

Market Clip

14 de Marzo de 2018

Ignacio Dolz de Espejo. CIO

¿Está Europa más barato que EE.UU.?

En esta nota queremos profundizar en las diferencias de valoración entre EEUU y Europa. No sólo desde un punto de vista de opinión, sino con números. Está claro que nos hemos equivocado desde hace un tiempo apostando por Europa o por la zona Euro por valoración, pero queremos desmitificar algunos conceptos bastante extendidos sobre la valoración de uno y otro mercado.

Concluimos que la principal razón para el magnífico comportamiento del S&P ha sido su capacidad de generar crecimiento de beneficios. Y cuando ésta estaba empezando a ser sobrepasada por Europa (en 2017 fue así por primera vez en años), el plan fiscal de Trump ha dado alas a los beneficios de las empresas americanas. Pero la valoración sigue favoreciendo a Europa y los sectores que más nos gustan están más baratos en Europa y pesan más en nuestros índices. Aun así, es evidente que EEUU es la locomotora del crecimiento mundial y que tiene empresas que son irreproducibles en Europa; por eso insistimos en la necesidad de diversificar y de tener siempre una presencia relevante de bolsa americana en las carteras.

“La principal razón para el magnífico comportamiento del S&P ha sido su capacidad de generar crecimiento de beneficios”

En las tablas 1 y 2 podemos observar la distribución porcentual por sectores del S&P 500 y del MSCI Europe. También podemos ver el PER de cada sector. Comparando ambas tablas, destacan varios hechos:

- El peso del sector financiero y del de materias primas es más alto en Europa y el del tecnológico mucho más alto en EEUU.
- La valoración de algunos sectores es mucho más alta en EEUU. Esto es lógico: la presencia de empresas como Alphabet (Google) o Amazon, con enorme capacidad de generar beneficios, exige múltiplos más altos. Esto afecta por ejemplo al sector de consumo discrecional, donde está la primera.
- Sin embargo, hay sectores como energía, financieros, salud o materias primas, también bastante más caros en EEUU, donde no vemos motivos muy claros para un exceso de valoración.
- El PER (utilizando beneficios estimados de los próximos 12 meses) de la bolsa europea es de 14,6 y el de EEUU 17,8.

“El plan fiscal de Trump ha dado alas a los beneficios de las empresas americanas”

1. Valoración MSCI Europe

(GICS Sectors)	PER Próximos 12 Meses	Peso del sector
Consumo Discrecional	12,2	10,8%
Consumo Estable	18	13,0%
Energía	13,7	7,2%
Financieros	11,7	21,8%
Salud	15	11,8%
Industriales	16,4	13,2%
Tecnología de la Información	20,3	5,1%
Materias Primas	14	8,5%
Real Estate	17,9	1,3%
Telecomunicaciones	13,9	3,7%
Utilities	12,6	3,4%
PER MEDIO	15,1	
PER PONDERADO	14,6	
EX FINANCIAL	15,4	
EX IT	14,2	

Fuente: Bloomberg

2. Valoración S&P500

(GICS Sectors)	PER Próximos 12 Meses	Peso del sector
Consumo Discrecional	21	12,6%
Consumo Estable	19	7,5%
Energía	21,6	5,5%
Financieros	14	15,0%
Salud	16,5	13,8%
Industriales	18,4	10,2%
Tecnología de la Información	18,7	25,4%
Materias Primas	17,5	2,9%
Real Estate	16,9	2,6%
Telecomunicaciones	11,3	1,9%
Utilities	16,3	2,6%
PER MEDIO	17,4	
PER PONDERADO	17,8	
EX FINANCIAL	18,5	
EX IT	17,6	

Fuente: Bloomberg

Posibles explicaciones (muy utilizadas) son que el peso de MMPP y bancos son más altos en Europa y son sectores baratos, o que el bajo peso de tecnología en Europa es lo que lo hace barato. Por ello, hemos calculado el PER ex financieros y ex tecnología en las tablas 1 y 2.

- El PER ex financieros sigue siendo más atractivo en Europa: 15,4 frente a 18,5.
- El PER ex tecnología sigue siendo más barato en Europa: 14,2 frente a 17,6.

