

The most important graph

Como cada final de julio les propongo alguna reflexión para el verano, para no atrofiar el cerebro y tener algo en la mente, que nunca viene mal. Para pena de mis lectores, será un documento breve, como conciso es mi pensamiento. Ahora que el S&P500 ha alcanzado, una vez más, un máximo histórico, y sigo vivo con mi clásica cobertura, me encuentro en buena disposición para poderle sacar partido a esa posición, ya que creo que antes de final de año lo veremos con el dígito 19. Por el contrario, el Euro Stoxx 50 presenta un escenario muy distinto, muy alejado de los máximos, en gran parte por la alta ponderación -del 20%- del sector financiero y de seguros, que han tenido una caída del 45% y 29%, respectivamente.

La recuperación de ambos es clave para que el gráfico que va a ocupar mi cerebro todo el verano se decante por el lado del bien o del mal, o se quede en su rectángulo. Hacía años que no veía una situación tan curiosa de divergencia entre Europa y Estados Unidos: uno en máximos cerca de la irracionalidad y otro cerca del infierno, intentando hacer un suelo relevante, que puede estar próximo o no. A la pregunta clásica que todos los inversores nos hacen de cómo será el verano, la respuesta es que no tengo ni idea. Sí sé que mis ojos solo se fijarán en si el rectángulo del Euro Stoxx se mantiene o no.



Antes de seguir, tengan claro que aquí no hablan los gráficos, sino que lo hacen los fundamentales reflejados en la evolución de los beneficios por acción y las expectativas para los próximos años. Si el Euro Stoxx 50 está donde está, en comparación con el S&P 500, no es solo por su composición sectorial, se debe también a que la tendencia de beneficios ha sido muy débil, mientras que el índice estadounidense ha visto cómo crecían de manera constante desde los 54 dólares de 2008 hasta los 109,5 dólares de 2015. Invertir en el rango de los 3.150-2.680 puntos es, por el momento, la mejor opción. Y la resolución final del

rectángulo vendrá determinada por el hecho de si, por fin, el beneficio por acción (BPA) del Euro Stoxx da el cambio que debe dar, si, y solo sí, se acaba el ciclo de provisiones de la banca y se reducen las ampliaciones de capital.

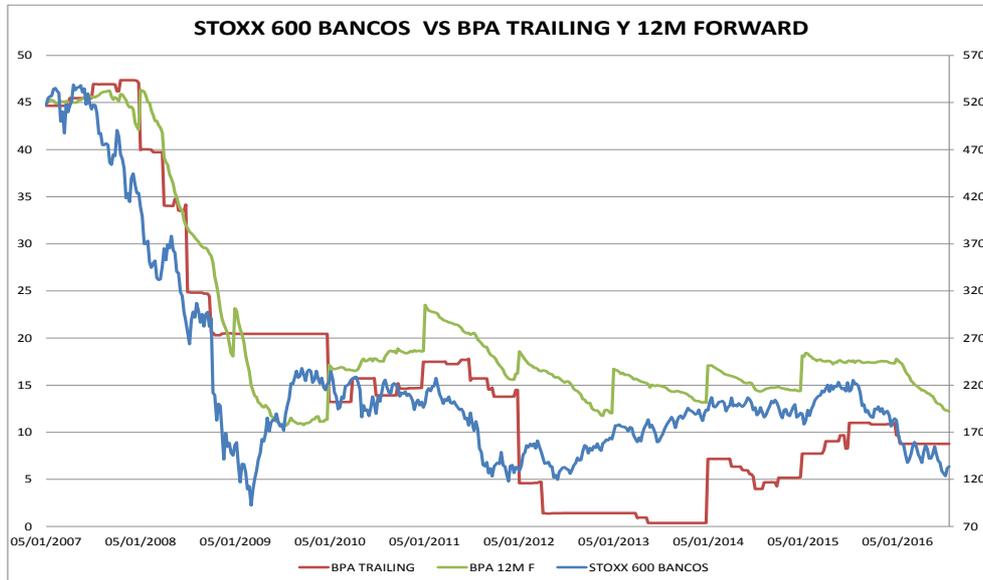
Como aprecia en la siguiente tabla, en 2015 el beneficio por acción del Euro Stoxx 50 volvió a caer hasta los 143 puntos por el efecto, en gran parte, de las provisiones de bancos y petroleras. Si la estimación de 2016 es real, el mínimo de este año marcado en los 2.678 podría ser válido y, mirando a un año vista, la zona del rectángulo que veíamos en el gráfico anterior se podría romper, si se alcanzan 240 puntos de BPA, cifra parecida a la de 2010.

