

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Octubre 7 de 2015

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

Perspectivas del mercado de renta variable local

Durante 2015, el desempeño de la renta variable (acciones) a nivel mundial ha sido bastante negativo. Por ejemplo, el índice *MSCI-DM*, asociado al mundo desarrollado, arroja pérdidas del -8.9% anual y del -9.3% en lo corrido del año a septiembre de 2015 (vs. +2.9% en 2014). Peor aún, el *MSCI-EM*, referido a los países emergentes, muestra una desvalorización del -23.1% anual y del -18.8% año corrido (vs. -4.6% en 2014).

Allí ha incidido la elevada tensión macrofinanciera global, como consecuencia de: i) la volatilidad proveniente de China, dado el rasgamiento de la burbuja en su renta variable y la devaluación “administrada” del yuan; ii) el estancamiento en la recuperación de Europa (salvo por España) y las dudas sobre la consolidación del tercer paquete de salvamento a Grecia; iii) los nuevos descensos en los precios del petróleo hacia la franja US\$45-50/barril en el Brent (vs. US\$64-66/barril de meses atrás), dado el impacto prospectivo de la mayor oferta de Irán y la menor demanda de China; iv) las marcadas devaluaciones de las monedas emergentes frente al dólar, propiciando riesgos de “frenazos súbitos financieros”; y v) la posible alza en la tasa repo del Fed antes de finalizar 2015 (ver *ALI* No. 107 de septiembre de 2015).

Colombia no es la excepción y nuestro Colcap exhibe caídas del -27.4% anual y del -19.4% año corrido en septiembre, siendo una de las bolsas más castigadas a nivel mundial. Con ello, el Colcap acumula una pérdida del -33.5% en 2012-2015, equivalente a una desvalorización del -13.4% promedio anual.

Sectorialmente, también se registran resultados negativos en dicho índice. Por ejemplo, al considerar las acciones de las empresas más representativas dentro del Colcap (aquellas que explican el 61.4% del índice en el tercer trimestre de 2015), se evidencian pérdidas en todas ellas durante 2012-2015 (ver cuadro adjunto). Veamos estos resultados con algo de detalle:

- **Sector financiero:** La acción preferencial de Bancolombia cayó un -16.3% durante diciembre 2012-septiembre 2015, implicando una desvalorización del -6.1% promedio anual. Asimismo, la acción preferencial del Grupo Aval disminuyó un -9.6% anual (-3.5% promedio anual) y la preferencial del Grupo Sura lo hizo en -6.8% (-2.5%).
- **Sector real:** Durante diciembre 2012-septiembre 2015, Nutresa se desvalorizó un -18.3% anual (equivalente al -6.9% promedio anual); Grupo Argos cayó un -14.8% (-5.5%) y Cementos Argos lo hizo en -6.5% (-2.4%).
- **Sector minero-energético:** En este sector se evidencian las pérdidas más pronunciadas. Ecopetrol se desvalorizó un -75.6% anual entre diciembre 2012-septiembre 2015 (equivalente a una caída del -39.3% promedio anual); ISAGEN perdió un -46.1% (-19.6%); e ISA lo hizo en -25.5% (-9.9%).

Este comportamiento del Colcap (agregado y sectorial), aunque ha estado influenciado por la volatilidad internacional (antes comentada), refleja las debilidades estructurales de la economía colombiana, destacándose los siguientes factores: i) el “fin anticipado del auge minero-energético”, pues este sector ya no estaría en capacidad de crecer al 10% anual de 2007-2012, sino que convergería a un 3%-5% (promedio

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

quinquenal), donde ha incidido considerablemente la fase descendente del llamado Súper Ciclo de *Commodities*, con caídas en el precio del petróleo del -50% (desde junio de 2014) y del -20% en el carbón (ver *Enfoque* No. 87 de junio de 2015); ii) la pérdida de competitividad del agro y la industria, sufriendo los lastres de la “Enfermedad Holandesa” y la precaria infraestructura; y iii) la elevada concentración de las exportaciones en *commodities* (71% del total).

Todo ello ha implicado serias vulnerabilidades externas y fiscales a nivel local para 2015-2016, donde el déficit de la cuenta corriente estaría aumentando hacia el 6% del PIB (vs. niveles históricos del 3%-3.5% del PIB) y el déficit fiscal se incrementaría al 3%-4% del PIB (vs. 2.4% de 2013-2014). Asimismo, se podrían presentar reducciones en el crecimiento potencial desde el actual 4.5% hacia la franja 3.5%-4% en el mediano plazo (ver *Comentario Económico del Día* 24 de febrero de 2015), con expansiones del PIB-real alrededor del 2.8% anual para 2015 y del 2.5% para 2016 (ver *Informe Semanal* No. 1287 de octubre de 2015).

Dichas debilidades también se evidencian en las utilidades (después de impuestos) de las firmas del Colcap, contrayéndose un -64% anual en el primer trimestre de 2015. Sin embargo, al netear el efecto del Imporriqueza (IR) sobre las utilidades empresariales (dado el ruido introducido por la contabilización total del IR para todo el período 2015-2017 según las NIIF), se tiene que estas utilidades (antes de impuestos) cayeron un -55% anual durante el primer trimestre de 2015. Allí, la reducción de las utilidades antes de impuestos del sector minero-energético fue del -80% (vs. -87% después de impuestos) y la del sector real fue del -17% (vs. -38%). El sector financiero fue el único reportando crecimientos en sus utilidades antes de impuestos (+4% vs. -11% después de impuestos), ver *Comentario Económico del Día* 17 de septiembre de 2015.

Con este telón de fondo, ¿qué esperamos para el Colcap en lo que queda de 2015? Si las utilidades redujeran su caída del -64% al -35% al finalizar 2015 (escenario base), el Colcap cerraría el año con desvalorizaciones cercanas al -25% (niveles de 1.135 puntos). Esto supone reversiones a la media en la Relación Precio Ganancia (RPG) en horizontes de 3-5 años. En un escenario algo más optimista, la desvalorización apenas sería del -10% en 2015 (niveles de 1.362 puntos), suponiendo una contracción del -20% en las utilidades y una reversión a la media de la RPG en 5 años. No obstante, cabe recordar que estos pronósticos son altamente sensibles a: i) los supuestos de utilidades y reversión a la media en la RPG; y ii) la difícil lectura prospectiva de la volatilidad proveniente del precio del petróleo y del primer disparo del Fed.

Evolución de las principales acciones pertenecientes al Colcap

Sector	Participación en la canasta del Colcap (tercer trimestre de 2015)	Acción	Precio (\$, fin de período)		Variación	
			Diciembre de 2012	Septiembre de 2015	Diciembre de 2012-Septiembre de 2015	Tasa Anual de Crecimiento Compuesto-TACC
Financiero	14.2%	Bancolombia*	29.820	24.960	-16.3%	-6.1%
	9.4%	Grupo Sura*	38.000	35.400	-6.8%	-2.5%
	5.5%	Grupo Aval*	1.300	1.175	-9.6%	-3.5%
Real	6.2%	Nutresa	25.420	20.780	-18.3%	-6.9%
	6.1%	Grupo Argos	21.000	17.900	-14.8%	-5.5%
	4.5%	Cementos Argos	10.100	9.440	-6.5%	-2.4%
Minero-energético	9.6%	Ecopetrol	5.460	1.330	-75.6%	-39.3%
	3.2%	ISA	9.600	7.150	-25.5%	-9.9%
	2.8%	ISAGEN	5.340	2.880	-46.1%	-19.6%
Colcap			1.833	1.219	-33.5%	-13.4%

* Acción preferencial.

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.