Seguimos pensando que el atractivo de Europa de cara a este año es muy alto y queremos utilizar algunos de estos datos para explicarlo.

- **La valoración de algunos sectores** que creemos que lo van a hacer bien los próximos meses (bancos, materias primas y energía) es más atractiva en Europa que en EEUU.
- **Además, el peso de los tres sectores** es más alto en Europa que en EEUU.

Pero el mercado es soberano. Queremos ver qué ocurrió con los beneficios empresariales el año pasado y qué está ocurriendo ahora para intentar explicar por qué creemos que, de nuevo, EEUU lo haya hecho mejor que Europa.

- **El año pasado, los beneficios de Europa crecieron más que en EEUU** (primera vez en muchos años): tuvimos un crecimiento de beneficios del 12,4% en Europa y del 10,5% en EEUU. El PER (con beneficios publicados) de Europa fue en 2017 de 16,7 veces y de 22 en EEUU.
- **Sin embargo, la reforma fiscal de Trump** ha hecho que los beneficios esperados para los próximos meses se hayan disparado (ver tabla y gráficos 3 y 4) y que el PER esperado se haya desplomado. Hoy el crecimiento de beneficios esperado para EEUU para 2018 es del 19,8% y el de Europa del 8,2%. Este factor es el que ha hecho que siguiésemos teniendo un peso relevante en EEUU, aunque nos hemos equivocado no teniendo mucho más.

No obstante, todo lo anterior ya está en los números. Volviendo a las tablas 1 y 2: teniendo en cuenta la rebaja fiscal de Trump, el PER esperado de Europa es bastante más atractivo que el de EEUU, la diferencia de valoración en algunos sectores no se justifica, y el peso de los sectores que más nos gustan: energía, materias primas y bancos es mayor en Europa que en EEUU.

“Los sectores que más nos gustan están más baratos en Europa y pesan más en nuestros índices”

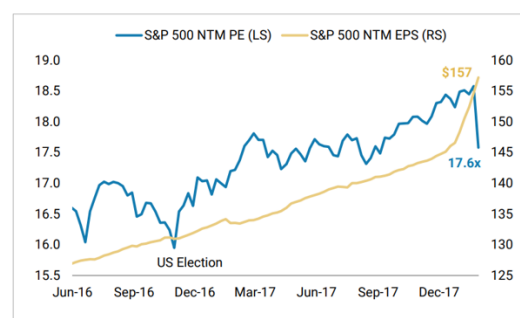
“Hay sectores como energía, financieros, salud o materias primas, también bastante más caros en EEUU, donde no vemos motivos muy claros para un exceso de valoración”

3. PER 2018 esperado en diciembre 2017 y ahora

	15/12/2017		09/03/2018	
	PER y Crecimiento de Beneficio (esperado el 15/12/2017) 2018		PER y Crecimiento de Beneficio (esperado hoy) 2018	
	PER 18e	Cto B ^o 18e	PER 18e	Cto B ^o 18e
Europa	14,9	8,9%	14,5	8,2%
EEUU	18,7	12,0%	17,7	19,8%

