

Manual de pesca de bajura en el Ibex 35, S&P 500 y Euro Stoxx 50

Son fechas para hacer vaticinios, que no se suelen cumplir, pero es inevitable desde Pangea establecer el marco de juego de los principales activos cotizados en el mundo a la hora de establecer los niveles de riesgo y margen de seguridad. Lo que le importa al fondo es intentar comprar barato y lo que se pretende en este documento es fijar zonas de compra donde existe margen de seguridad razonable para un plazo de dos años.

Para quienes no hayan leído la [carta de final de año](#) les muestro la hoja de ruta de 2016 que usa Pangea, que marca las zonas en las que creo que debo actuar. No es, bajo ningún criterio, un brindis al sol de jugar a adivino. Como ven, es del 21/12/2015 y en cada cabecera del índice está su precio ese día. Posteriormente, les propondré el análisis fundamental del S&P 500, Euro Stoxx 50 e Ibex y los niveles en los que, comprando con paciencia en 2016, pueden obtener retornos en un mercado con volatilidad. Básicamente, ir a pescar con ciertas garantías de no mojarse demasiado y no tropezar en alguna piedra. Para los amantes de la pesca, les recomiendo ir al río Urrobi en Navarra, pequeño y escondido, ofrece un paisaje maravilloso para ejercer la paciencia y esperar buenas piezas trucheras.

<p><u>IBEX (9500)</u> BPA 16 (400/715) Rango 9200-10.600 Pérdida 9200 → 8800 ZV1: 10.800 ↓ ZV2: 11.200 ZC2</p>	<p><u>DAX (10780)</u> BPA 16 (810-830) Rango 11500-10.000 ZC segura: 9300 ZV1: 11500 ZV2: 12.000</p>	<p><u>NIKKEI (18916)</u> Rango 17500-20.000 ZV1: 20500 ZV2: 21.200 Potencial caída hasta la zona de 16.000</p>	<p><u>FTSE 100 (6108)</u> 6.400-5800 Rango muy relevante. Si OIL 55\$ → 6700</p>	<p><u>BUND (0,56)</u> Rango 0,45% -0,80% 0,30% REFINACION ↓ 1%</p>
<p><u>EUROSTOXX 50 (3289)</u> BPA 16 (230-240) Rango central 3.100-3500 ZV1: 3650 ZV2: 3800 ZC1: 3000 ZC2: 2850</p>	<p><u>EURO/\$ (1,085)</u> Rango 1,15 - 1,03 Puntaje → 1,20 límite Si PARIDAD VENTA \$</p>	<p><u>SHANGHAI (3642)</u> 3.100 13.400 Rango central. ZV1: 3600 ZV2: 3800 Potencial caída hasta zona 2.850.</p>	<p><u>CAC 40 (4653)</u> Vigilar pérdida de 4300 → 3.900 Rango 4400-4800</p>	<p><u>BONO ESPAÑOL (1,80)</u> Si hay GOBIERNO Rango 1,50-2,0 Si nuevas elecciones → 2,5% → 3,0%</p>
<p><u>SP500 (2006)</u> BPA 16 (109) Rango amplio: 2100-1850 Nuevo máximo: 2200/2300 Pérdida 1850 → 1730 BIG SHORT 2016</p>	<p><u>OIL BRENT (36,3 \$)</u> 35/30 → SUEÑO RELEVANTE Y ZONA DE COMPRA REBOTE HACIA 55\$</p>	<p><u>BOVESPA (43910)</u> SUEÑO RELEVANTE a 42.000-40.000 Si OIL 55\$ → BIG SURPRISE 52.000</p>	<p><u>STOXX 600 OIL (257)</u> Potencial suelo 245 Si OIL 55\$ → 290</p>	<p><u>\$1 YEN (121,40)</u> 125 TECHO Pérdida 119 → a 116 y vuelta a 110.</p>
<p><u>GOLD (1072 \$)</u> POR DESAJUSTO DE 1000\$ PUEDE SER UNA OPCIÓN DE COMPRA RELEVANTE REBOTE A 1300\$</p>	<p><u>RTS RUSIA (768)</u> ZC: 720/740 Si OIL 55\$ → REBOTE A 900</p>	<p><u>STOXX 600 RESOURCES SXP (238)</u> ULTIMA SOPORTE 224 OPORTUNIDAD COMPRA REBOTE A 285-295</p>	<p><u>TIPOS FED</u> 0,75/1% b luego vuelta a QE</p>	<p><u>STOCKS</u> PHAROS (0,28) → 0,60 EON (8,64) → 10,50 RWE (11,39) → 13,80 BARRICK GOLD (7,23) → 10 TELEKOM AUSTRIA (5) → 6,5 ANTOPALASTA (424) → 500 21/12/2015 → 10,48 AM PADILLA 32 MADRID</p>
			<p><u>TIPOS BCE</u> 0%</p>	

En el presente documento se intenta dar luz sobre cómo calcular con margen de seguridad el valor de un índice y no dejarse llevar por la clásica aseveración de que la bolsa está barata de forma permanente o justificar la caída por temas distintos a los fundamentales o mejor dicho a los beneficios.



No especulen con el valor del mercado en base a supuestos de beneficios que no son reales, ya que las bolsas, de forma sistemática lo que hacen es situarse en precios que descuentan beneficios reales a un PER (Price-to-earnings ratio) normalizado con respecto a la media. Si el precio de un índice es el resultado de multiplicar el PER por los beneficios empresariales, los beneficios no son complejos de analizar, pero sí el PER, ya que esta medida, en un mundo de tipos 0%, ha perdido la objetividad que le confería su correlación con los tipos de interés normalizados cuando el mundo no era presa de la deflación y la deuda generada por los bancos centrales.

Es objetivo prioritario hacer ver a los inversores que la bolsa sube o baja por los beneficios y que buscar justificaciones distintas es alimentar titulares de periódicos que provocan que no veamos las oportunidades y amenazas del medio plazo. El estudio racional de los números, que desgraciadamente se están sustituyendo por las grandes sentencias dogmáticas sin contenido numérico, es la mejor arma para no cometer errores financieros graves, asumiendo que hay una parte del riesgo no controlable.

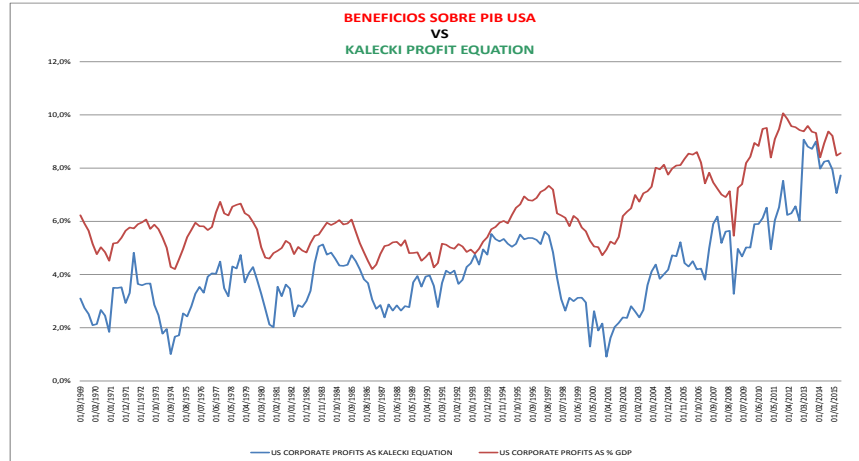
A mis alumnos en ESADE les intento transmitir lo mismo que me enseñaron y es que todo está en los números. Pero sí que hay una cosa que no depende de los mismos, y es la percepción de riesgo que determina el PER. Ahí está el arte de valorar en el siglo XXI de tipos cero y es donde todos los analistas juegan la partida de la excelencia que no es posible alcanzar. El MSCI World está en el mismo nivel que en septiembre de 2013, básicamente porque el beneficio por acción ha sido plano desde entonces. Veamos los principales índices que sigue Pangea para comprobar que el tema de los beneficios es crucial y explica el porqué de mis estimaciones.

