

NOTAS DEL MERCADO DE CAPITALES

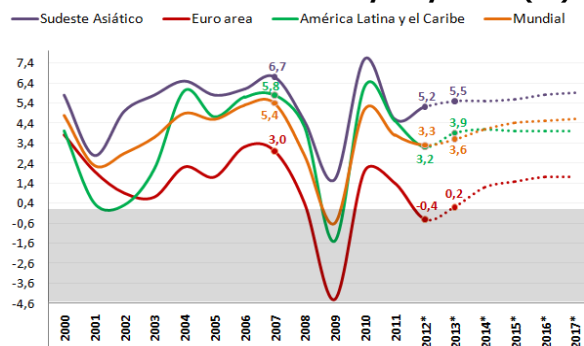
Noviembre de 2012

ECONOMÍA, SECTORES Y EMPRESAS FRENTE A LOS RIESGOS INTERNACIONALES

PANORAMA INTERNACIONAL: FUENTE DE RIESGOS

Desde el año 2007 el panorama externo se ha caracterizado por la mayor volatilidad del ritmo de expansión de la producción a escala mundial (Gráfico 1). Esta situación ha hecho que el proceso de toma de decisiones en materia económica sea más lento y difícil, puesto que los objetivos son altamente desafiantes y el costo de incurrir en errores es particularmente elevado, tanto en términos económicos como sociales. Lo anterior ha terminado por agudizar la situación y dar lugar a un mayor disenso político, que deteriora la confianza de inversionistas y consumidores, dando señales de inseguridad al mercado.

Gráfico 1: Crecimiento Histórico y Proyectado (%)



Fuente: Datos FMI, World Economic Outlook 2012.
Cálculos: BRC Investor Services SCV.

En la medida en que la esperada recuperación se hace lenta y no existen fundamentos sólidos para proyectar un cambio definitivo de esta tendencia en lo que resta de 2012 y 2013, las economías más grandes y desarrolladas han ido rezagándose en materia de su aporte al crecimiento mundial, al tiempo que generan fuerzas contractivas sobre el dinamismo de los países emergentes, quienes lograron suavizar el impacto generalizado de la crisis entre 2007 y 2011. La alta interconexión global y la subsistencia de un entorno desfavorable han terminado por limitar la capacidad de las economías emergentes para

mitigar la desaceleración de los flujos de comercio y de la demanda mundial durante 2012.

Una de las regiones que genera los mayores riesgos y dificultades para la estabilidad económica internacional es la Eurozona, donde la situación recesiva hace que las perspectivas sean marcadamente negativas para el cierre de 2012 (contracción estimada de 0,4% del PIB) y 2013, dado que existe una prolongada incertidumbre con respecto a la sostenibilidad de la deuda soberana, la efectividad de las medidas de austeridad para impulsar la productividad y la suficiencia de los rescates financieros para reactivar al sistema bancario. Dichas circunstancias han terminado por afectar directamente los índices de actividad manufacturera y el mercado laboral, pues el desempleo de la Zona Euro ha presentado una tendencia creciente durante el último año y en el mes de agosto alcanzó su máximo histórico con una tasa de 11,4%. Así pues, las dificultades en materia de empleo seguirán siendo la base de las tensiones e inconformidades sociales que incrementan el disenso político y hacen más compleja la actuación de los gobiernos y las instituciones económicas tanto en esta región, como en un amplio grupo de países.

Estados Unidos ofrece un panorama más moderado pero igualmente complejo, donde las *poco ortodoxas* medidas de política monetaria no han logrado situar a la economía en una senda de crecimiento más acelerado, lo cual se manifiesta en una modesta tasa de crecimiento, cercana al 1,7% anual hasta el tercer trimestre del año. Con el paso del tiempo, este sobrio desempeño acota cada vez más la flexibilidad de la política económica, pues las acciones de fomento que se vienen aplicando desde los distintos frentes, durante los últimos cuatro años, pueden perder efectividad al comprometer la estabilidad de la inflación y la sostenibilidad del déficit fiscal, sobretodo, frente a una situación de alto estrés en Europa. La decisión final sobre los recortes al gato público y, en general, sobre el manejo del denominado *abismo fiscal* es un aspecto que concentra la atención y el seguimiento de las autoridades económicas en todo el mundo.