AÑO	BPA real	PER (Price Earnings Ratio)			EUROSTOX 500		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	232	2.784	3.016	3.248	2.580	2.960	-204	-436	-668	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	143	1.716	1.859	2.002	2.973	3.828	1.257	1.114	971	21
2.016	214	2.568	2.782	2.996	2.678	3.266	110	-104	-318	13
2.017	240	2.880	3.120	3.360						
Media							92	-101	-295	13,1

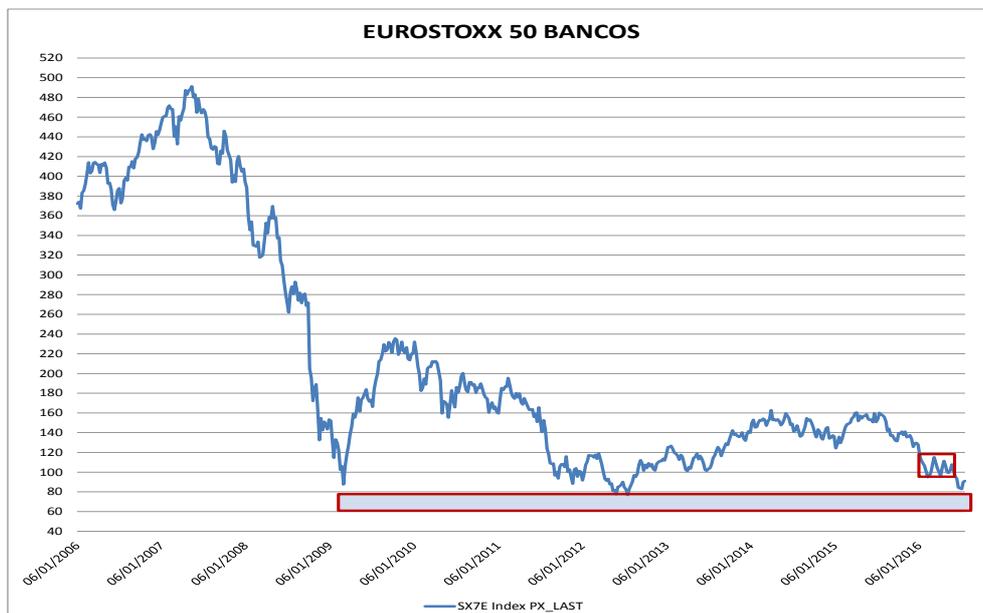
También existe la posibilidad de que el sector financiero continúe siendo presa de mayores provisiones, bien por la parte de la banca italiana o como consecuencia de la diversificación en emergentes de algunas de las grandes entidades. Si los niveles de provisiones del sector se revisan al alza, las probabilidades de que las revisiones de BPA se agudicen en la segunda parte del año son muy altas (hacia los 185 y 210 puntos). De esta forma, las estimaciones provocarían que el escenario del rectángulo se pudiera girar a la baja y abrir la puerta al nivel de los 2.350 puntos, donde el exceso de pánico y la última vuelta de tuerca de la cuenta de resultados de la banca, darían una oportunidad muy razonable de compra.

AÑO	BPA real	PER (Price Earnings Ratio)			EUROSTOX 500		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	232	2.784	3.016	3.248	2.580	2.960	-204	-436	-668	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	143	1.716	1.859	2.002	2.973	3.828	1.257	1.114	971	21
2.016	185	2.220	2.405	2.590	2.678	3.266	458	273	88	14
2.017	210	2.520	2.730	2.940						
Media							115	-76	-268	13,2

Es muy difícil hacer una estimación fiable del beneficio de los bancos, pero es justo decir que, tal y como se ve en la tabla de abajo, el sector está donde corresponde a los beneficios generados. De hecho, el índice debería estar en los 170 puntos en vez de en los 133 de finales de julio de 2016. Pero probablemente no aparecen recogidas las posibles ampliaciones de capital de las entidades italianas, ni el efecto negativo de los emergentes.



Estamos en una línea muy sibilina en la que se puede producir la capitulación final del sector y, al mismo tiempo, se puede estar forjando el final del ciclo de provisiones de la banca, que podría dar lugar a la formación de una gran oportunidad de compra. Es la lucha que determinará que el rectángulo permanezca o que la zona de los 2.350 puntos del Euro Stoxx 50 sea la más fiable. Mi cabeza, desde el punto de vista de estrategia, está más enfocada desde hace tiempo en la búsqueda del cambio de ciclo de la banca y en la creencia de que se formará un suelo relevante en los próximos nueve meses, desde el que existe la posibilidad de un *rally* muy importante. Saber si el suelo está cerca o no es tarea de brujos, pero sí es relevante que, si el Euro Stoxx 50 llega a 2.350, la formación de un suelo por debajo de la zona de 70 en el Euro Stoxx 50 Bancos será una realidad en la que se puede invertir con mucho margen de seguridad.

