

EL MERCADO DE RENTA VARIABLE BAJO ALTA VOLATILIDAD INTERNACIONAL

Cinco años después del estallido de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos, la prolongada crisis internacional continúa generando alta volatilidad en los mercados financieros y lento crecimiento económico mundial. En efecto, el mercado tradicional de préstamos bancarios se ha retraído por cuenta del “desapalancamiento” de los hogares y las firmas, a pesar de la abundante liquidez, mientras que los portafolios buscan refugiarse en los bonos públicos de largo plazo, aunque éstos ofrecen retornos reales negativos. El lento crecimiento de Estados Unidos (cercano al 2% en 2012) y la recesión de la Zona Euro (probablemente a tasas del -1% este año) ya están afectando las perspectivas de las economías emergentes, donde probablemente América Latina tan sólo crecerá a ritmos del 3% este año frente al 6% logrado en 2010.

Este “contagio” de caída comercial y de menor crecimiento también se está manifestando sobre los portafolios de los mercados emergentes, donde la renta variable (las acciones) no ha tenido un buen comportamiento durante abril-agosto de 2012, a pesar de un muy buen primer trimestre en este año. Lo anterior no deja de ser un comportamiento paradójico, pues las empresas del mundo emergente listadas en bolsa habían tenido buenos desempeños durante 2010-2011 y la repartición de dividendos así lo atestiguaba para el año 2012. Sin embargo, ha podido más el contagio financiero proveniente de la incertidumbre del mundo desarrollado que los fundamentos de dichas firmas en los mercados emergentes. En efecto, en el

*Más recientemente,
la tensión financiera por
cuenta de la grave crisis en
Europa (ahora incluyendo a
España e Italia) ha
generado una salida
masiva de recursos
hacia activos de refugio,
particularmente oro y bonos
del Tesoro de países
percibidos como “seguros”
y con alta liquidez en sus
mercados (especialmente
Estados Unidos,
Reino Unido y Alemania).*

caso de América Latina se ha observado una liquidación de tenedores locales por cuenta de dicho contagio, a pesar de haberse observado en los inicios de 2012 una buena afluencia de recursos provenientes de inversionistas extranjeros que le apostaban a un buen grado de semiseparación respecto de lo que ocurría en Estados Unidos y Europa.

Más recientemente (abril-agosto), la tensión financiera por cuenta de la grave crisis en Europa (ahora incluyendo a España e Italia) ha generado una salida masiva de recursos hacia activos de refugio, particularmente oro y bonos del Tesoro de países percibidos como “seguros” y

con alta liquidez en sus mercados (especialmente Estados Unidos, Reino Unido y Alemania). De cara al segundo semestre de 2012, todavía existen portafolios que le apuestan a la solidez de algunas firmas en estos países. Por ejemplo, en Estados Unidos las utilidades de las firmas listadas en bolsa alcanzaron niveles récord de más del 12% del PIB durante 2011, como resultado de sus recortes en gastos y los significativos incrementos en productividad multifactorial.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos las tendencias recientes del mercado global de renta variable en medio de una elevada incertidumbre por cuenta de la crisis en Europa y su contagio sobre el mundo emergente, incluyendo ahora los llamados BRICs (Brasil, Rusia, India y China, todos creciendo por debajo de su potencial en 2012). Inicialmente examinaremos el comportamiento de las bolsas del mundo desarrollado y luego centraremos nuestra atención en las economías emergentes, incluyendo el caso de Colombia. Por último, presentamos algunas conclusiones sobre sus perspectivas.

La renta variable en el mundo desarrollado

La crisis internacional ha afectado de forma significativa los mercados accionarios en los países desarrollados. Ello no sólo está íntimamente relacionado con el debilitamiento de la postura fiscal en la periferia de la Zona Euro, sino también con una frágil demanda interna que está afectando inclusive a los países más fuertes.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



