

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Ana María Zuluaga
y David Malagón



JUNIO 17 DE 2015

EDICIÓN 87

MERCADO DE *COMMODITIES* Y RENTA VARIABLE LOCAL

Desde finales de 2012, los precios de los *commodities* han venido corrigiendo a la baja, después de alcanzar picos históricos durante 2008-2011. Inicialmente se vieron afectados los precios de los minerales (2011-2013) y, en una segunda destorcida, aquellos de los energéticos (petróleo, carbón y gas). El principal detonante por el lado de la demanda ha provenido de la desaceleración de China, donde su crecimiento promedio quinquenal ha descendido del 9% hacia un 7.5% anual (ver *Informe Semanal* No. 1220 de mayo de 2014).

Además, esta reversión se enmarca dentro de una corrección estructural referida al llamado “*Súper Ciclo de Commodities*” (SCC). Esta tendrá serias consecuencias para aquellos mercados emergentes que recargan sus exportaciones sobre dichos productos, tales como: Chile y Perú, en su componente minero, o México, Venezuela, Ecuador y Colombia, en su componente energético (ver *Banco Mundial*, 2015).

En Colombia, la fase ascendente del SCC (2002-2012) referido al petróleo y carbón generó “ganancias extraordinarias” cercanas al 6% del PIB, pero el grueso de ellas no fueron “sembradas” bajo la forma de inversiones en infraestructura. Su efímero paso simplemente dejó huella bajo la forma de una aceleración del crecimiento, cuyo sector minero-energético promedió un 5.2% anual durante 2002-2012. Ello ayudó a que nuestra economía (como un todo) se expandiera a ritmos del 4.5% por año, en línea con el potencial de Colombia (vs. un 2.8% en promedio anual durante 1991-2001).

Lo anterior ha implicado una elevada concentración de nuestras exportaciones en *commodities*, alcanzando un 76% del total de nuestra canasta exportadora, donde el petróleo representó casi el 50% y el carbón cerca de un 15%. Ello ha revelado nuestras vulnerabilidades externas por cuenta de la mencionada corrección en los precios de estos bienes energéticos, así como por los lastres volumétricos que nos está dejando el “fin anticipado del auge minero-energético”. Por ejemplo, el déficit de la cuenta corriente se elevó al 5% del PIB en 2014 (vs. 3% histórico) y seguramente alcanzará el 6% del PIB en 2015-2016, provocando una marcada devaluación del peso frente al dólar (cercana al 25%-30% en promedio anual durante 2015).

En esta edición de *Enfoque* analizaremos la coyuntura actual del mercado de *commodities* y sus efectos sobre el mercado accionario local, donde hasta hace muy poco la incidencia minero-energética sobre el COLCAP representaba casi el 50% de dicho índice bursátil. Como es sabido, dicho COLCAP registró una caída del -12.4% en 2013, del -5.8% en 2014 y, actualmente, registra descensos a ritmos del -14%, mostrando una gran presión sobre la renta variable local.

Evolución reciente del mercado de *commodities*

Ya explicamos la corrección internacional en el mercado de *commodities* y los efectos del SCC, mostrando desviaciones de +/-20% respecto de su tendencia de

largo plazo (ver *Informe Semanal* No. 1220 de mayo de 2014). La longitud del actual SCC se estima en unos 15 años y su auge tuvo que ver con la acelerada industrialización de China desde finales de los años noventa. Ello causó un repunte de los precios del petróleo, alcanzando su pico especulativo de US\$125/barril en 2008 en el WTI frente a un promedio histórico cercano a los US\$40/barril durante 2000-2013.

Recordemos que hubo alzas pronunciadas en los precios de los bienes agrícolas, particularmente en granos (36% anual en 2008), lo cual agravó los índices de pobreza. Sin embargo, dicha situación se corrigió en 2012 (con decrecimientos del -12.2% anual), gracias a las buenas cosechas y a la menor demanda global, ver *Enfoque* No. 61 de mayo de 2012.

Asimismo, en 2011, los precios de los *commodities* computados por el índice del FMI tuvieron un crecimiento del 43% frente a su promedio histórico. Allí incidieron las posiciones especulativas que se tomaron a nivel global en “activos refugio” (como el crudo y el oro) durante la crisis internacional (2007-2013).

Sin embargo, dicho SCC mostró un punto de quiebre en el período 2012-2014, presagiando un posible retorno de los precios de los *commodities* a sus valores de largo plazo. En efecto, estos precios ampliaron sus contracciones del -3.1% promedio anual al -6.2% en 2012-2014. De hecho, durante enero-abril de 2015, dichas reducciones se han profundizado a ritmos del -35% anual. Este comportamiento ha estado liderado por la caída en los precios

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 17 DE 2015

PÁGINA 2

de los energéticos (-45.3% promedio anual en enero-abril de 2015 vs. +1% en 2012) y por la reducción de los precios de los metales (-20% vs. -16.3%).

