

# ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración de  
Alejandro González



MAYO 7 DE 2009

EDICIÓN 33

## MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y CRISIS INTERNACIONAL

La actual crisis internacional ha golpeado fuertemente el mercado accionario tanto en los países desarrollados como en las llamadas economías emergentes. Así, entre octubre de 2007 y marzo de 2009, las desvalorizaciones de los principales índices accionarios ha sido notoria: el Dow Jones ha caído un 44%, el Nasdaq un 41%, el S&P 500 un 44%; y, del lado del mundo emergente, el índice de Shanghai ha caído un 60%, el Bovespa de Brasil un 30%, el Mexbol mexicano un 37% y el IGBC colombiano un 20%, siendo este último uno de los menos afectados.

En meses recientes, todos estos mercados han mostrado una marcada volatilidad, al mismo tiempo que sus participantes tratan de descifrar si el recurrente anuncio de paquetes de salvataje financiero y de estímulo económico lograrán ponerle un piso a la caída de los mercados de renta variable. Entre tanto, la economía norteamericana ha entrado en una clara recesión técnica, al contraerse a ritmos de 6%, tanto en el último trimestre de 2008 como en el primer trimestre de 2009, según acaba de revelarse.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos la dinámica de los mercados de renta variable a la luz de la evolución de la crisis financiera internacional. Como es sabido, la Relación Precio/Ganancia (RPG) de los mercados de renta variable en las economías emergentes había mostrado un marcado ascenso durante el período 2000-2007 y el grueso de ellos reflejaba sobrevaloraciones que necesariamente requerían

*La postración de los mercados, especialmente en los de renta variable, se manifiesta en baja liquidez y pocas nuevas emisiones de acciones o de bonos corporativos. Claramente, la hipótesis de la “separación” entre la dinámica de los mercados desarrollados y los emergentes no se dio.*

correcciones a la baja. El resultado de la crisis ha sido una volatilidad creciente en los mercados accionarios globales, aunque las perspectivas de mediano plazo lucen alentadoras frente a la anhelada recuperación de la demanda agregada a partir del último trimestre de este año.

### El surgimiento de la crisis y la Relación Precio-Ganancia

La turbulencia internacional del período 2007-2009 ha golpeado no sólo el desempeño de las bolsas accionarias de los países desarrollados, sino también la renta variable de los países emergentes. Cabe preguntarse entonces: ¿cuánto del deterioro sufrido se debe a una volatilidad exagerada que podría corregirse en el futuro?, y ¿cuánto corresponde a proble-

mas de una RPG desalineada respecto al desempeño de las firmas?

En el caso de Colombia, el “exceso de valoración” del IGBC durante 2005-2006 se había logrado corregir en una alta proporción para finales de 2007, tras descender de niveles de 11.000 a 9.000 puntos. Más aun, debido al cambio de composición del IGBC a favor del sector energético, sus perspectivas lucían favorables de cara a 2008. Sin embargo, esta posibilidad no se materializó, pues el IGBC registró durante el año 2008 una pérdida acumulada de 29% y hubo momentos en que llegó a registrar pérdidas superiores, en buena medida como resultado del contagio internacional.

De forma similar, las RPG del mundo emergente habían mostrado tendencias crecientes durante la última década. Este fenómeno, unido a los marcados infuljos de capital, hizo pensar que era posible una “separación” (*decoupling*) del mundo emergente respecto a la crisis que estalló en Estados Unidos en agosto de 2007. Cabe recordar que las economías emergentes habían venido representando cerca de un 30% del PIB mundial y, de hecho, explicaron un 50% de la aceleración del crecimiento durante el período 2003- 2007.

Sin embargo, la magnitud y la persistencia de la desaceleración económica mundial a lo largo de 2008-2009 ha puesto de presente el concepto de “reversión a la media histórica”. La postración de los mercados, especialmente en los de renta

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



MAYO 7 DE 2009

PÁGINA 2

variable, se manifiesta en baja liquidez y pocas nuevas emisiones de acciones o de bonos corporativos. Claramente, la hipótesis de la “separación” entre la dinámica de los mercados desarrollados y los emergentes no se dio.

