

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Mayo 8 de 2018

## ¿Cómo va la Prima por Riesgo Accionario (PRA) en Colombia?

Desde mediados de 2017 se ha venido debatiendo el momento en que se iniciaría la corrección de la “burbuja accionaria” global, particularmente en los Estados Unidos. El “disparador” de ello se ha encendido en al menos 3 ocasiones durante este primer semestre de 2018, teniendo como telón de fondo las alzas en la tasa repo del Fed, ahora en 1.75% y pronosticándose que esta tasa de interés llegará hacia 2.5% antes de finalizar este año.

Dada esta compleja coyuntura macrofinanciera global, resulta útil retomar el concepto del *Equity Risk Premium* o Prima por Riesgo Accionario (PRA) para analizar el comportamiento del mercado bursátil, con particular atención al período reciente 2015-2018. Como veremos, en Estados Unidos, la existencia de la PRA ha favorecido el comportamiento de la renta variable frente a otros activos menos riesgosos (renta fija) en horizontes de mediano y largo plazo (5 - 25 años). También se ha observado un marcado diferencial a favor de las acciones en el corto plazo (2 años), pero el correctivo por todos esperado podría alterar estos guarismos en el horizonte 2018-2020. En el caso de Colombia, las acciones no tuvieron un buen desempeño durante lo peor del descenso de precios de *commodities* durante 2014-2015. Sin embargo, dicha renta variable ha mostrado recuperaciones durante 2016-2017, al punto de observarse diferenciales positivos del +3.2% durante los últimos dos años. A pesar de ese buen desempeño accionario reciente, la teoría de la PRA no se ha cumplido en Colombia en horizontes de cinco y diez años.

Durante 1968-2017, los rendimientos promedio (reales y nominales) de la renta variable en Estados Unidos superaron los de la renta fija pública. En efecto, en este horizonte de 50 años, las acciones les han sacado a los Tesoros un diferencial promedio anual de 110pbs y en un lapso de 25 años dicho diferencial es de 320pbs, ver gráfico 1.

En el caso de Colombia, en un horizonte de 10 años, los retornos de la renta variable en términos nominales (6.4% anual) no le han podido sacar un diferencial positivo a la renta fija pública (8.6%) ni a las inversiones en finca raíz (10%). Por el contrario, en dicha ventana, los rendimientos de la renta fija pública son superiores a los de las acciones en 220pbs, ver gráfico 2. Así, la PRA local se ha ido agotando, pues los diferenciales de largo plazo de la renta variable en Colombia son negativos e inferiores a los registros observados en Estados Unidos.

Nótese que no se trata de un efecto generado por una inflación elevada, pues en la última década esta ha promediado apenas un 4.3% anual. Ello significa que la renta variable en Colombia generó un rendimiento del 2.5% real anual en los últimos diez años frente al 4.3% de la renta fija pública.

En ventanas de tiempo más cortas (2 años), ya comentamos cómo la recuperación en la renta variable del COLCAP ha implicado dar vuelta a dicho diferencial hacia +320pbs a favor de las acciones. Allí han primado las valorizaciones promedio anual del 15% en la renta variable durante 2016-

Continúa

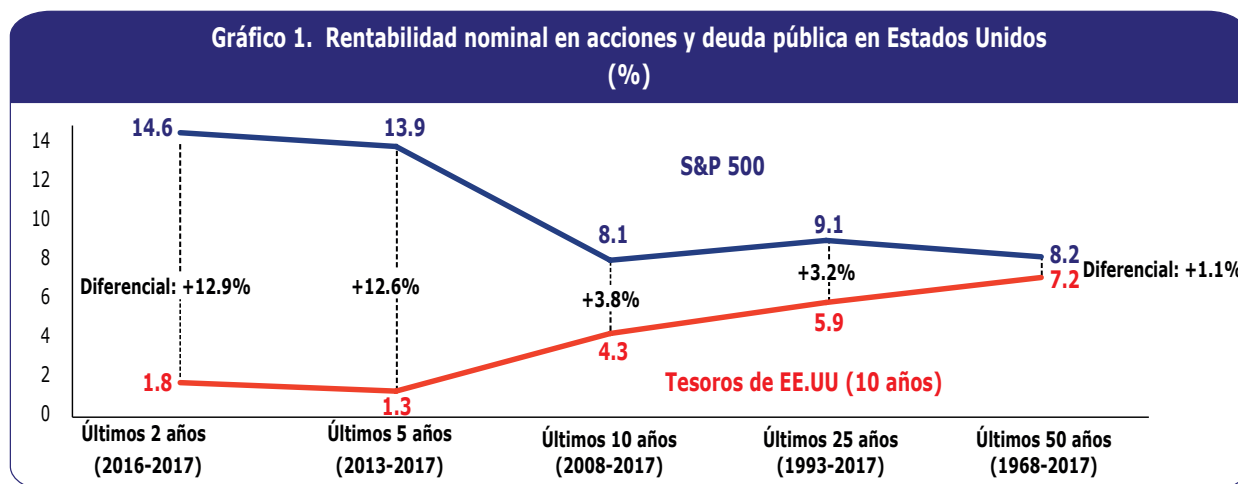
Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera