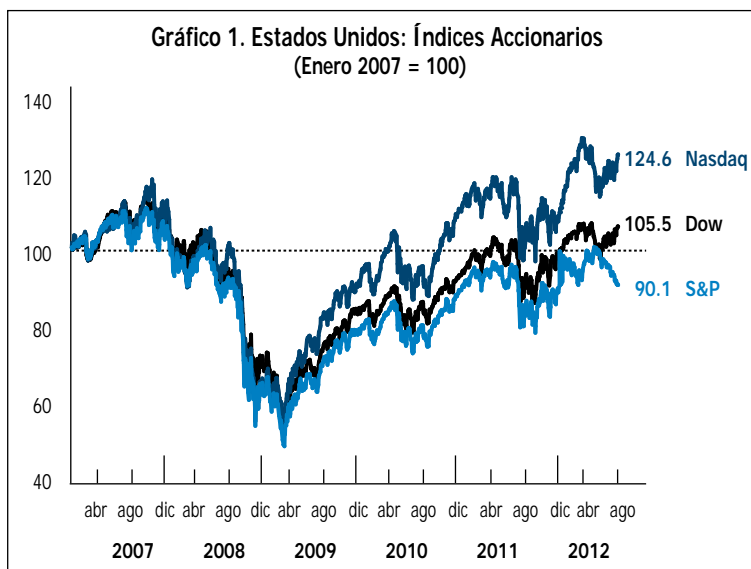
AGOSTO 24 DE 2012

PÁGINA 2

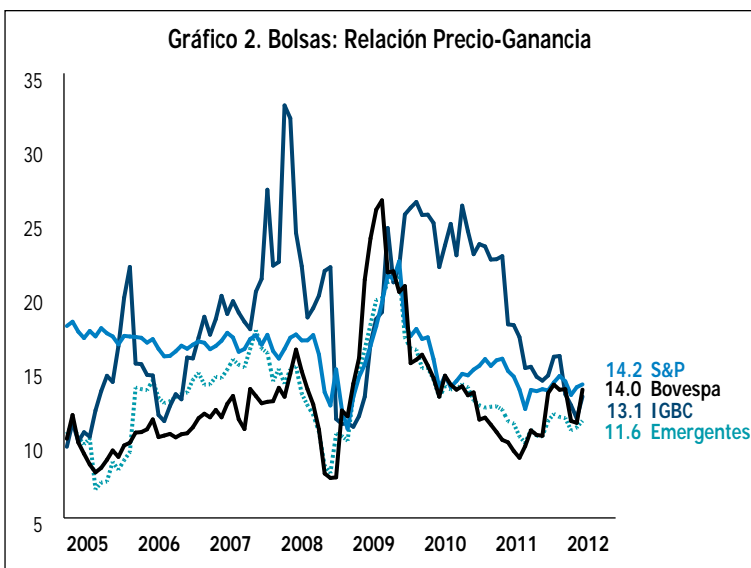
De hecho, es probable que Alemania entre en recesión durante el segundo semestre de 2012, reforzando el ciclo recesivo que ha caracterizado a Europa durante los últimos dos años, donde también está en juego su calificación triple A por cuenta de los respaldos fiscales que ha venido dando a la "periferia", España e Italia.

En el caso de Reino Unido, el retorno real promedio de su renta variable ha sido del 4.4% anual durante 1991-2011. Sin embargo, la actual crisis financiera ha producido desvalorizaciones que dejan un balance del -9.2% promedio anual durante 2008-2012. En el caso de la bolsa italiana, se registraron caídas del 7.1% real promedio anual durante 1992-2011. Por último, Francia logró mantener retornos del 4.1% promedio real anual en su renta variable durante los últimos veinte años.

En Estados Unidos, los índices bursátiles muestran actualmente cierta estabilidad, después de haberse reducido durante abril-mayo de 2012 (ver gráfico 1). Dicha disminución está asociada a los elementos de contagio provenientes de la crisis europea antes explica-



Fuente: Yahoo finance.



Fuente: Bloomberg.

dos. El nivel actual de los índices de bolsa Nasdaq y Dow Jones muestran valorizaciones del 24.6% y del 5.5%, respectivamente, frente a los observados a principios de 2007 (justo antes de la crisis), pero el S&P 500 arroja una desvalorización del 10%. Como comentábamos, el comportamiento del S&P 500 va en dirección contraria a unos fundamentales que han ido claramente mejorando durante 2010-2012. En presencia de menor contagio proveniente de Europa es muy factible que este índice repunte, una vez los inversionistas busquen algo más de riesgo y se salgan de activos de refugio, como los tesoros, los cuales arrojan retornos reales negativos aun en la parte larga de la curva.

