

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Alejandro González

Enero 25 de 2011

## Renta variable y ciclo económico: Colombia y países emergentes

La crisis financiera internacional (2007-2009) afectó seriamente los mercados hipotecarios y de renta variable, especialmente en los Estados Unidos. Por ejemplo, el valor de las viviendas experimentó una desvalorización del orden del 40% real entre el pico (2005) y el valle (2009), según el Índice Case-Schiller 20 ciudades. De forma similar, el índice accionario S&P 500 acumuló pérdidas por casi un 60% durante ese mismo período.

La fase de recuperación a partir de 2010 ha sido lenta, volátil y todavía contiene riesgos de recaída, describiendo una posible “W” en Estados Unidos. En efecto, ha pasado casi desapercibida la pésima noticia de contracción de un 1% anual en el último dato del Índice Case-Schiller, interrumpiéndose así la débil mejoría de ese vital sector. Entretanto, el S&P-500 ha sido incapaz de regresar a sus niveles precrisis y mantiene una “pérdida histórica” del 20% a pesar de las buenas señales que emanan de la industria automotriz y del sector financiero en estos albores de 2011.

¿Qué ha significado todo esto para los mercados emergentes? Gracias a la hipótesis de la “semiseparación”, el índice accionario de los países emergentes ha repuntado fuertemente desde principios de 2009 y, para finales de 2010, su nivel era similar al del período precrisis (126 actual frente al 140 en 2007, según el MSCI - ver gráfico adjunto).

Sin embargo, al interior de los mercados emergentes el comportamiento ha sido disímil. Brasil y Colombia muestran actualmente índices accionarios bastante superiores a los del período precrisis (+56% y +38%). En contraste, China arroja una desvalorización abismal, cayendo de niveles de 220 a tan sólo 104 tras explotar su burbuja accionaria.

El IGBC no ha estado exento de turbulencia. Cabe recordar el duro revés del período 2005-2006, cuando en menos de un año el índice hizo el tránsito de 5.000 a exagerados 11.000 y se reversó hasta los 6.000. Anif advirtió entonces sobre los exagerados múltiplos del IGBC y la inminencia de una corrección (ver *Informe Semanal* No. 796 de agosto de 2005).

Las pérdidas fueron cuantiosas en 2006, pero sin materializarse el riesgo sistémico. Los inversionistas institucionales mostraban entonces exposiciones en renta variable inferiores al 20% de sus portafolios. El BR libró una dura batalla para drenar los excesos de liquidez tras perder las metas de inflación y el Gobierno hizo bien en acompañar con restricciones los inlujos de capital especulativo que agravaban por entonces la apreciación cambiaria (2007-2008).

**Continúa**

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Alejandro González

Después vendría un período de recuperación de 24 meses continuos para el IGBC, durante los noviembre de 2008-2010. Anif advirtió en junio de 2010:

La Relación Precio/Ganancia (RPG) del IGBC pasó de 11 en 2008 a 27 en 2009, bien por encima de su media histórica de 17 (...). Durante 2010, esta valorización ha continuado hasta llegar a RPGs de 28, donde claramente algunas de dichas acciones lucen costosas. Si bien Colombia ha capoteado bien el embate de la crisis internacional, la verdad es que su capacidad de recuperación luce inferior a su potencial (3%-4% Vs. 5%-6% anual) durante los años 2010- 2011. *Comentario Económico del Día 17 de junio del 2010.*

En aquel momento veíamos en ciernes una miniburbuja que requería acciones de las autoridades para evitar catástrofes mayores. Finalmente, se adoptaron algunas medidas en octubre de 2010 y el entorno internacional ayudó a producir un “tenue y sano pinchazo” de la burbuja accionaria en Colombia. La corrección de noviembre implicó una caída del IGBC cercana al 12% (de 16.000 a 14.000), pero aun así cerró 2010 con una significativa valorización de 34%. Esto tras haber escalado un 54% en 2009 y perdido casi 30% en 2008. En el neto, el IGBC ha acumulado ganancias cercanas al 37% durante el período 2007-2010, cifra nada despreciable.

Eran muchos los factores que a la altura de junio-septiembre de 2010 presionaban al alza la renta variable en Colombia: 1) el esperado otorgamiento de “grado de inversión”; 2) una política monetaria internacional laxa, auspiciando influjos de capital especulativos; 3) “tanqueo” del mercado para enfrentar los esquemas de multifondos en los inicios de 2011; y 4) el uso del IGBC como “refugio fiscal” ante la fotografía de finales de 2010 para propósitos de determinar el gravamen patrimonial. Bien podría afirmarse que buena parte de esos factores ya han sido absorbidos por el mercado. Además, el *reality-check* de 2011, iniciándose con menores perspectivas de crecimiento (4% frente al soñado 6%) y duros desafíos fiscales y de reconstrucción de infraestructura, deberían regresarle al mercado una buena dosis de racionalidad.

La pregunta de fondo que seguirá gravitando a lo largo de 2011 es: ¿la actual relación precio-ganancia que exhibe el IGBC, cercano a los 26.8, frente a su promedio histórico de 17 y un referente de 14 para los mercados emergentes, constituye un precio de equilibrio sostenible?

