

AGF - Abante Pangea

Alberto Espelosín comienza su carta explicando que **Abante Pangea** ha continuado invertido en un 60% en acciones con la posición cubierta en su totalidad. La cartera de acciones ha subido un 3,93% en el año pese a los 4,8 puntos que resta Pharol-OI y la cobertura sigue aportando valor.

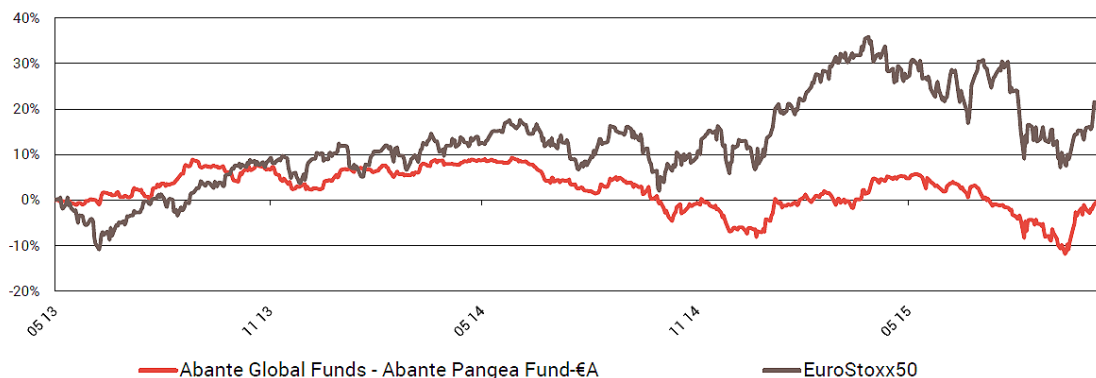
Considera que hay razones suficientes para ser “muy prudente en los próximos trimestres ante las posibles pérdidas que se pueden sufrir en los distintos activos”, por eso recomienda **“reducir los niveles de riesgo”**.

Comenta la actuación de los bancos centrales y los últimos movimientos en los mercados de divisas. Espelosín escribe sobre la **Fed** que “la clave no es la subida de tipos, sino cuánto tiempo pueden durar estos incrementos hasta que se demuestre que el no crecimiento de salarios hace insostenible mantener el modelo de estímulos monetarios”. Y cree que la Fed empezará a subir tipos en diciembre de este año, “normalizando la anomalía”.

Además, analiza los **resultados empresariales** y su efecto en el comportamiento del S&P 500 y señala que mantiene su posición corta en este índice. Sobre el Ibex 35 dice que, en el corto plazo, “la batalla se libraré en los 10.500”.

Finalmente, hace un repaso de los principales valores de su cartera, entre ellos, las eléctricas alemanas y las ‘telecos’.

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2013	Fondo	2,49%				-0,61%	2,30%	-0,15%	3,10%	2,82%	-0,99%	-1,69%	-2,17%	
	EuroStoxx 50	10,33%				-1,72%	-6,03%	6,36%	-1,69%	6,31%	6,04%	0,61%	0,72%	
2014	Fondo	-8,43%	4,27%	-0,68%	1,55%	0,41%	0,13%	-0,55%	-2,97%	-1,43%	-0,08%	-4,39%	0,34%	-5,01%
	Eurostoxx 50	1,20%	-3,06%	4,49%	0,39%	1,16%	1,44%	-0,50%	-3,49%	1,83%	1,68%	-3,49%	4,42%	-3,21%
2015	Fondo	4,51%	5,22%	2,31%	-2,72%	6,90%	-0,02%	-2,02%	-3,74%	-3,45%	-5,56%	8,58%		
	Eurostoxx 50	8,64%	6,52%	7,39%	2,73%	-2,21%	-1,24%	-4,10%	5,15%	-9,19%	-5,17%	10,24%		