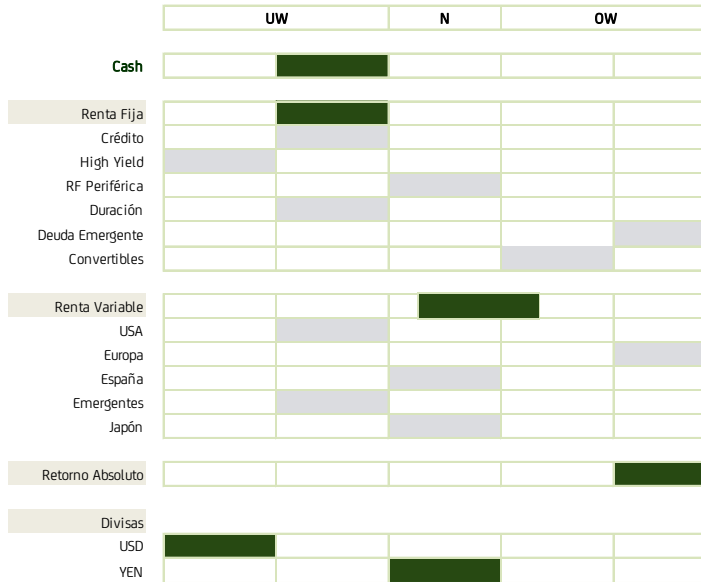
Fuente: Alantra y Morgan Stanley

4. Efecto fiscal de Trump en la bolsa americana



Fuente: FactSet, Morgan Stanley Research as of Feb. 2, 2018

Ponderación de las carteras respecto a los índices



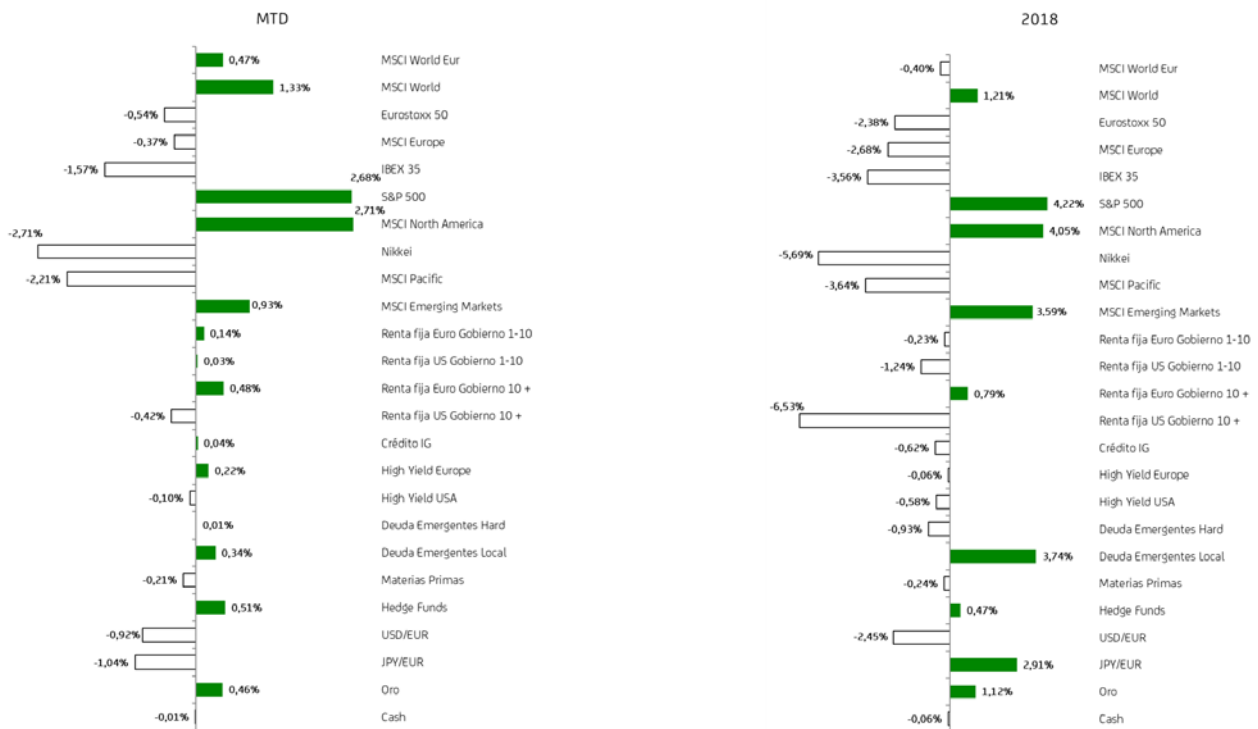
Los cuadros coloreados del gráfico indican para cada tipo de activo si estamos **sobreponderados**, **neutrales** o **infraponderados** respecto a los índices de referencia.

En el caso del dólar, no hay divisas en el índice por lo que el gráfico indica nuestra visión.

La posición más a la izquierda significa en este caso ausencia de exposición neta.