Por su parte la economía china, uno de los motores del consumo mundial, ha logrado amortiguar parcialmente los efectos de la crisis internacional mediante la expansión monetaria y la aplicación de una política comercial agresiva (sancionada por la OMC). No obstante, el crecimiento anual de 7,7% hasta el tercer trimestre del 2012 se sitúa dentro de uno de los escenarios más pesimistas planteados en los primeros meses del año, un resultado que ha afectado la cotización internacional de algunos *commodities* (principalmente metales y minerales) y, por ende, el desempeño de los países que, como Brasil, han basado gran parte de su crecimiento de los últimos años en la mayor exportación de materias primas. Pese a esto, los choques negativos de demanda en los *commodities* han sido contrarrestados por los choques de oferta, igualmente negativos y provenientes de los riesgos y tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África.

Bajo este contexto, empiezan a acotarse los beneficios para América Latina, derivados de la abundante liquidez internacional y de la búsqueda de alternativas de inversión por parte de los inversionistas de los países en crisis. En el caso de la amplia liquidez, las limitaciones pueden provenir de las acciones de política económica dirigidas a mantener el control sobre la inflación y robustecer la aplicación de medidas prudenciales para el desarrollo de la actividad bancaria internacional. En cuanto a la inversión internacional, los cuellos de botella presentes en varios países de la región latinoamericana, en cuanto a capacidad instalada, ambiente de negocios, rigidez del mercado laboral, inseguridad y carencia de infraestructura, pueden empezar a afectar el rendimiento de la masa creciente de inversiones extranjeras, por lo que es probable que el alto crecimiento de la IED no se mantenga en los mismos niveles durante el año 2013.

ECONOMÍA COLOMBIANA: DESACELERACIÓN Y HETEROGENEIDAD SECTORIAL

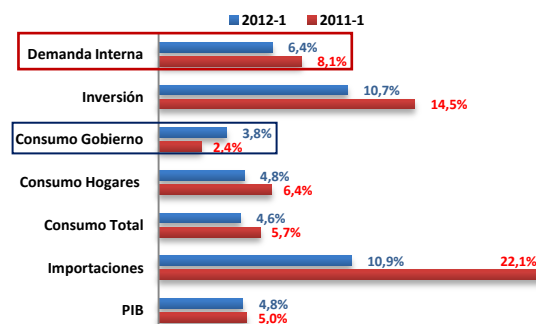
En el primer semestre de 2012 el crecimiento de la economía colombiana fue de 4,8% pero su desempeño para lo que resta de 2012 y 2013 dependerá en gran medida de lo que suceda en el panorama externo donde se concentran los principales riesgos. Ante esto, como lo han manifestado las entidades multilaterales (BID, CEPAL; FMI; Banco Mundial) a través de sus pronósticos de crecimiento, las perspectivas son cada vez más sobrias para los países de la región, puesto que a medida que la crisis coyuntural en Estados Unidos y Europa se ha transformado en un fenómeno estructural que deteriora el dinamismo de los países emergentes, las políticas contracíclicas que se han venido aplicando en algunos países de América Latina empiezan a contar con menores márgenes de maniobra, toda vez que el control de la inflación y la sostenibilidad fiscal siguen siendo los

objetivos centrales de la política monetaria y fiscal, respectivamente.

Pese a que la demanda interna, sostenida por el consumo y la inversión, sigue siendo el principal motor de la economía local con un crecimiento de 6,4% anual en el primer semestre de 2012, es claro que ha venido desacelerándose ya que en 2011 presentaba un incremento de 8,1% (Gráfico 2). **Con excepción del consumo del gobierno, que dio una importante contribución al crecimiento de la producción nacional al pasar de un aumento de 2,4% anual en 2011 a 3,6% en 2012, todos los demás componentes de la demanda se desaceleraron.**

Así, el consumo de los hogares, rubro de mayor participación, registró un incremento anual de 4,8% en la primera mitad de 2012, inferior al 6,4% de 2011, lo que se encuentra íntimamente ligado a la tendencia de menor crecimiento de la cartera de consumo, que pasó de 25,2% hasta septiembre de 2011 a 19,3% en el mismo mes de 2012.

Gráfico 2: Crecimiento Demanda 2012 vs 2011



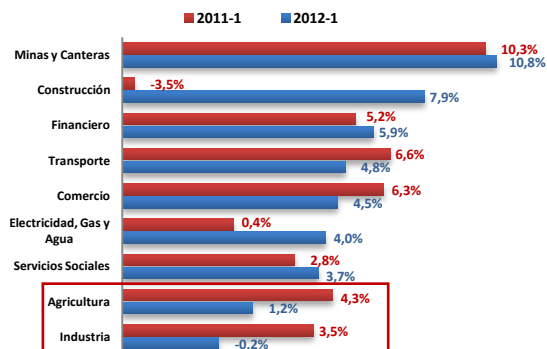
Fuente: Datos DANE. Cuentas Nacionales.
Cálculos: BRC Investor Services SCV.