Carta del Gestor

APORTACION RENTABILIDAD HISTORICA 2015 ABANTE PANGEA											
	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15	oct-15	TOTAL
ACCIONES	3,06	6,62	-1,79	4,45	-0,05	-3,29	-3,02	-6,48	-7,77	12,20	3,93
Galp Energia	0,58	0,52	-0,12	0,51	-0,01	0,01	0,03	0,00	0,01	0,13	1,66
Telecom Italia	1,19	0,18	0,14	-0,07	0,02	0,07	0,20	-0,13	0,02	0,03	1,64
Gazprom	-0,27	1,01	0,01	0,90	-0,02	-0,08	-0,06	0,03	-0,24	0,19	1,48
BG Group	0,24	0,38	-0,27	0,88							1,23
Carlsberg	0,07	0,79	0,03	0,19	0,01	-0,05	-0,03	-0,26	0,05	0,20	0,99
CIR	0,51	0,21	0,06	-0,02	0,00	-0,17	0,05	-0,30	0,20	0,24	0,78
Newmont Mining	0,49		-0,01	0,15	0,00		-0,16	0,01	-0,07	0,26	0,67
KPN	0,15	0,30	0,07	0,12							0,64
Tesco	0,72	0,20	-0,02	-0,13	0,00	0,03	0,03	-0,21	-0,07	0,08	0,63
Telefonica Deutschland	0,34	-0,01	0,13	0,02	-0,01	0,01	0,00				0,49
Telekom Austria	0,27	0,24	0,11	-0,01	0,00	-0,07	0,07	-0,17	-0,17	0,20	0,47
Sanofi	0,20	0,12	0,05		0,00	0,03	0,05		0,01		0,46
Samsung Elctronics	0,21	0,02	0,15	0,00	0,00	0,00	-0,11	-0,10	0,05	0,13	0,37
Turquoise Hill Resources	0,02	0,18	0,09	0,60	0,01	-0,21	-0,13	-0,17	-0,21	0,14	0,33
Arkema	0,31										0,31
Orange			-0,01	0,00	0,00	0,07	0,24	0,01	-0,03		0,28
Kinross Gold							-0,13	0,16	0,02	0,23	0,28
D'ieteren	-0,03	0,27	-0,03	0,11	0,00	-0,13	0,06	-0,02	0,09	-0,08	0,25
C&C Group	-0,08	0,32	-0,03	-0,12	-0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,07	0,19
Barrick Gold	0,36	0,08	-0,19	0,31	0,00	-0,15	-1,06	0,20	-0,18	0,81	0,17
Verbund						-0,01	0,06	-0,06	-0,10	0,27	0,16
Enel Green Power					0,00	0,03	0,06	0,01	0,01		0,11
Michelin	0,08								0,01		0,08
J. Sainsbury	0,08										0,08
Engie							0,15	-0,31	-0,43	0,67	0,07
Sistema Jsc	-0,02	0,08									0,06
EDF	0,06										0,06
Suedzucker	0,01	0,05									0,06
Nutreco	0,04	0,01	0,00								0,06
Logista		0,05									0,05
Lukoil Holding	0,05	0,00									0,05
Jazztel		0,01	0,04	0,01							0,05
Refresco Gerber					0,00	0,02	0,01		0,00	0,01	0,03
Adidas	0,03										0,03
Ansaldo		0,04	0,01	0,01			-0,03				0,03
Centrica			0,02								0,02
Banco BPI		0,02	0,01								0,02
K+S						0,02					0,02
Deutsche Lufthansa		-0,05	0,08	-0,02	0,01						0,02
Glaxosmithkline						-0,01	0,02				0,01
Lufthansa						-0,04	0,05				0,01
Enel	0,00										0,00
Eldorado Gold		0,00									0,00
Air France		0,00	0,00								0,00
Italcement					0,00						0,00
Ivanhoe Mines	-0,07	0,04	0,04	0,09	0,00	-0,11	-0,08	0,02	-0,06	0,03	-0,10
Goldcorp	0,10		-0,02	0,00	0,00	-0,14	-0,53	0,32	-0,22	0,32	-0,16
Glencore	0,02	0,29							-0,69	0,20	-0,18
Deoleo	0,07	-0,01	0,01		-0,01	-0,05	0,00	-0,25	-0,14	0,11	-0,27
Tim Participaciones							-0,07	-0,14	-0,21	0,14	-0,28
Antofagasta	-0,08	0,34	-0,03	0,14	0,00	-0,11	-0,44	0,16	-0,50	0,24	-0,28
Buenaventura			-0,01	0,03	0,00		-0,28	-0,19	-0,09	0,24	-0,30
GDF Suez		0,09	-0,11	-0,05	0,01	-0,40	0,11				-0,34
E.ON	0,01	0,16	-0,05	0,03	-0,01	-0,33	0,04	-0,83	-2,24	2,39	-0,84
TDC		0,01	-0,03	0,06	0,00	-0,08	0,11	-0,45	-0,58	0,09	-0,86
RWE	-0,13	0,06	-0,13	-0,17	-0,01	-0,32	-0,06	-1,56	-2,02	2,35	-1,98
OI	-0,65	0,14	-0,54	0,58	0,05	-0,39	-0,65	-1,25	-0,14	0,44	-2,40
Pharol	-1,80	0,50	-1,25	0,30	-0,07	-0,75	-0,60	-1,04	0,18	2,05	-2,47
DERIVADOS	2,28	-4,32	-0,95	2,32	0,02	1,15	-0,79	3,16	2,37	-3,83	1,42
DIVISAS Y RENTA FIJA	-0,12	0,13	-0,19	0,45	0,16	-0,27	-0,28	-0,32	-0,27	-0,11	-0,84
Depósitos	0,01			0,17	0,04						0,22
Renta Fija				0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Bono 10 yr Alemania (Bund)	-0,08	0,03	-0,05	0,03							-0,07
EUR/GBP	-0,07	-0,04	0,00								-0,12
EUR/USD	-0,65	0,09	-0,01		0,01			0,19	0,01		-0,35
Contado Divisa	0,67	0,05	-0,14	0,25	0,10	-0,28	-0,28	-0,52	-0,28	-0,11	-0,54
TOTAL CARTERA	5,22	2,43	-2,93	7,23	0,13	-2,41	-4,10	-3,64	-5,67	8,26	4,51