Veamos con algo de detalle los efectos de esta fase descendente del SCC sobre el oro, el cobre y el petróleo:

- **Oro:** Durante 2009-2010, los portafolios financieros globales buscaron refugio en los metales preciosos como el oro, dada la magnitud de la crisis internacional (2007-2013). Luego, ante los anuncios de las nuevas y considerables inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales del mundo desarrollado en 2012, algunos portafolios nuevamente buscaron refugio en estos metales. Así, el precio del oro creció un 17.8% promedio anual durante 2009-2012, pasando de US\$900/onza a US\$1.700/onza (ver gráfico 1).

Sin embargo, esa tendencia se corrigió en 2013-2014 debido al inicio de la llamada "normalización monetaria" del Fed (*tapering*). En efecto, los precios del oro disminuyeron un -14.9% promedio anual en el período de referencia, llegando a niveles cercanos a US\$1.200/onza durante diciembre de 2014-mayo de 2015.

- **Cobre:** Luego de exhibir un crecimiento histórico del +85% promedio anual durante 2009-2010, el precio de este metal viene reduciéndose desde 2011 (-22.7% anual). Ello obedece a la

desaceleración de China (país que venía demandando cerca del 40% de su producción mundial) y al exceso de oferta global. Al cierre de 2014, dicho precio se contrajo al -16.6% anual y durante enero-mayo de 2015 se redujo al -18.9%.

La corrección del precio del cobre ha impactado considerablemente el desempeño económico de Chile (principal productor mundial), pues este metal representa cerca del 50% de sus exportaciones. Adicionalmente, se vio afectado al concentrar cerca del 24% de sus ventas externas a China. Así, el crecimiento del PIB-real de Chile se desaceleró del 4.3% al 1.8% en 2013-2014, perfilándose hacia el 2.7% en 2015, claramente por debajo de su potencial del 4% anual.

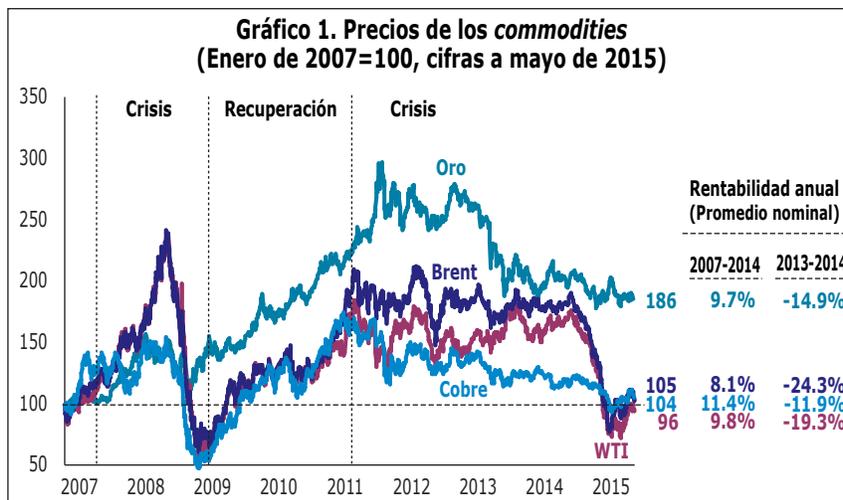
- **Petróleo:** Al cierre de 2009, la referencia WTI mostró un crecimiento del 103.1% anual (llegando a los US\$79.3/barril vs. US\$39/barril de 2008) y el Brent tuvo un crecimiento del 70.9% (US\$77.9/barril vs.

US\$45.6/barril). Posteriormente, la inminencia de un bloqueo comercial a Irán, generó volatilidad en el precio del crudo durante el primer trimestre de 2012. Sin embargo, la fase recesiva de Europa y el lánguido crecimiento de Estados Unidos (a tasas del 2% anual en 2007-2008) redujeron el precio del WTI un -7.9% anual al cierre de 2012 (vs. +10.9% de 2011), al tiempo que el del Brent apenas creció un +3.5% (vs. +13.3%).

Hacia finales de 2013 se presagiaba que los arreglos políticos logrados con Irán, Irak y Siria conllevarían una menor demanda por "reservas petroleras estratégicas". Así, la mayoría del mercado esperaba descensos de US\$10-15/barril durante 2014, pero los incidentes entre Ucrania-Crimea-Rusia generaron una nueva presión alcista. Esto tuvo vasos comunicantes de menor dinamismo en la demanda agregada en Rusia, depreniendo las exportaciones de Europa y menguando la demanda por petróleo. Ambos fenómenos se neutralizaron durante los primeros meses de 2014 y por ello el precio del Brent se mantuvo

relativamente estable en US\$108/barril durante enero-mayo de dicho año.

