

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Alejandro González

Julio 19 de 2011

## Política monetaria, renta variable y burbujas especulativas

La recuperación económica internacional del período 2010-2011, aunque más lenta de lo esperado, está causando una interesante recomposición de los portafolios financieros. En el mundo emergente, ello se ha traducido en mayor crecimiento económico, pero avivando los riesgos inflacionarios. Por esta razón, los bancos centrales de estos países han procedido a subir relativamente rápido sus tasas de interés y volcado la preferencia de los portafolios hacia la renta fija (tanto bonos privados como soberanos, con valorizaciones interesantes). En cambio, en el mundo desarrollado el riesgo de una doble recaída, alimentada ahora por sus crisis fiscales, ha contenido el alza de las tasas de interés por parte de sus bancos centrales, salvo la señal del Banco Central Europeo (elevando su repo del 1% al 1.5% recientemente). Así, en el mundo desarrollado la preferencia de los portafolios seguirá focalizada en la renta variable, aunque existe un interesante debate sobre si la Relación Precio-Ganancia (RPG) luce o no atractiva en términos históricos.

Por ejemplo, el S&P 500 de Estados Unidos ha alcanzado niveles de 1321 al cierre de junio, generando una ganancia acumulada del 83% frente a su punto más bajo en marzo de 2009 y del 5% en lo corrido de 2011. Cabe recordar que el gran auge accionario de los Estados Unidos, durante el período 1995-2000 (tras el colapso de 1987), estuvo apoyado por lo que se denominó el *Greenspan put*. Ello hace referencia a la gran laxitud monetaria que “siempre” daría la FED por cuenta de creer que estaban bajo la égida de una “nueva economía”, con productividades crecientes e inmune a las crisis, gracias al *just in time* de su producción. La pregunta del momento es si el ciclo de inyección monetaria y crediticia actual (una vez se ha cancelado o luce distante el QE3) será suficiente para alimentar la renta variable del mundo desarrollado.

Tomemos el caso de Estados Unidos. El RPG ajustado por el ciclo calculado por Robert Shiller (ver gráfico adjunto), está en niveles de 23. Esta cifra es un 40% superior a la del promedio del siglo XX y es similar a los picos de 1901 y de 1966. Sin embargo, el desempeño de las utilidades empresariales de 2010-2011 está alentando a los inversionistas de este mercado, ya que el mercado emergente luce algo costoso frente a sus patrones históricos.

Continúa

## CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

Dos excelentes alternativas  
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

[www.bancoavillas.com.co](http://www.bancoavillas.com.co)

Somos  AVAL

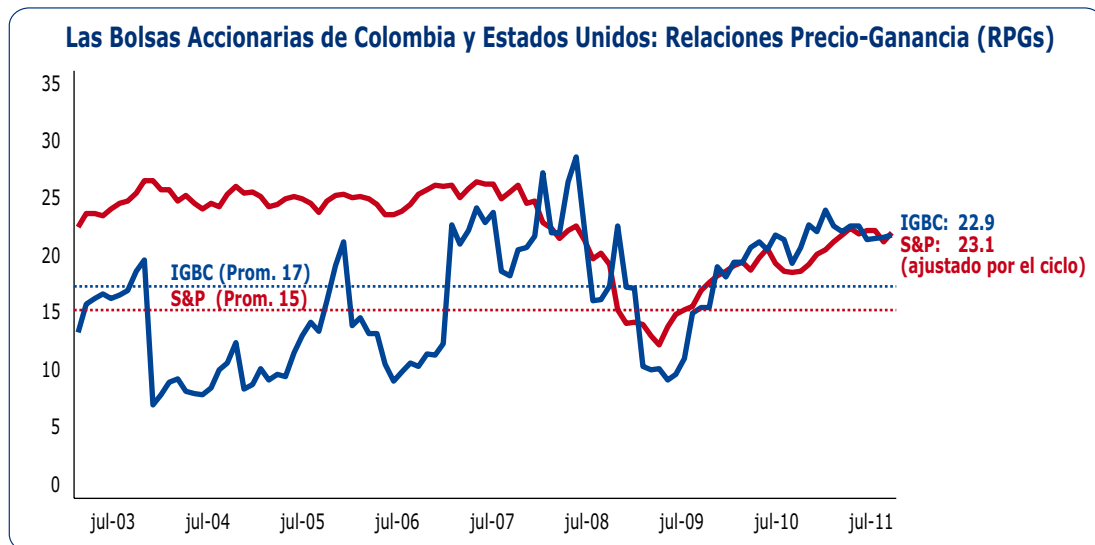
Somos  Banco AV Villas

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Alejandro González

¿Cuán sostenible luce esta dinámica en los Estados Unidos de cara a 2012, una vez se ha reducido la perspectiva de crecimiento del 3.5% al 2.5% y la tasa de desempleo persiste cerca del 9% en vez de haberse reducido al 8%? Claramente no existe una respuesta tajante a esta incógnita. Mucho dependerá de lo que ocurra en el mercado hipotecario y de la relación ahorro-consumo de los hogares, la cual esta obviamente condicionada a la forma en que se quiera enfrentar la crisis fiscal en el corto plazo: ¿menos gasto público o más impuestos?

Entretanto, Colombia ilustra bastante bien los ajustes por los que atraviesa la renta variable del mundo emergente. En efecto, el IGBC había experimentado una caída del 29% en 2008, la cual se vio compensada por valorizaciones del 52% en 2009 y del 32% en 2010. En 2011, el mercado esperaba continuar con valorizaciones del 10%, pero, en cambio, está registrando caídas de casi el 15% en lo corrido del año. En términos de RPGs, se tuvieron valores pico de 25 a finales del año 2010, rebasando el promedio histórico de 17, hacia el cual parece estar convergiendo dicho índice en la actualidad.

En síntesis, las caídas de la renta variable en el mundo emergente han sido generalizadas. En el caso de Colombia han incluido tanto al sector minero-energético como el bancario, en momentos en que ambos experimentan favorables condiciones, tanto internacionales (términos de intercambio) como locales (excelente expansión crediticia). Más aun, todo esto ocurre con un telón de fondo que favorece particularmente a Colombia a nivel macroeconómico: triple grado de inversión, internacionalización de su renta variable (MILA) y aceleración del crecimiento hacia el 5% (en línea con su potencial). Parecería entonces que los actuales ajustes en el IGBC tienen más que ver con la corrección histórica de su RPG y los cruces de vendedores (AFPs, fiduciarias y puestos de bolsa) con los compradores (*offshore* durante 2010, pero ahora también vendedores).



Fuente: Bloomberg y Robert Shiller.