“Buena lectura de estrategia de mercado y nefasto comportamiento de un par de valores, las eléctricas alemanas, han sido las notas dominantes del mes de septiembre”... así es como empezaba [la carta del mes pasado](#) y quizás deberíamos comenzar esta diciendo que la normalización de las ideas de fundamentales han hecho que el fondo volviera a una cifra normal de rentabilidad acorde con lo que llevábamos de media en el año. El trimestre pasado fue el peor de los últimos cuatro años y, en cambio, octubre ha sido el mejor mes de los últimos cuatro años para varios índices.

[Abante Pangea](#) siguió **invertido en un 60% en acciones con la posición cubierta** en su totalidad, destacando el buen comportamiento de los valores que, básicamente, se cristalizó en que las eléctricas alemanas volvieron a la normalidad, lo que unido a un comportamiento mejor de Pharol por movimientos corporativos ha posibilitado volver a una rentabilidad cercana al 5%.

La **cartera de acciones**, que ha estado invertida de media al 50% durante el año, y a pesar de los 4,8 puntos que resta Pharol-OI, **ha subido un 3,93%**. Una rentabilidad que destaca, teniendo en cuenta que el Euro Stoxx 50 ha ganado un 8,6%; lo que significa que la generación de alfa a través de la selección de valores es razonable. La **cobertura** sigue aportando valor y, habiendo subido el S&P 500 un 1% en el año, hemos sido capaces, gracias a la flexibilidad, de generar un beneficio de 1,4 puntos estando vendidos del índice.

“Una evidente ralentización de la economía mundial, la preocupante falta de velocidad de circulación del dinero a pesar del mayor experimento monetario de la historia, la represión financiera que sufre el ahorro, la falta del reconocimiento público de la burbuja de crédito en China, la devaluación de las divisas emergentes que provocan más deflación en Occidente, el pico de márgenes en Estados Unidos, la complacencia ante la mayor burbuja de la historia de activos representada en la renta fija y una dislocación entre economía real y financiera son razones para ser muy prudente en los próximos trimestres ante las posibles pérdidas que se pueden sufrir en los distintos activos, por lo que les recomiendo reducir sus niveles de riesgo”.