En tal sentido, la capacidad de la economía nacional para hacer frente a sus desafíos estructurales en 2013, bajo el actual contexto mundial, dependerá en gran medida del uso dado a los recursos provenientes del auge minero-energético (regalías), de la eficacia en la realización de los planes de gobierno (con énfasis en la infraestructura) y, sobretodo, del estado actual de la estructura productiva a escala sectorial que es determinante para mantener el dinamismo en el mercado laboral y, por ende, en el consumo y la demanda interna.

Al respecto es relevante anotar que los resultados de la producción en el primer semestre de 2012 muestran mayor heterogeneidad por el lado de la oferta (Gráfico 3) que por el de la demanda, puesto que es posible

identificar sectores productivos que se contraen, como la industria (-0,2% año corrido), o que crecen a tasas muy inferiores a las de la economía, como la agricultura (1,2%), en contraste con otros que incrementan el valor de su producción a un ritmo muy acelerado, como es el caso de la construcción (7,9%), y minas y canteras (10,8%). Estos dos últimos sectores seguirán siendo claves para el crecimiento de la economía en lo que resta de 2012 y 2013 pues se verán favorecidos por los planes de gobierno (vivienda) y la relativa estabilidad de corto plazo en los precios internacionales de las materias primas.

Gráfico 3: Crecimiento Oferta 2012 vs 2011



Fuente: Datos DANE. Cuentas Nacionales.
Cálculos BRC Investor Services SCV.

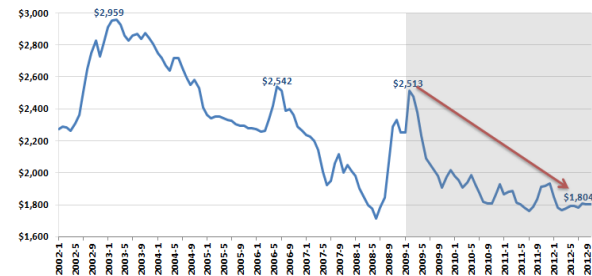
La heterogeneidad a escala sectorial no es más que la expresión del auge minero-energético basado en los altos flujos de inversión extranjera directa (IED) dirigidos al sector y en la favorable cotización de los *commodities*. Esto se ha traducido en una dinámica de cambio en la estructura productiva, donde el sector minero-energético gana participación dentro de la producción y su crecimiento, al tiempo que otros sectores se rezagan en ambas variables.

La mayor concentración en la producción minero-energética podría comprometer la sostenibilidad del crecimiento de la economía colombiana en el largo plazo, puesto que otros sectores como la industria y la agricultura, afectados directamente por el menor consumo mundial y la apreciación de la tasa de cambio, podrían disminuir la generación de empleo y el dinamismo del consumo privado, al tiempo que debilitan la capacidad del país para sortear la volatilidad en el precio de las materias primas y la de sus compañías para enfrentar los retos propuestos por los acuerdos comerciales existentes y en proceso.

Si bien la intervención del Banco de la República mediante la compra de divisas en el mercado cambiario, que hasta el mes de octubre de 2012 alcanzó un valor de US\$3.959

millones, logra reducir la volatilidad del precio de la divisa, más allá de esto puede ser muy complejo revertir una tendencia de revaluación tan marcada en lo que resta de 2012 y 2013 (Gráfico 4), que se relaciona con la abundante entrada de capitales y una mejor percepción de riesgo en las economías de la región en medio de la incertidumbre internacional. Esto último se manifiesta en las recientes emisiones de títulos de deuda pública de Colombia (TES) a tasas de interés históricamente bajas.

Gráfico 4: Comportamiento Tasa de Cambio



Fuente: Datos Banco de la República
Gráfico: BRC Investor Services SCV

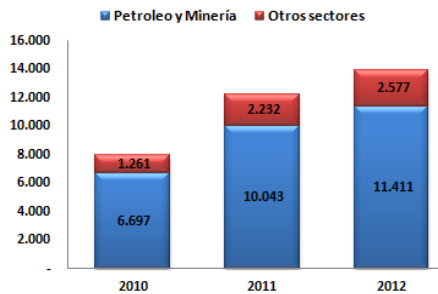
EXPORTACIONES E IED: EN LÍNEA CON LA CONCENTRACIÓN DEL CRECIMIENTO SECTORIAL

La inversión extranjera directa es una de las variables más relevantes para explicar el reciente desempeño de la economía colombiana, puesto que ha fomentado la demanda interna y ha sido central para el desarrollo de proyectos de inversión, principalmente en el sector minero energético, dado que la alta cotización de los *commodities* ha generado los incentivos para ello. Además, a escala de las cuentas externas, el comportamiento de la IED (crecimiento de 58,5% anual en 2011 y de 14% anual hasta el mes de octubre de 2012) ha permitido ampliar la financiación externa y mitigar el creciente déficit de cuenta corriente.