Recientemente, los precios del crudo han mostrado drásticas correcciones, acumulando caídas del 50%-60% durante junio-diciembre de 2014 y del 40%-50% durante enero-mayo de 2015. Con ello, el referente del precio Brent se ubica actualmente en niveles de US\$63/barril frente a su valor pico reciente de US\$112/barril de ju-



Fuente: Bloomberg y cálculos Anif.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 17 DE 2015

PÁGINA 3

nio de 2014, mientras el WTI ha descendido hacia umbrales de US\$60/barril respecto a su máximo de US\$106/barril en junio de 2014. Ello se explica por: i) la mayor oferta por parte de la OPEC, particularmente de Arabia Saudita e Irán; ii) la revolución *shale-gas-oil*, la cual ha permitido que Estados Unidos incremente la producción de crudo en un 30% durante 2008-2014 (alcanzando casi 9 millones de bpd en 2014); y iii) la débil demanda proveniente de China y Europa.

Como ya se mencionó, dicha corrección en los precios del petróleo, junto con los menores volúmenes producidos, ha generado tensión en las cuentas externas de Colombia, dada nuestra alta concentración exportadora en el crudo (49% del total). Esto también se ha materializado en una desaceleración

del crecimiento del PIB-real local (del 4.9% al 4.6% en 2013-2014), lo cual ha llevado a pronosticar expansiones de tan solo un 3.4% por año durante el horizonte 2015-2016.

Desempeño de la renta variable local

En 2014, el COLCAP arrojó una desvalorización del -5.8% anual y cerró el año en 1.513 puntos, acumulando una pérdida del -18.2% en el período 2013-2014 (ver cuadro 1). Esta dinámica negativa ha persistido durante enero-mayo de 2015, mostrando caídas del -13.4% en lo corrido del año (a junio).

No obstante, estos malos resultados no se observan exclusivamente en Colombia. Por ejemplo, la renta variable de los países emergentes se desvalorizó el -2.4% anual en mayo de 2015 (vs. -4.6% de 2014), al

tiempo que el MILA cayó el -23.9% (vs. -15.7%), con variaciones cercanas al -15% en Perú (vs. -6.1%), al +3.6% en Chile (vs. +4.1%) y al +3.8% en México (vs. +0.9%). Asimismo, el mercado accionario de las economías desarrolladas apenas creció un 3.9% anual en mayo de 2015 (vs. 2.9% de 2014).

Sectorialmente, durante el segundo trimestre de 2015, el COLCAP ha estado compuesto por la siguiente canasta: i) sector financiero (47.9% del total); ii) sector real (29.1%); y iii) sector minero-energético (23%). En cada uno de dichos sectores se destacan los siguientes comportamientos accionarios de las empresas más representativas (que explican el 61.7% del índice):

- **Sector financiero:** Los precios de las acciones analizadas aumentaron en

Cuadro 1. Evolución de las principales acciones pertenecientes al COLCAP

Sector	Participación en la canasta del Colcap (segundo trim. de 2015; %)	Acción	Precio (\$, fin de período)				Variación anual (%)		
			2012	2013	2014	Mayo de 2015	2013	2014	Mayo de 2015
Financiero	14.0	Bancolombia*	29.820	23.440	28.640	26.000	-21.4	22.2	-0.5
	9.1	Grupo Sura*	38.000	33.700	40.000	33.280	-11.3	18.7	-13.1
	5.7	Grupo Aval*	1.300	1.275	1.280	1.260	-1.9	0.4	-3.8
Real	6.3	Nutresa	25.420	26.440	28.600	23.100	4.0	8.2	-14.9
	5.6	Grupo Argos	21.000	19.440	20.500	16.520	-7.4	5.5	-23.2
	4.3	Almacenes Éxito	35.500	30.000	29.200	22.640	-15.5	-2.7	-25.8
Minero-energético	11.0	Ecopetrol	5.460	3.700	2.080	1.840	-32.2	-43.8	-47.4
	3.7	ISA	9.600	9.100	8.630	7.830	-5.2	-5.2	-13.0
	2.0	Celsia	5.340	5.680	5.870	4.655	6.4	3.3	-21.1
COLCAP			1.833	1.606	1.513	1.307	-12.4	-5.8	-21.2

* Acción preferencial.
Fuente: BVC y cálculos Anif.