Cubrir la zona de los 1.870 puntos del S&P500, comprar en los 1.730 si hay pánico, dar de comer al cisne negro en los 1.570 y, si hay una quinta onda hacia el nivel de los 2.200, comprar la put 1.900.

El final del ciclo de beneficios en Estados Unidos, que de manera tan insistente he estado esperando, se está produciendo y es la razón por las que el S&P 500 lleva dando vueltas sin rumbo desde la primavera de 2014. El proceso de distribución que se está produciendo es notorio y si todavía el mercado ha aguantado en relativo frente a otros índices ha sido por la aportación de muy pocas compañías del sector tecnología.



Un dólar fuerte, una ligera mejora de los salarios y menor crecimiento en emergentes han sido las principales causas del pico de márgenes que a través de la ecuación de Kalecki hemos explicado estos dos años y como pueden ver en el gráfico se ha ido cumpliendo.



Si uno observa la tabla de abajo, aprecia que, pese a que todo el aparato mediático se ha empeñado en mostrar una imagen robusta de los beneficios americanos, estos terminarán 2015 con una caída del 5,9% y por debajo de los 107,30 dólares de 2013. Justo es decir que esa caída, como veremos, se debe, en gran parte, a las petroleras. Pero en lo que más me interesa que se fijen en la siguiente tabla, con los números oficiales del S&P 500, es en que el consenso, como no podría ser de otra forma, siempre se revisa a la baja y es sobreoptimista.

La primera vez que se hizo una estimación del beneficio de 2015 fue en marzo de 2014 y, como pueden ver, estimaron 137,19 dólares y en realidad terminó siendo de 106,38 dólares, lo que supone una caída del 5,9%. Para el ejercicio estimado en 2016, empezamos en marzo de 2015 con 134,75 dólares y la previsión ya es de 125,56 dólares, lo que supone estimar un crecimiento para este año del 18%. La cuestión es saber hasta qué nivel va a bajar ese consenso o si se dan circunstancias excepcionales que justifican que, a pesar de Estados Unidos crece al 3,5% nominalmente se pueda justificar un incremento tan alto de beneficios.

OBSERVATION	Q3,'15	Q4,'15	2015 EST	2016 EST	PRICE	2015 P/E	2016 P/E
31/03/2014	\$34,74	\$36,95	\$137,19		1872,34	13,65	
30/06/2014	\$34,86	\$36,75	\$137,52		1960,23	14,25	
30/09/2014	\$34,28	\$36,43	\$136,07		1972,29	14,49	
31/12/2014	\$33,35	\$34,81	\$130,99		2058,90	15,72	
31/03/2015	\$30,49	\$32,01	\$118,36	\$134,75	2067,89	17,47	15,35
30/06/2015	\$29,75	\$31,49	\$115,47	\$132,36	2063,11	17,87	15,59
30/09/2015	\$28,55	\$30,28	\$110,78	\$129,32	1920,03	17,33	14,85
Current	\$25,44	\$29,00	\$106,38	\$125,56	2043,94	19,21	16,28

ESTIMATES	2015	% Change
12/31/2016	\$125,56	18,0%
12/31/2015	\$106,39	-5,9%
12/31/2014	\$113,01	5,3%
12/31/2013	\$107,30	10,8%
12/31/2012	\$96,82	0,4%
12/31/2011	\$96,44	15,1%
12/31/2010	\$83,77	47,3%
12/31/2009	\$56,86	14,8%
12/31/2008	\$49,51	-40,0%
12/31/2007	\$82,54	-5,9%
12/31/2006	\$87,72	14,7%
12/31/2005	\$76,45	13,0%
31/12/2004	\$67,68	23,8%
31/12/2003	\$54,69	18,8%
12/31/2002	\$46,04	18,5%
12/31/2001	\$38,85	-30,8%
12/31/2000	\$56,13	8,6%
12/31/1999	\$51,68	16,7%
12/31/1998	\$44,27	0,6%
12/31/1997	\$44,01	8,3%
12/31/1996	\$40,63	7,8%
12/31/1995	\$37,70	18,7%
12/31/1994	\$31,75	18,0%
12/31/1993	\$26,90	28,9%
12/31/1992	\$20,87	8,1%
12/31/1991	\$19,30	-14,8%
12/31/1990	\$22,65	-6,9%
12/31/1989	\$24,32	0,8%
12/31/1988	\$24,12	

¿Qué va a suceder para que los beneficios aumenten un 18%, más aún en un escenario en el que el dólar se aprecia respecto a 2015, con crecimiento de salarios y con menor crecimiento esperado para emergentes? Hay algo de truco en un lado y otro. Por una parte, la foto de los resultados de 2015, que los bajistas explotan al máximo, se debe, en gran parte, a la caída del precio del petróleo que ha provocado, tal y como se ve en la siguiente tabla, que el sector de energía registre pérdidas en 2015.

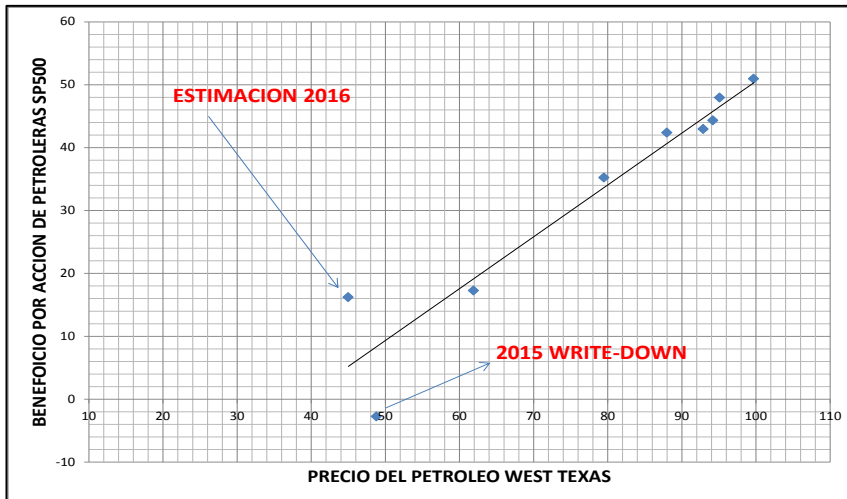
Para 2016, como se ve, gran parte de la estimación de crecimiento del 18% viene por la mejora del sector energía, que pasaría de pérdidas de 2,77 dólares a beneficios de 16,2 dólares, al igual que también es muy relevante la aportación de materiales, que se estima que crezca un 64% después de haber sido muy castigado en 2015 por las dinámicas bajistas de materias primas débiles y dólar fuerte.