Esta oportunidad de entrada al mercado de renta variable se evidencia cuando analizamos la llamada Relación Precio-Ganancia (RPG). El gráfico 2 ilustra cómo la RPG del S&P 500 se había incrementado a niveles costosos de 20 en el segundo semestre de 2009. De allí en adelante se observó una drástica corrección, cayendo el valor de las acciones hasta generar buenos puntos de entrada al finalizar 2011.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



AGOSTO 24 DE 2012

PÁGINA 3

De hecho, el repunte de las utilidades corporativas, antes relatado, ha hecho que la RPG se ubique en niveles de 14, cifra inferior al promedio histórico de 16, señalando puntos favorables de compra en dicho mercado.

La renta variable: economías emergentes y Colombia (a manera de conclusión)

Los mercados bursátiles del mundo emergente tuvieron una rentabilidad promedio del 20.6% nominal anual durante los últimos diez años (variación del índice MSCI para mercados emergentes, incluyendo dividendos), cifra superior al 6.7% registrado en los países desarrollados. La hipótesis de semiseparación respecto del mundo desarrollado ha jugado un papel crucial en este frente, en la medida en que los mercados de Asia (especialmente China) tuvieron un buen desempeño durante la pasada década, mientras que en América Latina la mayor apertura comercial y el saneamiento fiscal y financiero han provisto mayor solidez macroeconómica a la región.

Las inyecciones de liquidez en el mundo desarrollado han generado significativas apreciaciones cambiarias en el mundo emergente, pero también han tenido como contrapartida disponibilidad de recursos para invertir en los portafolios de estos mercados, ya que los activos refugio en los países avanzados arrojan rentabilidades reales negativas, como ya lo explicamos. Sin embargo, esto ocurre en un mundo de elevada incertidumbre y volatilidad, lo cual ha ahuyentado de los portafolios de renta

La hipótesis de semiseparación respecto del mundo desarrollado ha jugado un papel crucial en este frente, en la medida en que los mercados de Asia (especialmente China) tuvieron un buen desempeño durante la pasada década, mientras que en América Latina la mayor apertura comercial y el saneamiento fiscal y financiero han provisto mayor solidez macroeconómica a la región.

variable emergente a muchos hogares locales. Esto último evitó que se tuviera que recurrir a los “controles de capital” para no agravar la apreciación cambiaria, como inicialmente lo había hecho Brasil durante 2010-2011.

En todo caso, el ciclo de la renta variable en los países emergentes ha sido bastante pronunciado. Primero fue el “pinchazo” de la burbuja especulativa del período 2009-2010. Después vendría la estampida hacia activos refugio (incluyendo metales preciosos y bonos públicos). Esto ocasionó fuertes correcciones a la baja durante 2011 (caídas en el rango del -10% al -20%) en las bolsas de Brasil, Chile, Perú y Colombia.

Colombia ha experimentado una de las mayores turbulencias en su renta variable. El IGBC había registrado una gran valorización del 54% en 2009 y nuevamente otro 34% en 2010, lo cual era claramente insostenible. Ello dejaba al IGBC con una exagerada RPG de 25 al cierre de 2010, cifra superior al promedio histórico de 18 del período 2003-2012. La corrección a la baja en la RPG provino de dos fuentes. De una parte, las utilidades corporativas tuvieron un buen comportamiento durante 2011 (representando un 3.2% del PIB ese año, cifra superior en un 0.7% del PIB respecto a las de 2010). Este impulso en el denominador de la RPG causó su descenso. Adicionalmente, el precio de las acciones corrigió a la baja el IGBC en un -18% durante 2011, disminuyendo el numerador de la RPG. Así, para finales de 2011, la RPG se ubicaba en niveles atractivos de compra de 12, cifra inferior al promedio histórico de 18 antes comentado.

Así, para buen parte del mercado era claro que en el primer trimestre de 2012 habría demanda por acciones en Colombia, lo cual evidentemente ocurrió hasta el mes de marzo, borrando totalmente las pérdidas de 2011. Posteriormente, vino el “contagio” de la crisis de Europa durante abril-julio, pero hemos visto cómo en el mes de agosto se ha dado un interesante repunte en el IGBC, llevándolo nuevamente al umbral de 14.000-14.500 puntos. En síntesis, existe una alta probabilidad de llegar a consolidarse el pronóstico que habíamos hecho seis meses atrás sobre posibilidades de valorización en el rango +7% a +12% para quienes invirtieran en la renta variable de Colombia durante 2012, a pesar de la gran turbulencia internacional.

Escribanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o avera@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.