De acuerdo con lo anterior, ante una situación de alto estrés en Europa o Estados Unidos en el año 2013, la reducción de la IED o de su ritmo de expansión, por mayor aversión al riesgo, podría ser uno de los principales mecanismos de transmisión de la crisis, ya que afectaría de forma directa y negativa los resultados de la balanza de pagos, generando presiones sobre el financiamiento externo y el dinamismo de los sectores y compañías que constituyen los principales destinos de dicha inversión en Colombia (Gráfico 5).

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Gráfico 5: Destino IED (año corrido-octubre)



Fuente: Datos Banco de la República
Gráfico: BRC Investor Services SCV

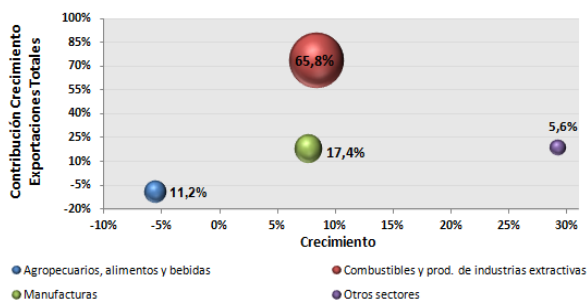
Entre 2009 y 2012 cerca del 84% de la IED se ha dirigido a los sectores de minería y petróleo, lo que demuestra una alta concentración de estos recursos en muy pocos sectores productivos, que son justamente los mismos que impulsan el crecimiento de las exportaciones y finalmente de la economía, por lo que se refuerza la dinámica de menor diversificación productiva.

El menor impulso de la demanda externa se ha transmitido a través de la reducción del crecimiento de las exportaciones que hasta el mes de septiembre de 2012 han presentado una variación anual de 7,5%, significativamente inferior al 43,2% registrado en el mismo periodo de 2011 y al 21,6% de 2010.

En la misma línea que la IED, la composición de las ventas externas (Gráfico 6) muestra un predominio de los bienes primarios como combustibles y productos de industrias extractivas, que tienen una participación del 65,8% y han contribuido con el 73,4% (79% en los últimos 12 meses) del crecimiento total anual de las exportaciones hasta septiembre de 2012.

Gráfico 6: Exportaciones por Grupo de Productos

Tamaño de burbuja: participación grupo en exportaciones totales
Cifras año corrido (septiembre)



Fuente: Datos DANE noviembre de 2012.
Cálculos BRC Investor Services SCV.

En contrapartida los bienes agropecuarios y manufactureros presentan una baja participación dentro de las exportaciones totales, por lo que sus tasas de crecimiento de -5,5% y 7,7%, respectivamente, aportan negativamente o en una baja proporción al crecimiento de las ventas externas. Ante esto no existen bases en el corto plazo para proyectar resultados más optimistas.

De alguna manera, lo anterior revela el grado de exposición de la economía local ante las variaciones internacionales de estas mercancías, que en gran parte se negocian como *commodities* y, como lo sugiere la evidencia empírica, están sujetas a un mayor grado de volatilidad en el largo plazo, en comparación con los bienes manufacturados o de alto contenido tecnológico.

Ahora bien, según la Encuesta Mensual Manufacturera¹, el crecimiento año corrido (septiembre) de la producción real manufacturera sin incluir trilla de café fue de 0,7% anual, inferior al 5,3% anual registrado en el mismo periodo del año anterior. Así, el amplio rezago del crecimiento industrial indica la existencia de dificultades para el sector, que en primera medida se relacionan con la revaluación de la tasa de cambio y el menor dinamismo de la demanda mundial; sin embargo, es probable que los problemas estructurales de la economía colombiana en materia de deficiencia de inversión en el sector, infraestructura, innovación y poca flexibilidad laboral, también tengan un peso importante dentro de dichos resultados y sigan afectando el desempeño industrial durante el año 2013.