INDEX NAME	2008 EPS	2009 EPS	2010 EPS	2011 EPS	2012 EPS	2013 EPS	2014 EPS	2015 EPS	var 15/14	2016 EPS	var 16/15
Operating Earnings Per Share by Economic Sector											
S&P 500	49,51	56,86	83,77	96,44	96,82	107,31	113,01	106,38	-5,9%	125,56	18%
S&P 500 Consumer Discretionary	5,28	10,96	18,2	20,81	22,27	25,12	27,7	30,3	9,4%	34,3	13%
S&P 500 Consumer Staples	17,17	18,36	19,45	21,38	22,59	23,95	24,16	24,38	0,9%	26,03	7%
S&P 500 Energy	50,93	17,26	35,21	47,94	44,3	42,35	42,93	-2,77	-106,5%	16,2	-685%
S&P 500 Financials	-21,24	4,4	14,82	16,23	16,44	21,07	21,96	23,3	6,1%	24,31	4%
S&P 500 Health Care	24,47	26,4	28,9	31,08	31,53	32,43	35,79	40,9	14,3%	52,03	27%
S&P 500 Industrials	21,18	14,22	18,41	20,96	22,28	24,88	26,83	28,26	5,3%	29,95	6%
S&P 500 Information Technology	16,12	17,48	26,25	31,44	32,69	33,58	36,99	38,9	5,2%	45,15	16%
S&P 500 Materials	8,09	7,09	13,33	16,2	14,67	14,04	15,86	11,07	-30,2%	18,16	64%
S&P 500 Telecommunication Services	8,21	7,22	7,36	6,85	3,38	12,31	7,21	11,42	58,4%	12,18	7%
S&P 500 Utilities	12,25	11,5	12,34	12,47	11,97	12,15	13,22	13,67	3,4%	14,36	5%

No es nada fácil estimar el precio medio del petróleo para el próximo año y menos saber si los 16 dólares que se espera de beneficios para el sector es conservador u optimista, pero lo que es obvio es que gran parte de la clave de la estimación de los beneficios del S&P 500 depende de este sector, amén de que el incremento del 13% de consumo discrecional o el 27% de sanidad sea verdad, que tengo mis dudas.

Lo que podemos ver en la siguiente tabla es la relación en los últimos años entre petróleo y beneficios del sector energía y la verdad es que es bastante perfecto, aunque llaman la atención las pérdidas de 2015, que son, probablemente, consecuencia de los ajustes de precio de los inventarios de petróleo. Puede que las petroleras hayan aprovechado el último ejercicio para hacer una limpia absoluta con el objetivo de presentar este año una mejor cara. La cifra estimada para 2016 de 16,2 dólares podríamos compararla con la del año 2009, cuando con 61,9 dólares de media se obtuvo una cifra parecida.

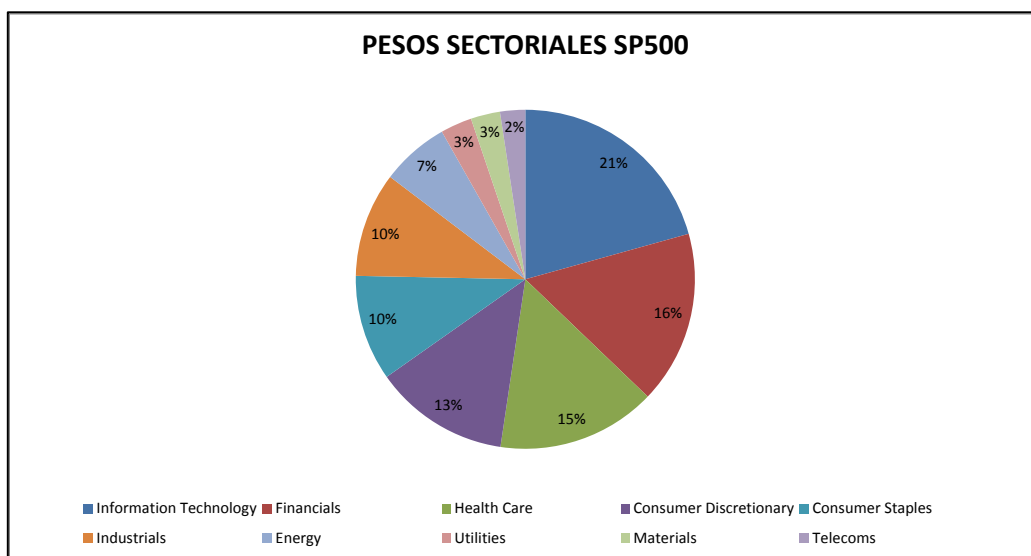
Lo que es obvio es que el escenario positivo para que se produzca dicho resultado pasa por que, al menos, el petróleo esté por encima de 45-50 dólares, frente a los 30 dólares actuales. He de decir que nunca había visto una diferencia tan grande entre el coste marginal de producción, que se sitúa en torno a 65 dólares y el precio spot actual. Por eso creo que no estamos lejos de hacer base en el precio del crudo.



AÑO	PETROLEO WTI	BPA SECTOR OIL
2008	99,7	50,93
2009	61,9	17,26
2010	79,5	35,21
2011	95,1	47,94
2012	94,2	44,3
2013	88	42,35
2014	92,9	42,93
2015	48,8	-2,77
2016 E	45	16,2

Lo que parece claro es que un petróleo en 45-50 puede hacer factible un beneficio del S&P 500 en la zona 117 dólares, nivel que debemos tener muy en cuenta, ya que supondría, a priori, un dólar débil e inflaciones relativamente altas con bajo crecimiento de salarios; situación que, sin duda pondría en jaque la economía americana, aunque el mercado se podría aguantar en zonas altas sin grandes caídas.

Siendo razonable y pensando en los pesos sectoriales del S&P 500, el discurso de que si el petróleo subirá o no, que si el sector materiales subirá o no, se queda en poco relevante, ya que esos dos sectores pesan en conjunto el 10%. La clave, como se puede ver observando los pesos y la tabla de estimaciones sectoriales, radica en que el consumo discrecional crezca en beneficios un 13%, con un peso del 13% y que sanidad suba un 27% en beneficios, con un peso del 15%. Por tanto, creo que el consenso sigue muy optimista, ya que en ninguno se esperan esas tasas de crecimiento teniendo en cuenta la macro.



Sin ser pesimista, pero sin ser alocado optimista, creo que es más prudente, tal y como están el dólar y los emergentes, mantenerse en una estimación de beneficios del S&P500 de 109 dólares (+2,9%). Por tanto, una valoración en la zona de 1.730 puntos sería muy coherente con la media histórica de PER, más que generosa en este mundo deflacionario y endeudado en el que vivimos que no me permite pagar un PER por encima de la media histórica.