Ahora bien, al interior de los mercados emergentes han existido comportamientos diversos. Por ejemplo, mientras que el RPG de China llegó a un valor de 45 en el segundo semestre de 2007, el de India ascendió a 28 y el de Brasil estuvo cerca a 13. Después de la profundización de la crisis, durante el segundo semestre del año 2008, cada uno de estos valores se ha reducido a niveles más acordes con su promedio histórico. Así, el RPG de Brasil ha convergido hacia un promedio de 8 en el primer trimestre de 2009, mientras que el de India está en 10 y el de China en 16 (ver gráfico 1).

De otro lado, las variables “fundamentales” de algunas economías emergentes (balance externo, balance fiscal, inflación, profundización financiera) reflejan algunas vulnerabilidades, como son los casos de India, Turquía y buena parte de Europa Oriental. De allí el renovado apoyo que vienen dando las agencias multilaterales (FMI-Banco Mundial) a dichas economías.

El promedio de los RPG es actualmente cercano a 12 en las economías emergentes,

*Los RPG en Estados Unidos han caído de niveles de 17 a 10, donde las empresas más afectadas han sido las entidades bancarias y las compañías automotrices.*

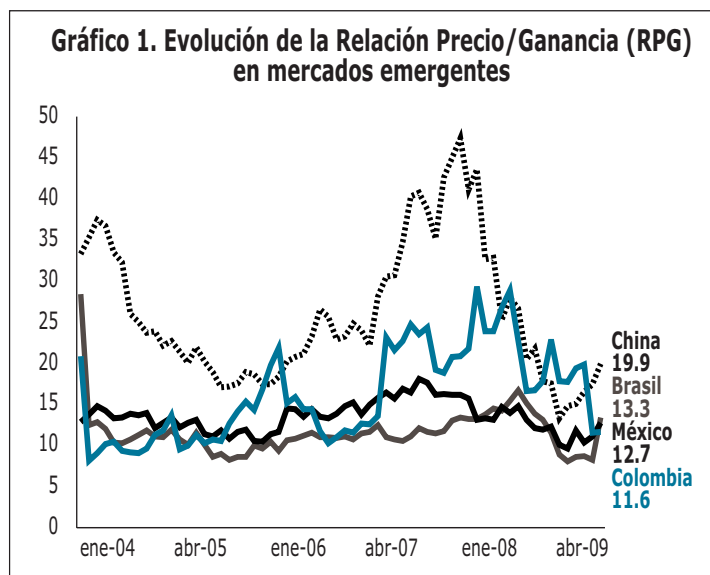
*En particular, el Dow Jones perdió el 30% de su valor tan sólo en los últimos seis meses.*

inferior al valor de 15 alcanzado en los últimos cuatro años. No obstante, las crisis se convierten rápidamente en oportunidades para el repunte de los mercados, especialmente en el mercado de renta variable. Por ejemplo, los resultados empresariales de las firmas fueron muy positivos en 2007 y aceptables en 2008 en buena parte de las economías emergentes. Esto implica que, dados los bajos niveles de endeudamiento, existen grandes posibilidades de una rápida recuperación en el año 2010.

### Recomposición accionaria

El auge económico de 2003-2007 en las economías emergentes logró cierta separación en su devenir económico respecto del mundo desarrollado. Ello explica una mayor solidez de su aparato económico y una mayor estabilidad de sus mercados financieros en los momentos de crisis. En particular, se tienen menores descalces de monedas, mayores niveles de reservas internacionales y menores vulnerabilidades financieras.