Los **bancos centrales** se han tenido que entregar a fondo para salvar la confianza de los inversores ante las vaguedades informativas de China y el miedo a una ralentización económica mundial, que es más evidente que nunca en un entorno deflacionario contra el que los ‘alquimistas monetarios’ no son capaces de luchar ni inyectando trillones de dólares.

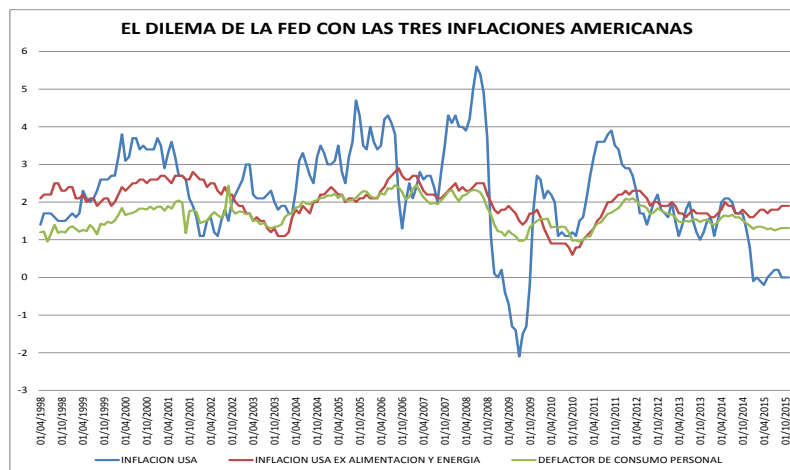


... y a esto nos enfrentamos con 200 trillones de dólares de deuda en el mundo cuando en el 2007 era de 142 trillones y 87 en el año 2000. A pesar de que el sistema de deuda sea sostenible con la impresión ilimitada de divisas en las que los inversores confían de forma ilimitada, yo no puedo dar el paso de expandir los multiplicadores de riesgo en este escenario que puede desembocar en la pérdida de confianza en alguna de las *fiat currency*, en una quita de la deuda de algún país emergente o en la pérdida de control por parte de los banqueros centrales, que han pasado a tener el mercado de renta variable como un objetivo de política económica. El **oro** y la **plata** son, por el momento, los únicos activos que nos pueden proteger frente a esta pérdida de valor subyacente de nuestras divisas.



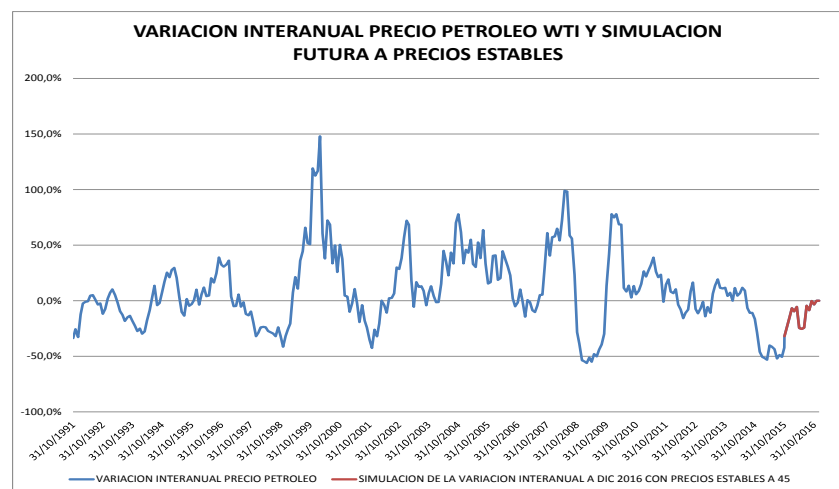
El dilema de normalizar la anomalía creada por la Fed

Diez años sin subir los tipos de interés y seis sin recesión económica y nos preocupamos por si la Reserva Federal va a subir los tipos en 0,25 puntos en Estados Unidos o no. Y todos los días el mismo absurdo. **La clave no es el aumento de tipos**, sino cuánto tiempo pueden durar las subidas hasta que se demuestre que el no crecimiento de salarios hace insostenible mantener el modelo de estímulos monetarios. Un modelo que lo único que hace es crear burbujas de tipos de interés, sobrevaloraciones de activos de renta variable y una incipiente sensación de que el inmobiliario se está empezando a contagiar de esa borrachera de tipos de interés cero.