Así hemos sacado la valoración, y ahora debemos comprobar dónde está el margen de seguridad si estamos acertados en la estimación de beneficios. En la tabla que incluyo a continuación, he puesto el BPA (beneficio por acción) real de cada año (no el *forward*, que refleja ese optimismo sistémico del consenso) y, tomando los mínimos del S&P 500 para ver cuál es el PER mínimo que cada año toca el índice estadounidense y ver el número de observaciones en el que somos capaces de pescar el mínimo o quedarnos cerca de hacerlo. Como se aprecia, el PER mínimo medio que se toca en un ciclo de 15 años es de 15,7 veces; que, multiplicado por 109 dólares estimados, da un objetivo de mínimo de 1.711 puntos. Pero lo que muestra el modelo es donde mayor número de veces se ha pescado con garantías es entre 16 y 17 veces, que da que entre los 1.743 y los 1.853 encontramos las 'badinas' óptimas de pesca donde depositar la mosca.

AÑO	BPA real	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				MIN SP500		MINIMO SP500 VS MODELO				PER MIN
		14	15	16	17	MIN SP500	MAX SP500	14	15	16	17	
2.000	56,1	786	842	898	954	1.264	1.527	478	422	366	310	22,5
2.001	38,4	537	575	614	652	965	1.373	428	390	351	313	25,2
2.002	46,0	645	691	737	783	776	1.172	131	85	39	-7	16,9
2.003	54,7	766	820	875	930	800	1.111	34	-20	-75	-130	14,6
2.004	67,7	948	1.015	1.083	1.151	1.063	1.213	115	48	-20	-88	15,7
2.005	76,5	1.070	1.147	1.223	1.300	1.137	1.272	67	-10	-86	-163	14,9
2.006	87,7	1.228	1.316	1.404	1.491	1.223	1.427	-5	-93	-181	-268	13,9
2.007	82,5	1.156	1.238	1.321	1.403	1.374	1.565	218	136	53	-29	16,6
2.008	49,5	693	743	792	842	752	1.447	59	9	-40	-90	15,2
2.009	56,9	796	853	910	967	676	1.127	-120	-177	-234	-291	11,9
2.010	83,8	1.173	1.257	1.340	1.424	1.022	1.259	-151	-235	-318	-402	12,2
2.011	96,4	1.350	1.447	1.543	1.639	1.099	1.361	-251	-348	-444	-540	11,4
2.012	96,8	1.355	1.452	1.549	1.646	1.277	1.465	-78	-175	-272	-369	13,2
2.013	107,3	1.502	1.610	1.717	1.824	1.457	1.848	-45	-153	-260	-367	13,6
2.014	113,0	1.582	1.695	1.808	1.921	1.741	2.090	159	46	-67	-180	15,4
2.015	106,4	1.490	1.596	1.702	1.809	1.867	2.135	377	271	165	58	17,5
2.016	109,0	1.526	1.635	1.744	1.853							
Media												15,7

La diáspora de resultados empresariales en Europa y la posibilidad de mejora de márgenes. Proteger la zona de los 2.900 puntos ante una posible revisión a la baja de estimaciones de petroleras y bancos con objetivo final de ciclo entre los 2.700 y los 2.550.

Todas las multinacionales se han beneficiado de las mismas dinámicas globales durante los últimos años (salarios bajos, tipos al 0%, menos impuestos y demanda de emergentes), siendo esta la razón, como he comentado muchas veces, del excepcional comportamiento del capital frente al trabajo.

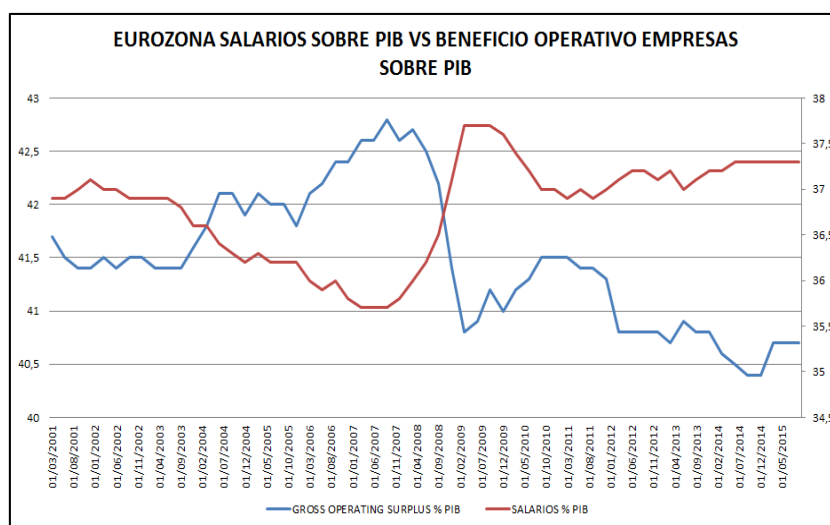
Esta dinámica de beneficios en Europa se ve en el comportamiento del Stoxx 600 ex financieras, que es claramente mejor que el de Euro Stoxx 50: el primero sube un 4,65% desde los máximos de 2007, mientras que el segundo sigue un 37% por debajo de los máximos de ese año. Europa tiene una composición sectorial distinta con un peso importante de bancos y petróleo que provoca que, en términos de PER, exista siempre un descuento frente a Estados Unidos. La bolsa se mueve única y exclusivamente por beneficios y en la siguiente tabla se puede ver esto, llamando la atención la fuerte disparidad de comportamiento de bolsa y beneficios de los distintos sectores.

RELACION ENTRE LA VARIACION DEL PRECIO Y LA VARIACION DE LOS BENEFICIOS										
	Max 07	Hoy	DIF PRECIO 16 VS 07	BPA 07	BPA 17	BPA 16	BPA 15	BPA 17/16	DIF BPA 16 VS 07	DIF BPA 17 VS 07
Eurostoxx 50	4.572,0	2.880,0	-37,0%	344,0	260,0	233,0	152,0	11,6%	-32,3%	-24,4%
Stoxx 600	401,0	322,0	-19,7%	29,2	26,3	23,4	15,6	12%	-19,7%	-9,7%
Autos	418,5	527,3	26,0%	32,1	65,8	58,8	45,8	12%	83,2%	105,0%
Qumicas	498,9	784,5	57,2%	29,1	56,8	51,9	40,8	9%	78,3%	95,2%
Alimentacion	337,3	633,5	87,8%	16,4	32,0	29,6	26,6	8%	80,6%	94,9%
Telecoms	391,1	340,7	-12,9%	20,2	20,0	17,7	8,5	13%	-12,4%	-1,1%
Retail	385,5	322,6	-16,3%	22,1	20,9	18,6	1,2	12%	-15,8%	-5,6%
Seguros	305,1	274,7	-9,9%	26,4	25,1	21,7	20,3	16%	-17,9%	-5,0%
Farma	471,7	783,0	66,0%	23,1	47,6	43,7	36,6	9%	89,1%	106,4%
Petroleras	472,7	253,9	-46,3%	38,8	23,0	17,6	-5,7	31%	-54,6%	-40,6%
Recursos Basicos	803,0	233,3	-71,0%	52,1	20,8	14,6	-4,4	42%	-71,9%	-60,2%
Tecnologia	354,7	343,9	-3,0%	13,6	21,5	19,0	12,4	13%	39,9%	58,1%
Electricas	563,7	298,0	-47,1%	35,4	21,7	20,9	3,9	4%	-41,0%	-38,6%
Bancos	541,3	176,4	-67,4%	47,2	20,3	17,8	10,9	14%	-62,3%	-57,1%

Como se ve, la relación entre la variación de precio en bolsa y la de beneficios es la clave del comportamiento de los mercados, por mucho que la prensa y las teles quieran encontrarle otra explicación kafkiano-espacial. Se ve que el sector financiero sigue siendo un lastre enorme al igual que mineras, eléctricas y petroleras. Todos los sectores mencionados sufren de manera notable cuando el dólar sube y bajan las materias primas, o en el caso de las eléctricas que refleja el caso de las alemanas cuyas tarifas han colapsado por la caída del carbón.