SECTOR CORPORATIVO: DESACELERACIÓN Y FINANCIAMIENTO

El sector corporativo en América Latina se ha visto favorecido por el dinamismo de las economías de la región a partir del año 2010, por lo cual no ha experimentado las dificultades, en términos de refinanciamiento y deterioro de indicadores financieros, de las compañías ubicadas en Estados Unidos y Europa.

Además, el impulso de la demanda interna entre 2011 y principios de 2012, sumado a la alta cotización de las materias primas y el emprendimiento de grandes proyectos de infraestructura han favorecido a las empresas más grandes e importantes de la región (sobre todo a las pertenecientes al sector minero-energético y de construcción).

¹ Realizada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas DANE.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

No obstante, los resultados corporativos más recientes de 2012, junto con la contracción de la industria y la moderación del comercio, empiezan a evidenciar un desempeño más sobrio y heterogéneo entre las empresas (coherente con los resultados a escala sectorial), que probablemente se mantendrá en 2013, de acuerdo con la menor demanda externa (desaceleración de exportaciones) y el menor ritmo de crecimiento del consumo, la inversión y la actividad productiva a escala local.

En el caso de Colombia un elemento que fue de gran importancia para mantener el dinamismo de las empresas con presencia local en 2011 y principios de 2012 fue la capacidad de estas para sortear la contracción de la demanda en algunos destinos de exportación y flexibilizar sus procesos productivos, gracias a sus buenos resultados en materia financiera.

Además de lo anterior, teniendo en cuenta que el crédito bancario constituye la principal fuente de financiación de las empresas privadas en Colombia, con una participación de 51% en el año 2011², uno de los factores que mitigó el efecto de la crisis internacional a escala corporativa fue la estabilidad del sistema financiero, pues no se presentó una escasez del crédito comercial, lo que permitió un incremento del endeudamiento, coherente con los mejores indicadores de liquidez y rentabilidad de las compañías en 2011 y principios de 2012.

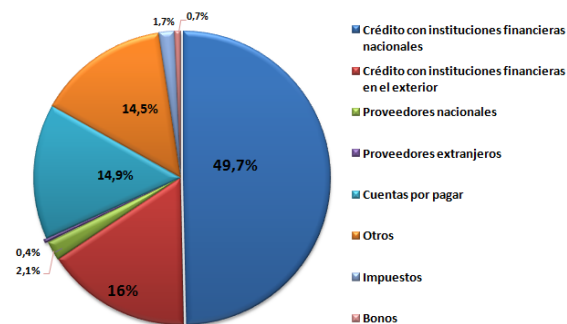
Al mismo tiempo, la importancia de las obligaciones no financieras (proveedores) y la baja participación del crédito bancario en el exterior (2%) dentro de las fuentes de financiación de las compañías en 2011, redujo el riesgo de refinanciamiento al que se encontraron expuestas algunas empresas de Europa y Estados Unidos debido a las dificultades de sus sistemas financieros.

No obstante, la alta dependencia del sector corporativo colombiano de la financiación mediante el crédito bancario hace que frente a una situación de alto estrés en el sistema financiero local, las empresas se vean directamente afectadas a través de un acceso restringido, o a un mayor costo, a su principal fuente de fondeo. En este sentido, las emisiones de deuda son una alternativa favorable que muestra un amplio potencial de crecimiento y múltiples beneficios para las compañías emisoras, sobretodo frente a un panorama de disminución en las tasas de interés que incrementa el apetito de inversión en activos de renta fija.

² Banco de la República. Reporte de Estabilidad Financiera Septiembre 2012.

El análisis de la composición del pasivo de largo plazo de las empresas en 2011 (Gráfico 7) muestra que los bonos tienen una baja participación de 0,7%, que contrasta con la cifra de 66% del crédito bancario (instituciones financieras nacionales y del exterior).

Gráfico 7: Pasivo de Largo Plazo Empresas 2011



Fuente: Banco de la República

En este orden de ideas, el sector corporativo deberá utilizar sus capacidades para avanzar en la diversificación de sus fuentes de fondeo, con el fin de reducir la vulnerabilidad ante las dificultades que pueda experimentar el sector bancario, liberar las posibles presiones de liquidez en el corto plazo y mejorar el calce entre activos y pasivos. Lo anterior permitiría llevar a cabo proyectos de inversión a largo plazo, al tiempo que se intensifica el uso del mercado de capitales por parte de las empresas, brindando mayores alternativas de inversión y de diversificación del riesgo a los inversionistas en el sector real de la economía.