buenos precios de entrada (incluso subiendo de “infra-ponderado” a “neutral” en los reportes de J.P.Morgan a inicios de 2019). Esa ha sido la conclusión del capital *off-shore* (influyendo también de forma importante en la valorización de la renta fija pública, manteniendo la tasa de los TES-*benchmark* en el 6.1% al cierre de 2018), compensando en algo la disminución por parte de las AFPs (con una reducción relativa en su portafolio cercana a -1pp, cerrando el año en 14.5%).

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Daniel Beltrán

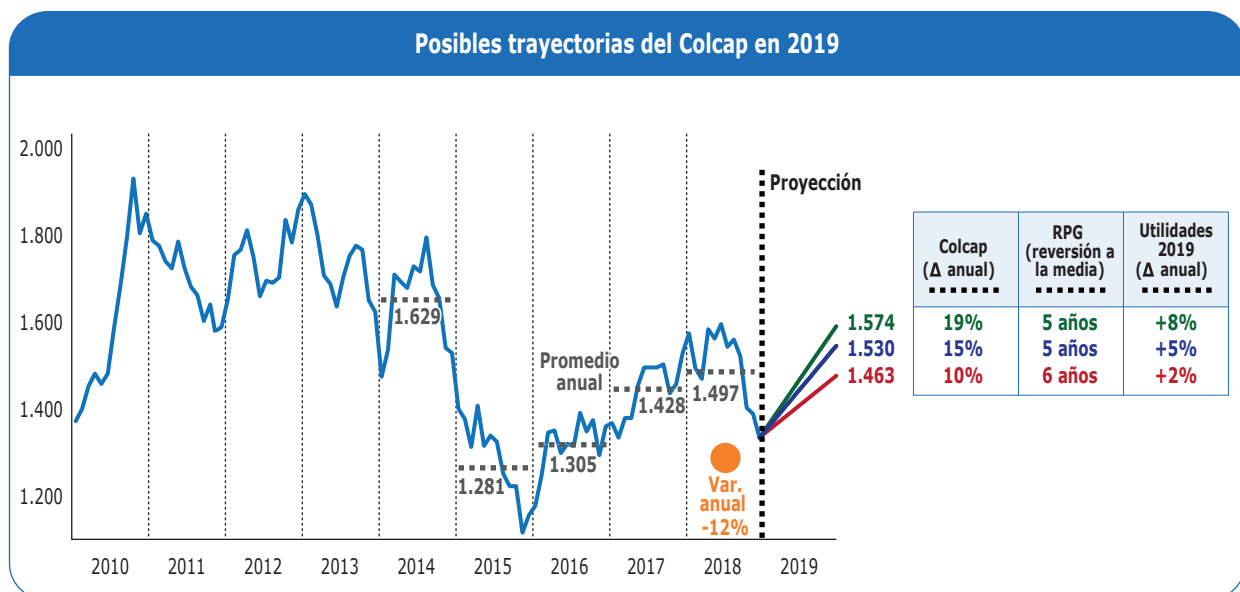
Ahora bien, ¿qué podemos esperar para el Colcap en 2019? Para responder a esta pregunta analizamos tres aspectos: i) la RPG; ii) el panorama macro-financiero local, donde Anif pronostica un crecimiento del 3.3% para 2019, aunque esa cifra encierra alta incertidumbre por cuenta de la elevada volatilidad de los precios del petróleo (probablemente promediando US\$67/barril-Brent en 2019, -5% anual) y las serias dificultades que está mostrando Colombia para corregir los llamados “déficits gemelos” (fiscal-externo), ver *Comentario Económico del Día* 12 de marzo de 2019; y iii) las proyecciones de las utilidades de las firmas listadas.

Dichas utilidades empresariales probablemente continuarán mostrando comportamientos favorables en 2019, dadas las expectativas de rebote económico (aunque moderado). Sin embargo, en el frente crediticio, habrá que continuar monitoreando las vulnerabilidades provenientes del elevado grado de apalancamiento de los hogares (llegando al 42% en la relación endeudamiento/ingreso disponible), el cual será un palo en la rueda para lograr materializar recuperaciones económicas a ritmos sustancialmente superiores al reducido potencial de crecimiento de la economía del 3.3%-3.5% (todo ello con serios agravantes provenientes del deterioro del mercado laboral).

Con base en lo anterior, hemos analizado tres posibles trayectorias del Colcap en 2019. En un escenario optimista, si las utilidades corporativas crecieran un 8% durante 2019 y los niveles de la RPG resultaran “muy atractivos” para “entrar” (suponiendo una reversión a la media en cinco años), el retorno del Colcap sería un favorable 19%, cerrando el año en 1.574 puntos (ver gráfico adjunto).

Pero, si las utilidades aumentaran solo un 5% en 2019 y los niveles de la RPG siguieran siendo “atractivos” (reversión a la media en cinco años), la valorización del Colcap sería del 15%, alcanzando los 1.530 puntos. Bajo un escenario de mayor tensión macro-financiera, donde las utilidades crecieran solo un 2% (suponiendo reversión a la media de seis años en la RPG), el Colcap aumentaría solo un 10% durante 2019, ubicándose en 1.463 puntos.

En síntesis, Anif pronostica un escenario base de valorización del Colcap cercana al 15% durante 2019, llegando a 1.530 puntos al cierre del año. Ello implicaría tan solo regresar a los niveles de 2017, luego de la significativa caída del -12% al cierre de 2018. Cabe aclarar que estos pronósticos son altamente sensibles a los supuestos sobre el incremento esperado de las utilidades empresariales en 2019 y a la velocidad de reversión a la media de la RPG.



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg, bvc y reportes financieros de compañías listadas Colcap.