El sector bancario, en términos absolutos de beneficios, no está tan lejos de las cifras de 2007, pero en términos de BPA está a años luz por las masivas ampliaciones de capital, para volver a niveles de BPA de 2007 habrá una muy larga espera. Un inversor que compre Europa debe hacerlo porque crea que el dólar va a depreciarse. De lo contrario dichos sectores seguirán generando un ciclo de beneficios débil. El resto, que se han comportado como auténticas estrellas, están, por valoración y por beneficios, con un margen de seguridad muy bajo, cerca de pico.

Es un clásico argumentar que Europa tiene mucha capacidad de mejora vía márgenes y comparto el argumento, pero para que eso se produzca es necesario que tanto Francia como Italia hagan una ajuste de coste laborales, al menos parecido, al que han hecho España y Alemania en el ciclo anterior, lo que supondrá una alegría para la bolsa de esos países, pero no para la economía real, donde el consumo privado se vería resentido.



Es contraintuitivo, pero el Euro Stoxx 50 necesita un dólar débil para poder mostrar una mejora sustancial de beneficios y esto conllevaría un empeoramiento global de las exportaciones europeas y volver a ritmos de crecimiento de PIB más cercanos al 1% que al 1,5% estimado.

AÑO	BPA real	PER (Price Earnings Ratio)			EUROSTOX 50		MINIMO SX5E VS MODELO			PER MINIMO
		12	13	14	MINIMO	MAXIMO	12	13	14	
2.003	143	1.718	1.861	2.004	1.850	2.761	132	-11	-154	13
2.004	233	2.794	3.027	3.260	2.580	2.960	-214	-447	-680	11
2.005	281	3.366	3.647	3.927	2.924	3.616	-442	-723	-1.003	10
2.006	311	3.737	4.049	4.360	3.408	4.141	-329	-641	-952	11
2.007	346	4.154	4.501	4.847	3.906	4.558	-248	-594	-941	11
2.008	148	1.781	1.929	2.077	2.166	4.399	385	237	88	15
2.009	194	2.333	2.527	2.722	1.810	2.992	-523	-717	-912	9
2.010	248	2.975	3.223	3.471	2.489	3.018	-487	-735	-983	10
2.011	174	2.088	2.262	2.436	1.995	3.068	-93	-267	-441	11
2.012	163	1.955	2.118	2.280	2.069	2.660	114	-49	-212	13
2.013	141	1.695	1.837	1.978	2.511	3.111	816	674	533	18
2.014	166	1.992	2.158	2.324	2.875	3.315	883	717	551	17
2.015	152	1.828	1.981	2.133	3.008	3.828	1.180	1.027	875	20
2.016	238	2.856	3.094	3.332						
Media							85	-108	-301	13,0

En 2015, el lastre de las petroleras ha hecho, como ha ocurrido en el S&P 500, que el Euro Stoxx 50 mostrará un débil comportamiento de los beneficios, que en 2014 habían girado al alza después de tocar los mínimos en 2013. Para 2016, la estimación de 238 puntos podría ser revisada a la baja otra vez por las petroleras, -20% desde la última revisión. Pero creo que, simplemente por la mejora de bancos y la ausencia de pérdidas de las petroleras, se puede justificar la zona de 225-230, donde, aplicando el PER medio, resulta en una posibilidad de pesca en la zona de los 2.925-2.990 puntos para el Euro Stoxx 50.

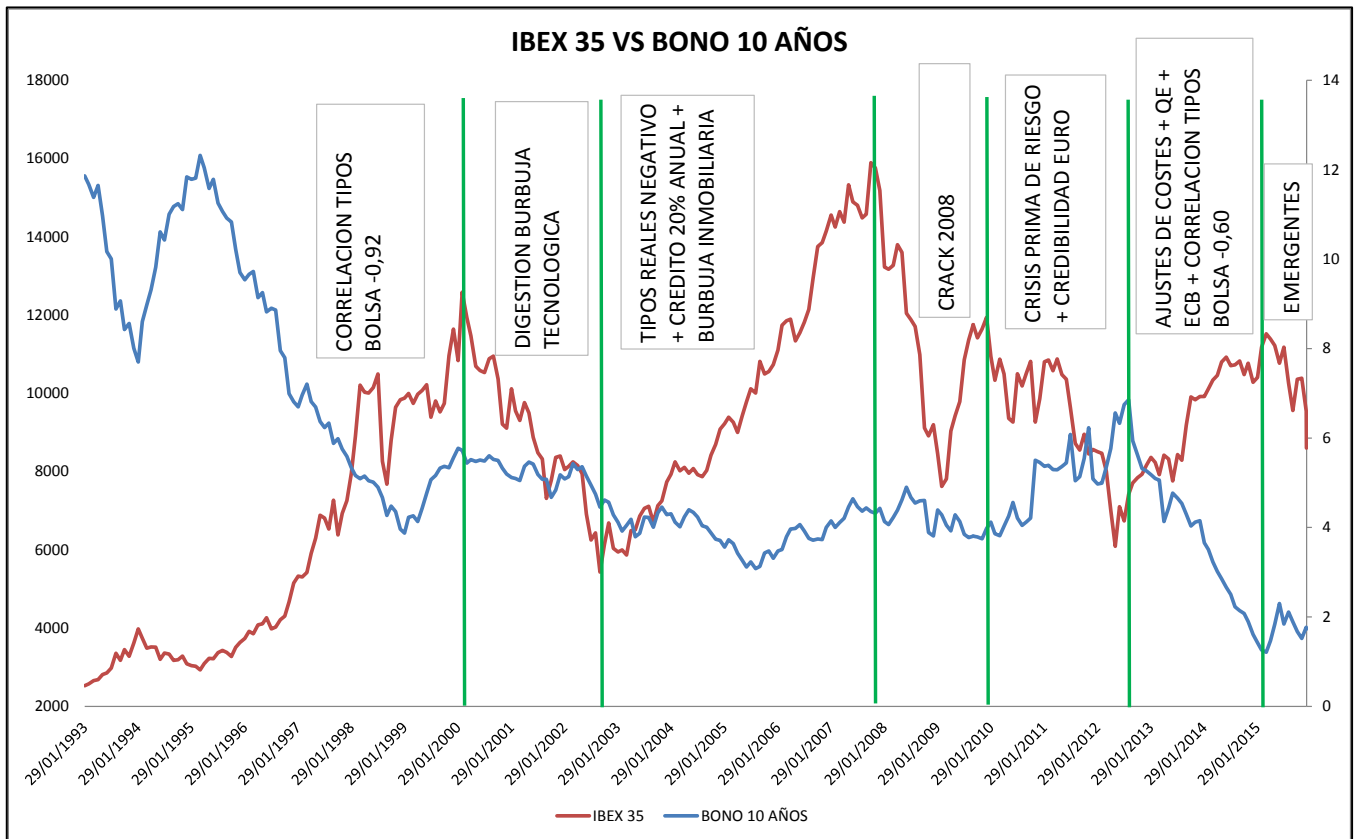
Una vuelta a la euforia, en un escenario de QE europeo masivo, podría elevar la valoración hacia la zona de 3.250. Existe recuperación clara de beneficios como se observa en la tabla anterior, pero las valoraciones dan para lo que dan, y desde el punto de vista técnico el suelo de la caída que lleva el Euro Stoxx desde los máximos de 3.836 de abril de 2015 se sitúa en la zona de 2.750-2.850, nivel en el que se puede pescar con margen de seguridad.

Para los que les parezcan bajas mis estimaciones les recuerdo que miren bien la tabla de beneficios sectoriales y verán que el consenso es más que generoso con los bancos y las petroleras, y no se puede tildar de pesimista, otra cosa es que yo no puedo pagar 15x por bancos que no generan un ROE de más del 10% y no se puede pagar más de PER 10 por petroleras cuyo coste marginal de producción está en la zona de 65 dólares con el petróleo en 30 dólares.

La italianización de la política en España y la potencialidad del Ibex. El final del ciclo de provisiones de BBVA y Santander marcarán la potencialidad de los beneficios de España en un proceso de normalización de PER.

El perfil de riesgo en España ha cambiado de forma clara y estamos a la espera del primer intento de formar gobierno. Es obvio que entramos en un periodo nuevo que algo de crecimiento traerá, pero no es una situación desconocida en otros países de Europa como Italia. Nuestros primos hermanos, desde el 2000 han visto desfilar a siete ejecutivos (una media de 2,2 años por cada uno). El Ibex y España son dos cosas muy distintas. Igual que no es correcto correlacionar el Ibex con los crecimientos de PIB del 3,5%, tampoco es correcto echarse a correr

por la posibilidad de una gran coalición de izquierdas de corte republicano. Y es que nos guste o no, el Ibex va a su aire y en el periodo actual correlaciona con la evolución de las divisas emergentes latinoamericanas y con la economía mundial. En el siguiente cuadro se aprecia con qué variables ha ido correlacionando nuestro índice, que se caracteriza por ser estrecho en número de valores y poco diversificado.



Del periodo 1993 hasta el pico de la burbuja tecnológica en 2000, la correlación clásica de tipos y bolsa (bolsa sube cuando tipos bajan y viceversa) funcionó perfectamente, como en casi todos los índices mundiales, con un coeficiente de correlación de -0,92. Desde el 2000 hasta ahora el coeficiente de correlación ha bajado al -0,30 y solo en el periodo de crisis de prima de riesgo y bajada de tipos por el BCE subió a cifras cercanas a -0,75. Desde el máximo de 2015 la correlación se ha ido a cero y es ahora cuando la correlación con el real brasileño y Bovespa (Índice Bolsa de Brasil) se ha ido a +0,89.

Desde que el tipo a 10 años bajó del 3%, la correlación bolsa-tipos de interés pasó al -0,056, es decir nada; haciendo que la obtención del PER se convierta en un auténtico arte y que dependa mucho más de la percepción global de riesgo a nivel mundial, aquí es donde entra la política, la Fed, la guerra de divisas, Brasil, la triple burbuja de China, la deflación y todo lo que quieran.

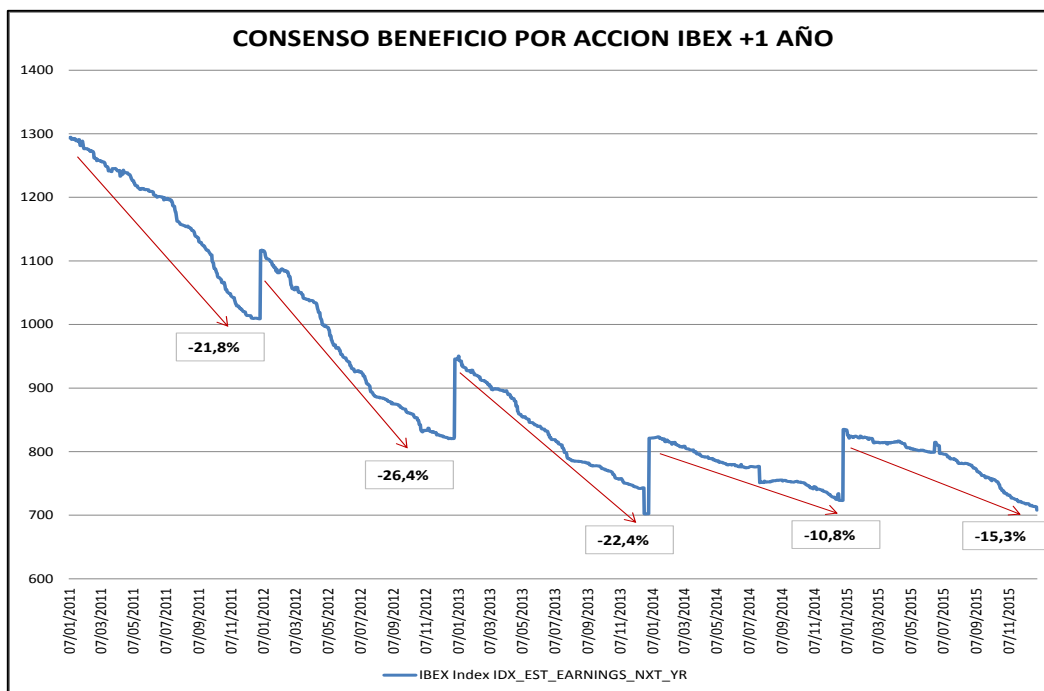
El caso de España y su Ibex es muy agradecido desde el punto de vista de valoración, ya que muy pocas compañías explican el comportamiento del índice. Hay que empezar por estimar los beneficios compañía a compañía para los próximos doce meses para poder determinar el BPA (beneficio por acción) que luego será multiplicado por un PER para estimar el valor de mercado del índice.

