



José Antonio Cortés. *Director General de GVC Gaesco Pensiones.*

Una metodología más apropiada que el PER futuro (a 12 meses) para valorar un **índice de renta variable** sería la utilización del **PER ajustado por el ciclo**. Dicho ratio proporciona información sobre la **media histórica de beneficios**, y su evolución nos informa de la **fase del ciclo** en la que nos encontramos.

En los últimos años, los **beneficios de las empresas europeas** han bajado sustancialmente, marcando un mínimo en el 2008 y un máximo en el 2007. Desde el 2008, las empresas han acometido importantes procesos de reestructuración y reducción de costes, procesos que en muchos casos han significado importantes dotaciones que han ido en detrimento de los beneficios. Dicho saneamiento permitirá un **efecto apalancamiento de los beneficios** sin necesidad de grandes mejoras en la parte alta de las cuentas de resultados (ventas), y nada mejor que el **PER ajustado por el ciclo** para calibrar dicho potencial.

	Current cycle adjusted PE (x)	Long term average cycle adjusted P/E (x)	(Discount) /Premium
Consumer Goods	22.5	15.9	42%
Industrials	20.0	21.0	-5%
Health Care	24.1	25.8	-7%
Technology	23.9	26.5	-10%
Consumer Services	20.1	24.6	-18%
Basic Materials	14.7	18.1	-19%
Europe (excluding Emerging Markets)	15.2	21.1	-28%
Telecoms	13.3	19.9	-33%
Oil & Gas	10.3	18.8	-45%
Utilities	11.2	20.9	-46%
Financials	9.9	21.3	-54%

Fuentes: Thomson Datastream / Invesco

En el cuadro anterior podemos observar que la bolsa europea (Stoxx 600) cotiza con un PER ajustado por el ciclo de beneficios de los últimos 10 años de 15,2, mientras que el PER estimado para el próximo año estaría alrededor de las 12 veces, lo que nos puede dar una idea del potencial de revalorización con solo revertir a la media, - alrededor del 28%-.

Si seguimos profundizando en el cuadro, observamos que **el mayor descuento se encuentra en los sectores financiero, utilities y telecomunicaciones**. Estos sectores son, además, los que mayor peso tienen en la composición de los índices europeos (especialmente en el **Ibex**). Cada uno de ellos tiene una problemática específica, por la que el mercado les penaliza significativamente con respecto a sus medias históricas.

Una de las cuestiones que cabe plantearse, atendiendo a las implicaciones del análisis de este instrumento, es la siguiente: **¿es razonable que la bolsa europea continúe su senda alcista, iniciada hace unos meses, sin que estos sectores tomen el relevo a los que ofrecen menos descuento o incluso prima?** La respuesta se puede matizar, pero desde mi punto de vista y simplificando, es sencilla: no.

Síguenos: