

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

Marzo 9 de 2016

Utilidades empresariales de las firmas listadas en el COLCAP

Luego de ocho años de la quiebra de Lehman Brothers (2008), el panorama macrofinanciero internacional sigue siendo de elevada incertidumbre. Ello ha afectado negativamente el desempeño de la renta variable a nivel global. En efecto, el índice de renta variable mundial MSCI acumula una pérdida del -7.2% en lo corrido de 2016 a febrero, añadiéndose a la caída del -4.3% en 2015. Asimismo, el índice accionario de los países desarrollados MSCI-D se ha reducido un -7.1% a febrero (sumando pérdidas frente al -2.7% de 2015) y el MSCI-EM de los emergentes también cae un -7.1% (añadiéndose al -17% de 2015).

Allí han incidido: i) la debilidad económica mundial, donde Estados Unidos crecería solo un 2% en 2016 (vs. 2.4% en 2015), mientras que la Zona Euro lo haría al 1.7% (vs. 1.5%) y China se desaceleraría hacia el 6.6% (vs. 9% de décadas anteriores); ii) los nuevos descensos en los precios del petróleo Brent hacia US\$30-35/barril (vs. US\$40-45/barril de meses atrás); iii) las marcadas devaluaciones de las monedas emergentes frente al dólar (25%-30% en 2015); y iv) el negativo impacto que están teniendo los bajos niveles de las tasas de interés sobre los bancos, a pesar del alza en la tasa repo del Fed al cierre de 2015.

Localmente, el índice accionario de Colombia (COLCAP) arroja desvalorizaciones del -11.3% anual a febrero, añadiendo pérdidas frente al -23.7% observado en 2015. La Relación Precio/Ganancia (RPG) se ubica cerca de 16 frente a su promedio quinquenal de 20, indicando posibles

buenos puntos de entrada en el caso de algunas acciones. Sin embargo, dicho desempeño todavía no compensaría: i) la pérdida acumulada del -42% en 2013-2015; ni ii) la marcada devaluación peso-dólar, acumulando un 75% durante los tres últimos años.

Este comportamiento del COLCAP evidencia, principalmente, los malos resultados de las firmas minero-energéticas locales, debido al desplome petrolero (-70% en el precio desde mediados de 2014) y del carbón (-32%), pero también ha habido “contaminación” sobre el resto de sectores. Ello también refleja las debilidades estructurales de la economía colombiana, destacándose: i) el “fin anticipado del auge minero-energético”, tanto en precios como en volúmenes; ii) la pérdida de competitividad del agro e industria; y iii) la elevada concentración exportadora en *commodities* (66% del total), ver *Comentario Económico del Día 7* de octubre de 2015.

Todo esto ha impactado considerablemente las cuentas externas-fiscales, alcanzando déficits cercanos al 6.5% del PIB en el frente externo en 2015 (vs. 5.2% del PIB en 2014) y del 3% del PIB en el fiscal (vs. 2.4% del PIB). De hecho, ante dicho deterioro externo-fiscal y el menor crecimiento esperado, la calificadora de riesgo S&P recientemente emitió una “perspectiva negativa” sobre nuestra deuda pública y sobre los principales bancos locales.

En consistencia con lo anterior, se observa que las utilidades de las empresas del COLCAP cayeron -28.4% anual durante enero-septiembre de 2015

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

(vs. -7.7% de un año atrás), ver gráfico adjunto. A nivel sectorial, las ganancias del minero-energético decrecieron un -56.5% y las del sector real un -4.4%, mientras que las del financiero aumentaron levemente al +1.8%. Aun excluyendo a Ecopetrol (-66.3%), las utilidades de las empresas del COLCAP caían un -1.4% anual (vs. +11.3% de un año atrás), ver *Comentario Económico del Día* 3 de febrero de 2016.