CODIGO	MKT CAP	PRECIO	ACCIONES IBEX	BENEFICIOS 2016	CONTRIBUCION	CONTRIBUCION BPA
SAN-ES	59.311	4,11	14.434	7.200	21,08%	143,9
ITX-ES	54.679	29,24	1.870	3.300	5,80%	39,6
TEF-ES	46.349	9,32	4.975	3.500	10,25%	70,0
IBE-ES	39.548	6,24	6.337	2.500	7,32%	50,0
BBVA-ES	39.091	6,14	6.367	4.200	12,29%	83,9
AMS-ES	16.816	38,32	439	750	2,20%	15,0
IAG-ES	15.256	7,48	2.040	2.100	6,19%	42,3
FER-ES	14.026	19,16	732	550	1,61%	11,0
CABK-ES	13.596	2,92	4.659	1.600	3,75%	25,6
ABE-ES	12.394	13,14	943	750	2,20%	15,0
REP-ES	12.696	9,07	1.400	300	0,88%	6,0
GAS-ES	10.528	17,54	600	1.550	2,72%	18,6
REE-ES	9.998	73,91	135	670	1,96%	13,4
AENA-ES	9.108	101,20	90	850	1,49%	10,2
GRF-ES	8.384	19,68	426	620	1,12%	7,7
SAB-ES	8.822	1,62	5.439	900	2,63%	18,0
ACS-ES	7.371	23,43	315	700	2,05%	14,0
ELE-ES	7.507	17,73	424	1.250	1,46%	10,0
BKIA-ES	6.834	0,99	6.910	1.100	1,93%	13,2
ENG-ES	6.115	25,62	239	420	1,23%	8,4
POP-ES	5.679	2,62	2.165	600	1,76%	12,0
BKT-ES	5.489	6,11	899	450	1,32%	9,0
GAM-ES	4.098	14,68	279	220	0,64%	4,4
MAP-ES	3.906	2,11	1.848	800	1,41%	9,6
MRL-ES	3.288	10,18	323	300	0,88%	6,0
ANA-ES	3.426	74,79	46	200	0,47%	3,2
TL5-ES	3.367	9,19	366	220	0,64%	4,4
DIA-ES	3.054	4,91	622	270	0,79%	5,4
ACX-ES	1.724	8,08	213	150	0,35%	2,4
TRE-ES	1.779	31,82	56	140	0,41%	2,8
FCC-ES	1.519	7,29	208	100	0,23%	1,6
MTS-ES	1.024	3,28	312	-80	-0,04%	-0,3
IDR-ES	1.194	9,09	131	100	0,23%	1,6
SCYR-ES	840	1,62	517	140	0,41%	2,8
OHL-ES	855	4,77	179	190	0,33%	2,3
TOTAL BPA						682,8

Como se puede ver en el cuadro de arriba, la clave para determinar el BPA del Ibex es acertar en los diez primeros valores, que son los que más contribuyen. Con respecto a mi estimación de finales de 2015 y que reflejo en la hoja de ruta de 2016, he bajado la estimación de 700 a 683 (el consenso es 698) para reflejar la caída del petróleo y la de los beneficios de Repsol desde 1.000 millones hasta apenas 300, asumiendo un crudo a 40 dólares.

Si son seguidores de las compañías del Ibex y leen sus memorias y presentaciones podrán ver que esta estimación de beneficios realizada no es para nada pesimista y es claramente superior a los resultados de 2015 -solo falta por conocer el último trimestre-. Quizás el problema del Ibex es que el consenso ha sido de forma continuada muy optimista para justificar una valoración que no era muy racional. Como se ve en la siguiente tabla, las estimaciones de BPA han sido rebajadas todos los años.

Pueden comprobar cómo en 2015 se esperaban 815 puntos. Si en ese momento lo multiplicabas por PER 14 (por encima de la media histórica al no haber inversión alternativa y aceptar la barra libre de liquidez), la valoración del Ibex se iba a 11.400, cuando en realidad los beneficios están en 698 (consenso) y con un PER medio de 12,8x tenemos una valoración de 8.940, no lejos de los 8.400 en los que cotiza días antes de cerrar este documento.



Tal y como he hecho en otros índices vamos a ver qué PER mínimo medio hace el Ibex cada año, en función del beneficio real que cada año se obtiene sin meter el sesgo de los beneficios estimados a doce meses, es decir, utilizamos beneficios reales y no estimaciones.

AÑO	BPA real	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				PRECIO IBEX		MINIMO IBEX 35 VS MODELO				PER MINIMO
		11	12	13	14	MINIMO	MAXIMO	11	12	13	14	
2.000	342	3.767	4.109	4.452	4.794	8.884	12.816	5.117	4.775	4.432	4.090	25,9
2.001	599	6.590	7.189	7.788	8.387	6.498	10.132	-92	-691	-1.290	-1.889	10,8
2.002	216	2.381	2.597	2.814	3.030	5.364	8.554	2.983	2.767	2.550	2.334	24,8
2.003	550	6.052	6.602	7.152	7.703	5.452	7.760	-600	-1.150	-1.700	-2.251	9,9
2.004	799	8.791	9.590	10.389	11.189	7.578	9.100	-1.213	-2.012	-2.811	-3.611	9,5
2.005	1.014	11.154	12.168	13.182	14.196	8.945	10.919	-2.209	-3.223	-4.237	-5.251	8,8
2.006	946	10.403	11.348	12.294	13.240	10.665	14.387	262	-683	-1.629	-2.575	11,3
2.007	1.304	14.344	15.648	16.952	18.256	13.602	15.945	-742	-2.046	-3.350	-4.654	10,4
2.008	1.118	12.298	13.416	14.534	15.652	7.905	15.002	-4.393	-5.511	-6.629	-7.747	7,1
2.009	1.085	11.935	13.020	14.105	15.190	6.817	12.035	-5.118	-6.203	-7.288	-8.373	6,3
2.010	1.315	14.465	15.780	17.095	18.410	8.669	12.222	-5.796	-7.111	-8.426	-9.741	6,6
2.011	825	9.075	9.900	10.725	11.550	7.640	11.113	-1.435	-2.260	-3.085	-3.910	9,3
2.012	389	4.279	4.668	5.057	5.446	5.956	8.902	1.677	1.288	899	510	15,3
2.013	565	6.215	6.780	7.345	7.910	7.553	10.037	1.338	773	208	-357	13,4
2.014	544	5.984	6.528	7.072	7.616	9.669	11.187	3.685	3.141	2.597	2.053	17,8
2.015	514	5.654	6.168	6.682	7.196	9.291	11.866	3.637	3.123	2.609	2.095	18,1
2.016	683	7.513	8.196	8.879	9.562							
2.017	750	8.250	9.000	9.750	10.500							
Media												12,8



Para 2016 y teniendo en cuenta el PER medio de 12,8, un suelo en la zona de 8.196-8.879 sería la óptima de pesca para el Ibex teniendo en cuenta la estimación de beneficios. La volatilidad de PER en este modelo de Ibex en comparación con otros índices es muy superior por la concentración en pocos sectores y valores y la volatilidad de los resultados bancarios. Para 2017, si los beneficios son reales, el suelo de mercado estaría en torno a los 9.000-9.750 puntos.

Miren la tabla anterior con detenimiento y vean que si el Ibex a 8.400 está en el mismo nivel que hace tres años se puede explicar porque el BPA en tres años ha progresado poco. Por otro lado, fíjense que lo que estoy estimando en términos de BPA es un cambio de tendencia importante y que la potencialidad del Ibex es relevante siempre que los bancos dejen de hacer ampliaciones de capital y reduzcan el ciclo de provisiones.

Otra de los elementos importantes de la valoración del Ibex es el PER al que debe cotizar, existen múltiples discusiones al respecto, o mejor, yo le llamo prostituciones al modelo para adecuarlo a un error anterior cometido en la compra o venta de un índice. Me refiero a la tradicional aplicación del PER basado en beneficios reales aplicándolo a los beneficios a 12 e incluso 24 meses. Como creo que, más o menos, ha quedado demostrado, el mercado siempre acaba pasando cerca del PER medio (percepción de riesgo medio) con beneficios reales.