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.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



JUNIO 17 DE 2015

PÁGINA 4

2014. No obstante, se han presentado disminuciones al corte de mayo de 2015: la acción preferencial del Grupo Sura cayó un -13.1% anual (vs. +18.7% de 2014); la preferencial del Grupo Aval se desvalorizó un -3.8% (vs. +0.4%); y la preferencial de Bancolombia lo hizo en un -0.5% (vs. +22.2%).

- **Sector real:** La mayoría de sus acciones obtuvo ganancias durante 2014. Sin embargo, en lo corrido de 2015, se han presentado pérdidas: Almacenes Éxito se desvalorizó un -25.8% anual (vs. -2.7% de 2014); Grupo Argos cayó un -23.2% (vs. +5.5%); y Nutresa lo hizo en un -14.9% (+8.2%).
- **Sector minero-energético:** Estas acciones vienen mostrando importantes pérdidas desde 2013, en línea con la caída de los precios de los *commodities* (antes explicada). Al corte de mayo de 2015, dicha tendencia se ha agudizado: Ecopetrol se desvalorizó un -47.4% anual (vs. -43.8% de 2014); Celsia cayó un -21.1% (vs. +3.3%); e ISA lo hizo en un -13% (vs. -5.2%).

Este desempeño negativo del COLCAP, tanto a nivel agregado como sectorial, se explica por:

- La fase descendente del SCC, particularmente del petróleo y del carbón. Allí, el precio del primero ha caído el -50% (desde junio de 2014) y el del carbón lo ha hecho en un -20%.
- Las debilidades de la economía colombiana, destacándose los siguientes factores estructurales: i) el “fin anticipado del auge minero-energético”, donde este sector ya no estaría en capacidad de crecer al 14% anual de 2007-2012, sino

La pronunciada corrección de los precios del crudo-carbón se ha traducido en menores utilidades para las firmas del sector minero-energético. Ello también ha revelado las debilidades estructurales de la economía colombiana, permeando al resto de sectores que componen el COLCAP. Todo esto ha conllevado malas lecturas por parte de los inversionistas, quienes han castigado fuertemente varias acciones locales, particularmente las del sector petrolero.

que convergería a un 5%-7% (promedio quinquenal); ii) la pérdida de competitividad de la industria, sufriendo los lastres de la “Enfermedad Holandesa” y la precaria infraestructura; y iii) la elevada concentración de las exportaciones en *commodities* (76% del total). Todo ello ha implicado serias vulnerabilidades externas, donde el déficit de la cuenta corriente podría profundizarse, pasando del 3%-3.5% del PIB (nivel histórico) a valores cercanos al 6% del PIB en 2015-2016. Asimismo, se podrían presentar reducciones en el crecimiento potencial local 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).

De esta manera, la pronunciada corrección de los precios del crudo-carbón se ha traducido en menores utilidades para

las firmas del sector minero-energético. Ello también ha revelado las debilidades estructurales de la economía colombiana, permeando al resto de sectores que componen el COLCAP. Todo esto ha conllevado malas lecturas por parte de los inversionistas, quienes han castigado fuertemente varias acciones locales, particularmente las del sector petrolero.

En efecto, las utilidades de las firmas pertenecientes al COLCAP se contrajeron un -29% anual en 2014 (tras otra caída del -5% en 2013). Allí, las ganancias del sector minero-energético decrecieron un -38.2% y las del sector real lo hicieron en -0.7%, mientras que las del sector financiero aumentaron el +11%. Cabe destacar que al excluir a Ecopetrol (cuyas ganancias disminuyeron un -41.5% en 2014 vs. -10.8% en 2013), las utilidades de las empresas del COLCAP apenas crecieron un +3.8% en 2014 (vs. +5.7% en 2013).

En síntesis, para 2015, se pronostica que los precios de los *commodities* permanecerán en niveles bajos. Ello obedece al débil crecimiento global, perfilándose hacia expansiones de solo el 2.6% anual en 2015 (vs. 3% esperado a inicios del año). También incidirían otros factores, tales como: i) las condiciones geopolíticas a nivel mundial; ii) la revolución *shale-gas-oil*; y iii) el uso de fuentes alternativas de energía. Así, según las proyecciones de *London Bullion Market Association* y del FMI, se esperaría que el precio del oro caiga cerca del -4.4% en 2015; el del cobre un -16%; y el del petróleo un -26.9%. De esta manera, los países emergentes, especialmente los de América Latina, tendrán que redoblar sus esfuerzos por lograr una mejor diversificación exportadora, a riesgo de quedarse estancados en crecimientos sub-pares de solo un 1% frente a su potencial regional del 4% por año, todavía muy inferior al 6% anual que exhibe Asia.