Fuente: Alantra Wealth Management

Rentabilidades de los índices



Fuente: Alantra Wealth Management, Bloomberg (datos a 09/03/2018)
Índice RF (70/30): 70% Govies (Bloomberg/EFFAS Bond Índices), 30% Corporates (Citigroup EuroBIG Corporate)
Índice Alternativos: HFRX Global Hedge Index Cash: Eonia

Nota importante

El presente documento ha sido elaborado por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. ("Alantra Wealth Management Gestión") con el fin único y exclusivo de recoger las opiniones y expectativas del equipo de profesionales de dicha sociedad sobre la actualidad de los mercados financieros. Dichas opiniones y expectativas no constituyen, en ningún caso, recomendaciones en materia de inversión ni una oferta para la adquisición o suscripción de instrumentos financieros.

El contenido del presente documento está basado en información que se considera correcta y que ha sido obtenida de la información pública disponible y de las propias estimaciones del equipo de profesionales de Alantra Wealth Management Gestión. No obstante, ni Alantra Wealth Management Gestión ni ninguno de sus respectivos administradores, directivos y empleados garantizan la integridad y exactitud del contenido del presente documento, el cual no deberá interpretarse como que refleja íntegramente el pasado, presente y futuro de las entidades que se mencionan en el mismo.

Las conclusiones del presente documento se fundamentan en condiciones económicas y de mercado vigentes a fecha de hoy, las cuales podrían experimentar alteraciones, lo que obligaría a revisar algunas de las hipótesis asumidas en el mismo.

Alantra Wealth Management Gestión no ha realizado ni obtenido de un experto una verificación independiente acerca de la exactitud e integridad de la información que ha servido de base para la elaboración del presente documento, ni una confirmación de la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para el mismo.

La información que se incluye en el presente documento se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se garantiza que sea exacta y completa.

El presente documento lleva implícito la formulación de juicios subjetivos. En particular, gran parte de los criterios utilizados se basan, en todo o en parte, en estimaciones sobre los resultados futuros de las entidades mencionadas en el mismo, por lo que dadas las incertidumbres inherentes a cualquier información concerniente al futuro, algunas de estas hipótesis podrían no materializarse tal y como se han definido.

Este documento no constituye, y no puede ser utilizado como una oferta para la inversión, suscripción o adquisición de instrumentos financieros. Cualquier decisión de compra o venta sobre los valores emitidos por las entidades mencionadas en el mismo, deberá adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto o folletos registrados en los organismos supervisores correspondientes. Los receptores de este documento deberán tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que el mismo se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros.

En consecuencia con todo lo anterior, ni Alantra Wealth Management Gestión, ni ninguna empresa de su grupo, ni sus respectivos socios, administradores, directivos y empleados, asumen responsabilidad alguna por los daños o perjuicios que, directa o indirectamente, pudieran derivarse de las decisiones que se adopten sobre la base del presente documento ni del uso que sus destinatarios hagan de la misma.

Sus datos profesionales se encuentran albergados en un fichero automatizado en nuestras oficinas de Madrid, en la calle Padilla, 17, 4ª Planta - 28006 Madrid. A menos que se especifique lo contrario, estos datos pueden ser utilizados por Alantra Wealth Management Gestión, SGIC, S.A. o Alantra Wealth Management Agencia de Valores, S.A. (en adelante "Alantra Wealth Management") con el propósito de remitirle comunicaciones comerciales. En caso de querer ejercer sus derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición, por favor, póngase en contacto con nosotros a través de la dirección de email infoalantrawm@alantra.com.

En caso de que no desee recibir ninguna comunicación por parte de Alantra Wealth Management, por favor notifíquenoslos a través de la dirección del email infoalantrawm@alantra.com.

Alantra Wealth Management Gestión, S.G.I.I.C., S.A. Inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 20.284, Folio 85, Sección 8ª, Hoja M-358562. Inscrita en el Registro Especial Administrativo de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 202. C.I.F. A-84050301.

www.alantrawealthmanagement.com

Madrid ■ Barcelona ■ Bilbao ■ A Coruña ■ Sevilla ■ Zaragoza