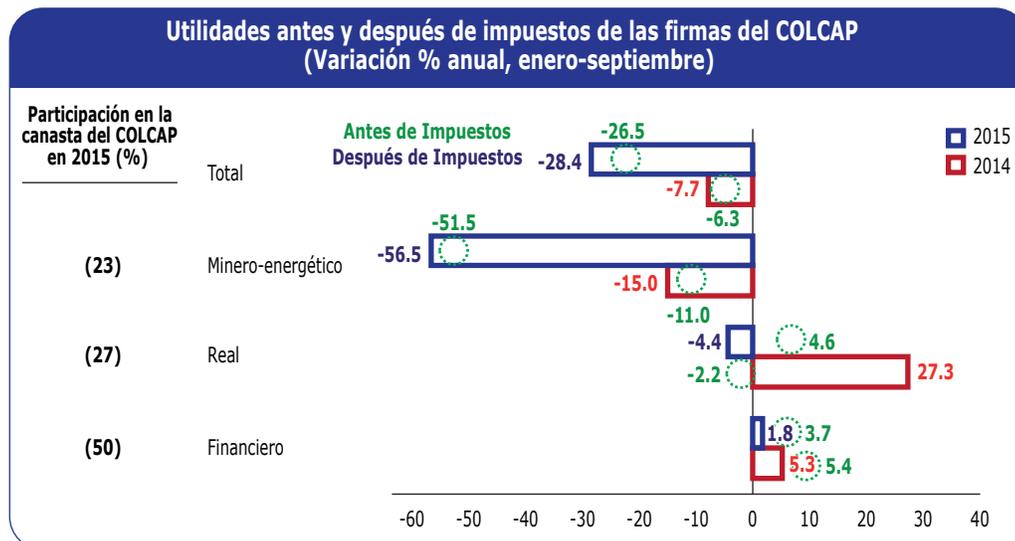
Nótese que el inicial “ruido tributario” resultante de la contabilización total (según NIIF) del Imporriqueza (IR) para todo el período 2015-2017 se ha ido desvaneciendo. Por ejemplo, las utilidades antes de impuestos (UAI) mostraron una reducción del -26.5% anual durante enero-septiembre de 2015, pero después de impuestos la cifra de -28.4% no es sustancialmente diferente.

Sectorialmente, las UAI del minero-energético decrecieron un -51.5% (vs. -56.5% después de impuestos), mientras que las del real aumentaron en un +4.6% (vs. -4.4%) y las del financiero en un +3.7% (vs. +1.8%). Ello confirma que el efecto del IR sobre las ganancias empresariales se ha ido diluyendo en todos los sectores (ver *Comentario Económico del Día* 17 de septiembre de 2015).

Este mal comportamiento de las utilidades empresariales durante 2015 es un campanazo de alerta

sobre las dificultades de recaudo tributario que estará experimentando el país en 2016, ver *Informe Semanal* No. 1298 de enero de 2016. Recordemos que los faltantes fiscales estructurales, antes del desplome de los precios del petróleo en 2014-2015, eran del orden del 2% del PIB. No obstante, dicho desplome minero-energético ha llevado esos faltantes al 3% del PIB. Luego, resulta de la mayor urgencia averiguar cuál será la mezcla de mayor tributación neta y de recortes del gasto que permitirían honrar la “Regla Fiscal” y mantener la deuda pública por debajo del actual 42% del PIB, ver *Informe Semanal* No. 1302 de febrero de 2016.

¿Qué cabe esperar sobre el comportamiento de las utilidades empresariales y el desempeño del COLCAP durante 2016? Bajo nuestro escenario base, si las utilidades (después de impuestos) aumentaran un 5% en 2016 y los niveles de la RPG siguieran siendo “atractivos” (reversión a la media en cinco años), la valorización del COLCAP sería del 6%, alcanzando los 1.221 puntos. Cabe aclarar que este pronóstico es altamente sensible a los supuestos sobre el incremento esperado de las utilidades empresariales en 2016 y la velocidad de reversión a la media de la RPG. Además, encierra elevada incertidumbre debido a la difícil lectura prospectiva de la volatilidad proveniente de las alzas del Fed y la senda del precio del petróleo.



Fuente: cálculos Anif con base en reportes financieros de las empresas pertenecientes al Colcap, BVC y Superintendencia Financiera.