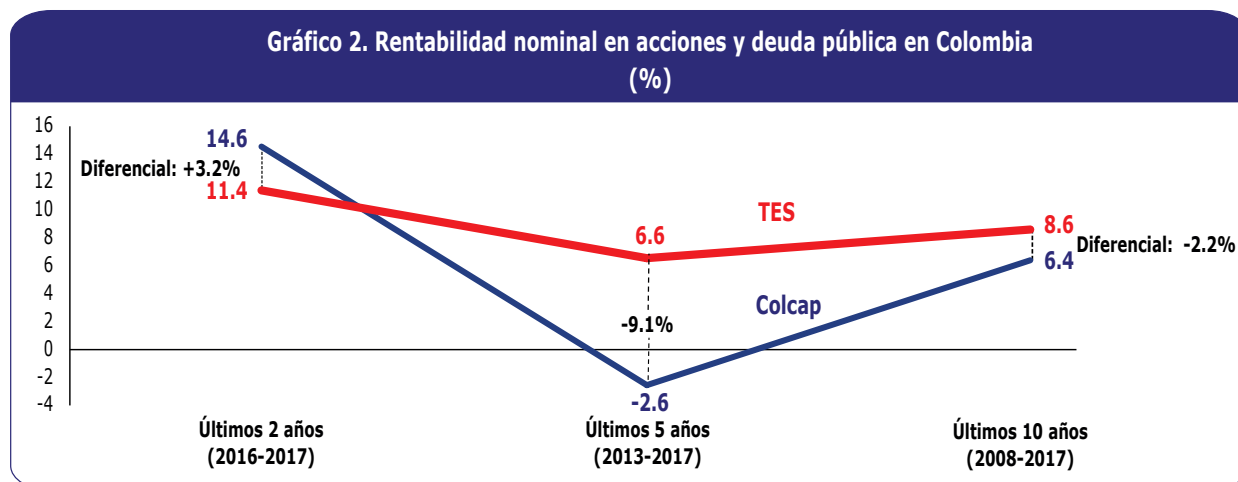
2017, jalonadas por la recuperación del precio del petróleo-Brent (completando cerca de +48% durante 2016-2017). Esto último ha opacado el buen comportamiento de los TES (+11.4% anual durante 2016-2017), beneficiados de la creciente participación del capital *off-shore* (el cual ya representa cerca del 26% del total de dicho mercado). Además, allí podrían verse afectaciones durante 2018-2019 si la nueva Administración no toma prontas medidas para enfrentar los problemas de los llamados “déficits gemelos” que vienen fluctuando en la peligrosa franja de 3%-3.5% del PIB.

Infelizmente, la profundización del mercado de renta variable en Colombia se ve cada vez

más lejana, con menores emisiones primarias y procesos de “deslistamiento” de las existentes, amén de los problemas de baja rentabilidad (en horizontes de mediano plazo, según lo arriba explicado). En cambio, a nivel global, lo que se observa es una ratificación de la teoría de la PRA. Por ejemplo, en el largo horizonte de inversión de 1900-2017 (118 años), se ha comprobado que la rentabilidad accionaria a nivel global ha sido del 5% real anual, sacándole un significativo diferencial a su favor respecto de inversiones en: vinos-finos (+200pbs); bonos (+300pbs); oro (+400pbs); y hasta las inversiones en diamantes (+600pbs), ver *The Economist* “All in the Best Possible Taste”, febrero 24 de 2018.



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg y FRED.



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg y Corficolombiana.