Como se aprecia en el gráfico anterior, la **discrepancia entre la inflación general y la subyacente** es muy acusada debido a la fuerte caída interanual del precio del petróleo, tal y cómo se puede ver en el gráfico de abajo. Ya saben que la Fed, en función de lo que le interese en cada momento, hace más caso a un tipo u otro de inflación. La excusa para no normalizar ahora es la preocupación por la situación de crédito en **China**, así como el hecho de que la inflación general está en el 0%, a pesar de que la subyacente se encuentra cerca del 2% y el deflactor de consumo personal, que tanto utiliza, se sitúa en el 1,3%.

Pero este maquillaje de la inflación al 0% es temporal y, por comparativa, si el petróleo WTI (*West Texas Intermediate*) se estabiliza en 45 dólares, la cifra de la inflación general en el primer trimestre del año 2016 va a converger hacia la zona del 1,3%, una vez que el efecto base favorable se acabe. Esto, unido a una tasa de paro del 5,1%, un S&P 500 por encima de 2.000 y el inicio de cierta subida salarial, deberían ser razones suficientes para



empezar, al menos, a afrontar el año electoral americano sin la excepcionalidad monetaria y **empezar a subir tipos en diciembre de 2015**, normalizando la anomalía.

La Fed ha ido destrozando los axiomas de grandes economistas de la historia durante los últimos años, empezando por los austriacos. Y, de forma más evidente, ha destrozado la famosa ecuación de Fisher, que relaciona la cantidad de dinero con la inflación. Ahora está en sus manos no seguir machacando la regla de John Taylor, que establece los tipos de interés que debe tener una economía en función de la inflación y tasa de paro.

Tal y como se refleja en el gráfico siguiente y utilizando la regla de Taylor, con una tasa de paro del 5,1% y un PCE (*Personal Consumption Expenditures*, Precios del consumo privado) de 1,31%, **la Fed tendría que tener unos tipos de interés del 2,87%**, con lo que se le están acabando las excusas para, al menos, no normalizar un poco. Si la inflación sube a niveles del 2% por la peor comparativa del petróleo y la tasa de paro llega al 5%, es difícil pensar en que la Fed continuará, después de siete años, alimentando esta distorsión.

ESTIMACION TIPOS DE LA FED EN FUNCION DE LA REGLA DE TAYLOR										
		TASA DE PARO								
		4,25	4,50	4,75	5,00	5,10	5,25	5,50	5,75	6,00
DEFLACTOR GASTO	0,50	2,50	2,25	2,00	1,75	1,65	1,50	1,25	1,00	0,75
	0,75	2,88	2,63	2,38	2,13	2,03	1,88	1,63	1,38	1,13
	1,00	3,25	3,00	2,75	2,50	2,40	2,25	2,00	1,75	1,50
	1,25	3,63	3,38	3,13	2,88	2,78	2,63	2,38	2,13	1,88
	1,31	3,71	3,46	3,21	2,96	2,87	2,71	2,46	2,21	1,96
	1,50	4,00	3,75	3,50	3,25	3,15	3,00	2,75	2,50	2,25
	1,75	4,38	4,13	3,88	3,63	3,53	3,38	3,13	2,88	2,63
	2,00	4,75	4,50	4,25	4,00	3,90	3,75	3,50	3,25	3,00
	2,25	5,13	4,88	4,63	4,38	4,28	4,13	3,88	3,63	3,38

Creo que **la Fed subirá tipos 0,25 en diciembre** y lo hará de forma continuada durante las siguientes cuatro reuniones para dejarlos antes de la primavera en el 1%, cuando parará de subirlos para no intervenir en el inicio de campaña electoral, pero dando con las subidas sensación de independencia y de no ser esclavo de Wall Street. La Fed deberá ser cuidadosa en su morfotaxis para mantener el bono a 10 años por debajo del 2,5% y evitar que se dispare hacia la zona del 3-3,5%, nivel en el que la vivienda, que tan bien está sustituyendo a los salarios, se puede desplomar y dejar de ser el motor del crecimiento del consumo americano.

