

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de David Malagón y Ana María Zuluaga

Septiembre 29 de 2016

Renta variable local: un análisis de utilidades sectoriales

Durante 2016, el desempeño de la renta variable (acciones) a nivel mundial ha mostrado sorprendentes valorizaciones. Por ejemplo, el índice MSCI-EM, asociado al mundo emergente, arroja ganancias del +7.6% anual y del +11.5% en lo corrido del año a septiembre de 2016 (vs. -17% en 2015). Por su parte, el MSCI-DM, referido a los desarrollados, muestra valorizaciones del +2.6% anual y del +2% año corrido (vs. -2.7% en 2015).

Allí ha incidido el complejo panorama macrofinanciero global, destacándose: i) la postergación recurrente en el alza de la tasa de interés del Fed y las mayores inyecciones de liquidez de los Bancos Centrales de Europa, Japón e Inglaterra (este último tratando de contener los potenciales daños del Brexit); ii) la creciente flotación del yuan y las políticas de China para la liberación de sus mercados de acciones y bonos públicos-privados; iii) un crecimiento global de solo el 2.3% en 2016 (vs. 2.7% de 2015), donde el mundo desarrollado continúa dando señales de “estancamiento secular” y el emergente de bajas ganancias en productividad; y iv) un precio del petróleo que se recuperó durante el segundo trimestre del año, pero que difícilmente lograría promediar arriba de US\$45/barril-Brent durante 2016 (ver ALI No. 118 de septiembre de 2016).

Colombia no es la excepción y el índice accionario Colcap exhibe ganancias del +7.1% anual y del +17.4% en lo corrido del año a septiembre de 2016. No obstante, dicho repunte no logra compensar la caída del -23.7% de 2015. Así, el Colcap acumula una pérdida del -26.1% en 2012-

2016, equivalente a una desvalorización del -7.6% promedio anual.

Sectorialmente, se tienen resultados mixtos en las acciones más representativas dentro del Colcap (cubriendo el 64.2% del índice al corte del tercer trimestre de 2016) durante 2012-2016 (ver cuadro adjunto).

Veamos esto con algo de detalle:

- **Sector financiero:** La acción del Grupo Sura se incrementó un 2.1% en diciembre 2012-septiembre 2016, implicando una ganancia del 0.5% promedio anual. En contraste, la acción preferencial del Grupo Aval cayó un -7.7% en el período de referencia (-2.1% promedio anual) y la preferencial de Bancolombia lo hizo un -5.4% (-1.4%).
- **Sector real:** Durante diciembre 2012-septiembre 2016, Cementos Argos se valorizó un 14.3% (equivalente al 3.5% promedio anual) y Nutresa aumentó un 3.5% (0.9%). Entretanto, Grupo Argos perdió un -8.1% en dicho período (-2.6% promedio anual).
- **Sector minero-energético:** Entre diciembre 2012-septiembre 2016, EEB se valorizó un 40.2% (equivalente a un aumento del 9.2% promedio anual) e ISA ganó un 5% (1.3%). Por el contrario, Ecopetrol perdió un -77.5% en el mismo período (-32.2% promedio anual).

Este comportamiento del Colcap (agregado y sectorial), aunque ha estado favorecido recientemente por la liquidez externa proveniente de la tensión internacional (antes comentada), evidencia las debi-

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de David Malagón y Ana María Zuluaga

lidades estructurales de la economía colombiana, sobresaliendo: i) el “fin 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* (62% del total), ver *Comentario Económico del Día* 9 de marzo de 2016.

Lo anterior ha impactado considerablemente los llamados déficits gemelos locales, los cuales estarían llegando al -4.2% del PIB en el frente fiscal en 2016 (vs. -3% del PIB en 2015) y al -5.2% del PIB en la cuenta corriente (vs. -3% del PIB histórico). Por ello, Colombia recibió hace unos meses un “outlook negativo” por parte de S&P y Fitch sobre su deuda pública. Asimismo, se estaría presentando una desaceleración en el crecimiento del PIB-real doméstico hacia el 2.2% durante 2016 (vs. 3.1% de 2015), ver *Informe Semanal* No. 1332 de septiembre de 2016.

Dichas debilidades también se reflejan en el comportamiento de las utilidades netas (después de impuestos) de las firmas del Colcap, las cuales se contrajeron al -7% anual en el primer semestre de 2016 (vs. -48% un año atrás). Excluyendo a Ecopetrol (-22%), dicha variable se redujo el -2.2% anual (vs. -25% un año atrás). Sin embargo, al netear el efecto impositivo sobre las ganancias empresariales, se tiene que las utilidades antes de impuestos aumentaron el +7.2% anual en el primer semestre de 2016.

Esa reducción de las ganancias empresariales refleja que la disponibilidad para invertir de las firmas se ha esfumado por completo. A nivel sectorial, es preocupante la reducción de las utilidades netas del sector real, cayendo al -40.9% anual en el primer semestre de 2016 (vs. -20% un año atrás). Asimismo, las utilidades netas del sector financiero se redujeron el -5.3% en el mismo período (vs. -19% un año atrás). El sector minero-energético fue el único que reportó crecimientos en sus utilidades netas a tasas del +3.8% anual (vs. la profunda contracción del -69% un año atrás).

Con este telón de fondo, ¿qué esperamos para el Colcap en lo que queda de 2016? Anif viene pronosticando como escenario base una valorización cercana al 6% anual en el Colcap para 2016 (niveles de 1.221 puntos), lo cual supone una reversión a la media en la Relación Precio Ganancia (RPG) en 5 años y unas utilidades netas que se expandirían un 5% al finalizar 2016. En un escenario más optimista, la valorización sería del 13% en 2016 (1.302 puntos), suponiendo una reversión a la media de la RPG en 4 años y un crecimiento del 10% en las utilidades, ver *Comentario Económico del Día* 3 de febrero de 2016. No obstante, 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 los movimientos del precio del petróleo y de la tasa del Fed.

Evolución de las principales acciones pertenecientes al Colcap						
Sector	Participación en el Colcap (tercer trimestre de 2016)	Acción	Precio (\$, fin de período)		Variación	
			Diciembre de 2012	Septiembre de 2016	Diciembre de 2012 - Septiembre de 2016	Tasa Anual de Crecimiento Compuesto-TACC
Financiero	15.2%	Bancolombia*	29.820	28.200	-5.4%	-1.4%
	9.0%	Grupo Sura	38.000	38.800	2.1%	0.5%
	5.2%	Grupo Aval*	1.300	1.200	-7.7%	-2.1%
Real	7.1%	Nutresa	25.420	26.300	3.5%	0.9%
	6.3%	Grupo Argos**	20.900	19.200	-8.1%	-2.6%
	5.2%	Cementos Argos	10.100	11.540	14.3%	3.5%
Minero-energético	7.1%	Ecopetrol	5.460	1.230	-77.5%	-32.2%
	5.0%	ISA	9.600	10.080	5.0%	1.3%
	4.1%	EEB	1.270	1.780	40.2%	9.2%
Colcap			1.833	1.355	-26.1%	-7.6%

*Acción preferencial. **Información disponible desde julio de 2013.
Fuente: Cálculos Anif con base en BVC.