No obstante, la porción de renta variable se ha visto golpeada en todo el mundo. En efecto, los RPG en Estados Unidos han caído de niveles de 17 a 10, donde las empresas más afectadas han sido las entidades bancarias y las compañías automotrices (ver gráfico 2). En particular, el Dow Jones perdió el 30%



Fuente: Bloomberg.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



MAYO 7 DE 2009

PÁGINA 3

de su valor tan sólo en los últimos seis meses. De otra parte, el aumento de la prima de riesgo, tras el desplome de Lehman Brothers en septiembre de 2008, ha debilitado el apetito por inversiones en renta variable.

En el caso de los mercados emergentes, la caída de los RPG está asociada a la búsqueda de activos líquidos de refugio (típicamente bonos de deuda del Tesoro norteamericano) y al estallido de la burbuja de *commodities* a partir de septiembre de 2008. Por ejemplo, el RPG del mercado chino ha descendido recientemente de 17 a 11, a pesar de que se creía que ese mercado era inmune por cuenta de su buen desempeño económico.

En el caso del IGBC, el RPG ha pasado de niveles superiores a 30 en el primer semestre de 2008 a cerca de 12 en marzo de 2009. En el auge del período 2006-2008, las nuevas emisiones de acciones del sector energético (Ecopetrol, ISA e Isagen) jugaron un papel especial.

### Conclusiones

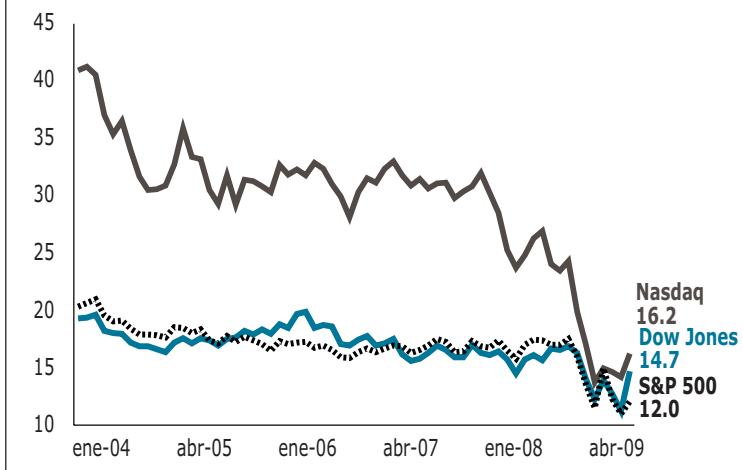
En el momento en que el mercado detecte que los RPG han tocado fondo, las bajas tasas de interés que vienen adoptando los bancos

*En el momento en que el mercado detecte que los RPG han tocado fondo, las bajas tasas de interés que vienen adoptando los bancos centrales a nivel mundial inducirán una rápida recuperación del mercado accionario.*

centrales a nivel mundial inducirán una rápida recuperación del mercado accionario, aunque el momento exacto de ello no está claro. Asimismo, los agentes del mercado esperan que los índices de renta variable ya hayan tocado fondo, en la medida en que los paquetes de rescate y estímulo señalan que, a la altura del último trimestre de 2009, lo peor de la crisis internacional podría estar quedando atrás. Pronunciamientos recientes de diversos gobiernos del mundo desarrollado indican que se está abriendo una luz de esperanza de una posible recuperación antes de finalizar este año.

En síntesis, si bien el bajo nivel de los RPG refleja los problemas de la crisis financiera internacional, también plantea oportunidades para quien decide invertir en la renta variable. Por ejemplo, cuando las acciones se han transado en épocas de bajos RPG, los retornos alcanzan 8% real a lo largo de la siguiente década, mientras que, si se transan en épocas de RPG altos, rentan en promedio tan sólo 3%. Dada la corrección ya registrada en los RPG durante el período 2007-2009, el récord histórico nos habla de importantes oportunidades para la renta variable en el futuro cercano, donde obviamente existen alternativas que deben estudiarse según los diferentes sectores y países.

**Gráfico 2. Evolución de la Relación Precio/Ganancia (RPG) en Estados Unidos**



Fuente: Bloomberg.

Escribanos sus comentarios a: jarjona@deceval.com.co o - crojas@anif.com.co