La mediana de **precios de la vivienda** se sitúa en 296.900 dólares, un 45% por encima de los mínimos de 2010 y un 13% por encima de los máximos de 2007. Esta quizás ha sido la única forma en la que el factor trabajo se ha beneficiado del QE (*Quantitative Easing* o expansión cuantitativa), aunque con el menor peso de los salarios uno ya debe empezar a preguntarse si los precios de la vivienda no han ido demasiado lejos.



La tozuda realidad de los beneficios corporativos como factor clave del comportamiento del S&P 500

El consenso de mercado sigue bajando para los beneficios de 2015, hasta los 109,11 dólares desde los 113 dólares registrados en 2014. Esto supone la **primera caída de beneficios desde 2008**. El descenso de un 91,7% del BPA (beneficio por acción) de las **petroleras** y del 28% del de **materiales** son las causas que lo explican. Si avanzamos en el consenso de beneficios para 2016 se esperan 126,9 dólares; lo que supone una subida del 16,4% que, como se ve en la tabla de debajo, depende de una serie de sectores.

INDEX NAME	2008 EPS	2009 EPS	2010 EPS	2011 EPS	2012 EPS	2013 EPS	2014 EPS	chg. 14/13	2015 EPS	chg. 15/14	2016 EPS	chg. 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	5,3%	\$109,11	-3,5%	\$126,96	16,4%
S&P 500 Consumer Discretionary	\$5,28	\$10,96	\$18,20	\$20,81	\$22,27	\$25,12	\$27,70	10,3%	\$30,22	9,1%	\$34,69	14,8%
S&P 500 Consumer Staples	\$17,17	\$18,36	\$19,45	\$21,38	\$22,59	\$23,95	\$24,16	0,9%	\$24,44	1,2%	\$26,33	7,7%
S&P 500 Energy	\$50,93	\$17,26	\$35,21	\$47,94	\$44,30	\$42,35	\$42,93	1,4%	\$3,58	-91,7%	\$16,41	358,4%
S&P 500 Financials	-\$21,24	\$4,40	\$14,82	\$16,23	\$16,44	\$21,07	\$21,96	4,2%	\$23,13	5,3%	\$24,62	6,4%
S&P 500 Health Care	\$24,47	\$26,40	\$28,90	\$31,08	\$31,53	\$32,43	\$35,79	10,4%	\$42,58	19,0%	\$52,24	22,7%
S&P 500 Industrials	\$21,18	\$14,22	\$18,41	\$20,96	\$22,28	\$24,88	\$26,83	7,8%	\$28,30	5,5%	\$30,19	6,7%
S&P 500 Information Technology	\$16,12	\$17,48	\$26,25	\$31,44	\$32,69	\$33,58	\$36,99	10,2%	\$39,33	6,3%	\$45,92	16,8%
S&P 500 Materials	\$8,09	\$7,09	\$13,33	\$16,20	\$14,67	\$14,04	\$15,86	13,0%	\$11,42	-28,0%	\$18,27	60,0%
S&P 500 Telecommunication Services	\$8,21	\$7,22	\$7,36	\$6,85	\$3,38	\$12,31	\$7,21	-41,4%	\$11,42	58,4%	\$12,27	7,4%
S&P 500 Utilities	\$12,25	\$11,50	\$12,34	\$12,47	\$11,97	\$12,15	\$13,22	8,8%	\$13,92	5,3%	\$14,58	4,7%

Que suba el BPA del S&P 500 depende, en gran medida, de que el **sector energía** consiga un beneficio por acción de 16,4 dólares, desde los 5,4 dólares de este año, y no es fácil determinar si esto será o no así, ya que dependerá, en gran medida, de que el dólar se deprecie. Y una depreciación del dólar choca con la normalización de tipos. En lo único en lo que nos podemos fijar es en lo ocurrido en 2009, cuando el petróleo hizo una media en el año de 61,9 dólares (frente a los 50,6 dólares de media de 2015) y se obtuvo un BPA similar de 17,26 dólares.