Las fuertes caídas de los bancos y Repsol han hecho que en las últimas revisiones Iberia, Ferrovial y Amadeus ganen peso considerable, Inditex silenciosamente lleva camino de ser la número uno y Repsol baja al puesto número 10. Para analizar el PER que debemos aplicar a los beneficios en el Ibex he hecho la siguiente tabla, en la que, en función del peso en el índice de cada una de las compañías intento aplicar un PER teniendo en cuenta la percepción de riesgo.

Los bancos cotizan de media a PER 10 con un ROE del 10%, Inditex merece con su calidad multiplicadores más elevados y para el resto del Ibex que pesa el 28,9% le aplicamos un PER base generoso de 14 veces. Lo que se ve es que por composición sectorial el PER BASE del Ibex es de 12,6 veces, el PER ALCISTA de 14,8 veces y el PER BAJISTA de 10,9 veces; aplicado a los beneficios estimados de 2016, 2017 y 2018 nos dan los distintos rangos de precios que aparecen en la tabla y que cuadran muy bien con los modelos anteriores.

COMPAÑÍA	PESO %	PER BAJISTA	PER BASE	PER ALCISTA	CONTRIBUCION A PER EN FUNCION DE PESO		
Banco Santander SA	13,45	9	10	12	1,2	1,3	1,6
Industria de Diseno Textil SA	12,53	15	17	20	1,9	2,1	2,5
Telefonica SA	10,65	8	10	12	0,9	1,1	1,3
Iberdrola SA	9,10	11	13	15	1,0	1,2	1,4
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	8,76	9	10	12	0,8	0,9	1,1
Amadeus IT Holding SA	3,78	13	15	17	0,5	0,6	0,6
International Consolidated Airlines Grou	3,45	8	10	12	0,3	0,3	0,4
Ferrovial SA	3,34	12	14	16	0,4	0,5	0,5
CaixaBank SA	3,12	9	10	12	0,3	0,3	0,4
Repsol SA	2,88	7	9	12	0,2	0,3	0,3
		TOTAL PER IBEX 10			7,4	8,6	10,1
Total Ibex 10	71,07						
Resto Ibex	28,93	12	14	16	3,5	4,1	4,6
TOTAL IBEX	100	TOTAL PER RESTO IBEX 35			10,9	12,6	14,8
IBEX 2016 BENEFICIO POR ACCION	693	PRECIO IBEX = PER * BPA			7.522	8.733	10.225
IBEX 2017 BENEFICIO POR ACCION	750				8.141	9.451	11.066
IBEX POTENCIAL 2018	820				8.901	10.333	12.099

El Ibex tiene una potencialidad muy importante a tres años o, mejor dicho, una base de beneficios en la zona de los 600-630 puntos muy estable, ya que a pesar de que los bancos no dejen de provisionar y el petróleo siga a 30 dólares, es complicado que el BPA baje de esos niveles. Por el contrario, si Santander se fuera a beneficios de 8.000 millones de euros; BBVA, cerca de los 5.000 millones y Telefónica se estabilizará en los 4.000 millones de euros, llegar a 750 puntos de BPA no sería difícil, por lo que el rango de 9.500-11.000 podría darse, siempre que el riesgo político no nos haga ver el cisne negro del Ibex que puede darse en los 7.500 puntos: ahí sí que España pasaría ser una oportunidad de libro.



El hombro-cabeza-hombro de 2011-2013 llevó al Ibex hacia la zona de los 12.000 y desde entonces ha caído un 35% por no haber conseguido esos beneficios optimistas del consenso y la vuelta a PER normalizado. La zona 8.500-8.200 es un soporte muy relevante, cuya pérdida provocaría un pánico que llevaría a los 7.500 puntos. Por arriba, 9.400 es ahora una resistencia relevante que abriría las puertas de los 10.200. Para los amantes de la teoría de huecos, el índice ha dejado uno en los 9.550, que va ser una zona de pivote muy relevante.

Espero que disfruten tanto como yo del noble arte incierto de valorar activos, es siempre apasionante buscar la subjetividad del PER en un mundo nuevo que se rige bajo parámetros monetarios distintos.

La destrucción del valor del dinero aplicado a la prima de riesgo

Mi última reflexión no es sencilla, pero la dejo de simiente para otro Pangea Insight. Hemos visto que el bono a diez años ha dejado de ser la referencia para calcular el PER de la bolsa utilizando un diferencial de 200 puntos básicos de prima de riesgo. Es decir, si el bono estaba al 4%, a la bolsa le exigíamos un 6% y la inversa de 6 es un PER implícito de 16,6 veces. Cuando el mundo empieza a acumular deuda y los tipos bajan del 3%, el tipo de interés que hace que ese diferencial siga en 200 puntos básicos es el de los tipos Corporate BAA de Moody's (Modelo de la Fed2 propuesto por profesor Yardeni). Hoy en día el tipo de interés que con el PER de la bolsa hace las funciones de mantener ese riesgo global es los tipos de los *high yield*. Para mí la conclusión es clara, a medida que creamos más dinero el valor de este tiende a bajar y la calidad del activo subyacente baja. Por eso ahora debemos comparar con más riesgo denominado en la renta fija de peor calidad.

Muchos me preguntan por qué no soy capaz de expandir el PER ya que los tipos están al 0%. Mi respuesta es que las condiciones globales macro y de estrategia no dan para ello. Les dejo las razones que dije en octubre de 2014, hace ya más de un año y tres meses, para no expandir el riesgo y creo que hoy son más que válidas.

- Bajo crecimiento con deflación a pesar de agotar políticas monetarias
- Deuda sobre deuda hace ganar tiempo pero no genera crecimiento
- Salida de Deuda = Austeridad o Default o Represión Financiera
- Guerra de divisas como solución aboca a la deflación
- Tipos ultra bajos por un periodo de tiempo “napoleónico”. Nominal vs Real
- La caída de las balanzas por cuenta corriente agudiza la guerra de divisas
- Diferencia entre países con “printing money” y “no fiat curency”
- Japon “quiebra técnica” con “happy deflation” + 24 años sin crecer = COMA
- USA objetivo cumplido pero demanda interna con salarios drena beneficios
- El final del ciclo de beneficios del SP500 y la “re-entrada en QE”
- QE + Euro débil + Oil < 90\$ hace ganar tiempo en un escenario de bajo PIB
- Las Europa reformistas y el caso de Francia e Italia
- El ahorro de Europa pero la deuda limita el crecimiento
- Ciclo de beneficios en Europa vs demanda interna
- España o lo que quedará de ella
- La perdida de competitividad de China y su nuevo proceso de devaluación
- El nuevo paradigma es el envejecimiento poblacional con tipos bajos
- Represión financiera e ilusión monetaria vs Expansión del riesgo
- Buscando felicidad desde el 5% al 2%.
- Valores para batir un entorno de tipos “0%/2%”
- Oro sigue siendo un activo razonable para protegerse

Como pueden ver la macro es un buen instrumento para valorar el riesgo y da señales de vigilancia muy importantes.

Un saludo,

Alberto Espelosín