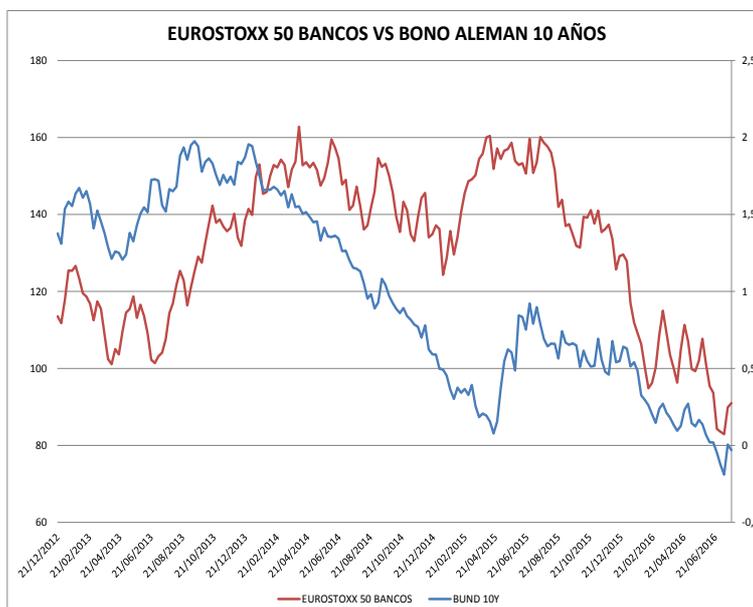


Tal y como se ve en el gráfico anterior, el primer intento de hacer un rectángulo de consolidación en la zona de los 117-90 no ha funcionado hasta ahora, pero en el futuro será la ruptura de la misma la que marque el cambio de ciclo. Así, todo lo que se pueda comprar entre los 80 y los 62 puntos, representa una muy buena opción a largo plazo, con retornos posibles por encima del 30%.

En la siguiente tabla les dejo los niveles de BPA del Euro Stoxx 50 Bancos de los últimos años y la estimación del consenso para 2016 y 2017. Como pueden ver, por debajo de 78, que ha sido el nivel mínimo de 2016, se podría ir a los 65, en el caso de que la banca no fuera capaz de repetir beneficios, que podría ser, y aunque se fuera a la zona de 6 puntos de BPA, el nivel de 65 ofrece un soporte relevante. Volver a la zona de 10 de BPA no sería difícil, por lo que, si se produce una última capitulación, sería el momento de que Europa lo hiciera mejor que Estados Unidos y que uno de los grandes sectores acabase con su clavario. Para los inversores de largo plazo supone, claramente, una de las opciones que pueden generar rentabilidad, si se tiene paciencia.

AÑO	BPA real	PER (Price Earnings Ratio)			SX7E BANKS		MINIMO SX7E VS MODELO			PER MINIMO
		8	9	10	MINIMO	MAXIMO	8	9	10	
2.003	13,8	111	124	138	166	260	55	41	27	12
2.004	23,0	184	207	230	243	289	59	36	13	11
2.005	31,3	250	281	313	289	368	39	8	-23	9
2.006	38,7	310	348	387	357	447	47	9	-30	9
2.007	36,4	291	328	364	383	491	91	55	18	11
2.008	-0,1	0	-1	-1	132	407	133	133	133	n.r.
2.009	13,7	110	123	137	87	240	-23	-37	-50	6
2.010	17,1	137	154	171	151	232	15	-2	-20	9
2.011	-3,3	-26	-30	-33	86	196	113	116	119	n.r.
2.012	-10,5	-84	-95	-105	73	121	157	168	178	n.r.
2.013	2,8	23	25	28	101	142	78	75	72	n.r.
2.014	1,8	14	16	18	130	163	116	114	112	n.r.
2.015	8,2	66	74	82	123	1.612	57	49	41	15
2.016	8,8	71	80	88	78	128	8	-1	-10	9
2.017	11,5	92	104	115						
Media							64	51	39	10,1

Es evidente, como se ve en el siguiente gráfico, que los tipos cero no ayudan para nada a un sector que vive del margen financiero, pero la única forma que tiene de luchar la banca contra esta lacra deflacionaria, que tiene pinta de quedarse si todas las monedas permanecen en su sistema monetario, es a través de la digitalización y las fusiones. Esto debe ser el motor del cambio en el sector, que tendrá que luchar ferozmente frente a las nuevas plataformas de distribución y formas de pago.



Por estas fechas, como siempre, les deseo que descansen durante las vacaciones y que carguen las pilas para la vuelta de verano, que vendrá marcada por las elecciones estadounidenses, la reforma de la constitución de Italia y el referéndum sobre inmigración de Hungría. Seguiré muy de cerca el gráfico del Euro Stoxx 50, junto con sus fundamentales, para poder tomar posiciones en el caso de que se activen los niveles de márgenes de seguridad.

Como lectura de verano les recomiendo, para los que todavía no lo hayan leído, el libro que ha inspirado el título de este Pangea Insight, *The most important thing*, de Howard Marks.

Un saludo,

Alberto Espelosín



twitter



linkedin



youtube



unience



abanteasesores.com