A priori, para conseguir ese objetivo sería necesaria una subida del 35% del precio del petróleo, lo que tendría un efecto caótico sobre la inflación, que probablemente erosionaría gran parte de los márgenes del resto de sectores. Sorprenden también las altas estimaciones en **materiales**, que también necesitan un dólar muy debilitado para cumplirse. Por su parte, **tecnología** y **consumo** discrecional siguen presentando lecturas excesivamente optimistas. Si el dólar se va a niveles de 1,25, se puede cumplir ese escenario de petróleo. Pero la recesión en Europa con ese tipo de cambio provocaría una intervención del BCE sin precedentes y grandes turbulencias deflacionarias en el sistema, por lo que la expresión de "expansión de multiplicador" no será bien aceptada.

Que el consenso de 2016 es elevado es un clásico, ya que la diferencia desde el año 2000 entre el consenso a doce meses y el beneficio real es de 14 dólares. Desde 1989 solo ha habido dos veces en las que el consenso se ha revisado al alza. Para 2016, y siendo optimista, espero un 7% de crecimiento del BPA hasta los 116 dólares y lo único que tengo que hacer es aplicar un PER (*Price Earnings Ratio* o ratio precio-beneficio) a esos beneficios para determinar si Pangea debe seguir con la cobertura del S&P 500.

El S&P 500, aunque parezca mentira, es una máquina cuasi perfecta de descontar beneficios reales en un momento dado a un PER medio de 15,6 veces. De hecho, con bastante probabilidad, el mercado, siempre, en algún momento del año, toca un mínimo que entra con bastante exactitud en la zona de PER 15,5x del beneficio real, no del *forward*. En la siguiente tabla se puede ver que, aplicando distintos niveles de PER a los beneficios reales y comparando el resultado con el mínimo que hace el S&P 500 cada año, el rango entre 15-16x de PER es el que más se aproxima a ese mínimo.



Para 2016, si el BPA es de 116 dólares significa que existe una alta probabilidad de que el mercado descuenta ese beneficio a 15,5x PER en algún momento del año, lo que nos daría un precio del S&P 500 de 1.798 puntos. Este nivel supone una caída del 14% desde el actual y es la **razón por la que mantengo mi posición corta del S&P 500**.

AÑO	BPA REAL	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				MIN SP500	MAX SP500	DIFERENCIA ENTRE MIN SP500 Y MODELO PREVISTO				PER MIN
		14	15	16	17			14	15	16	17	
2000	56,1	786	842	898	954	1.264	1.527	478	422	366	310	22,5
2001	38,4	537	575	614	652	965	1.373	428	390	351	313	25,2
2002	46,0	645	691	737	783	776	1.172	131	85	39	-7	16,9
2003	54,7	766	820	875	930	800	1.111	34	-20	-75	-130	14,6
2004	67,7	948	1.015	1.083	1.151	1.063	1.213	115	48	-20	-88	15,7
2005	76,5	1.070	1.147	1.223	1.300	1.137	1.272	67	-10	-86	-163	14,9
2006	87,7	1.228	1.316	1.404	1.491	1.223	1.427	-5	-93	-181	-268	13,9
2007	82,5	1.156	1.238	1.321	1.403	1.374	1.565	218	136	53	-29	16,6
2008	49,5	693	743	792	842	752	1.447	59	9	-40	-90	15,2
2009	56,9	796	853	910	967	676	1.127	-120	-177	-234	-291	11,9
2010	83,8	1.173	1.257	1.340	1.424	1.022	1.259	-151	-235	-318	-402	12,2
2011	96,4	1.350	1.447	1.543	1.639	1.099	1.361	-251	-348	-444	-540	11,4
2012	96,8	1.355	1.452	1.549	1.646	1.277	1.465	-78	-175	-272	-369	13,2
2013	107,3	1.502	1.610	1.717	1.824	1.457	1.848	-45	-153	-260	-367	13,6
2014	113,0	1.582	1.695	1.808	1.921	1.741	2.090	159	46	-67	-180	15,4
2015	109,1	1.528	1.637	1.746	1.855	1.867	2.135	339	230	121	12	17,1
Media								82	10	-62	-134	15,6

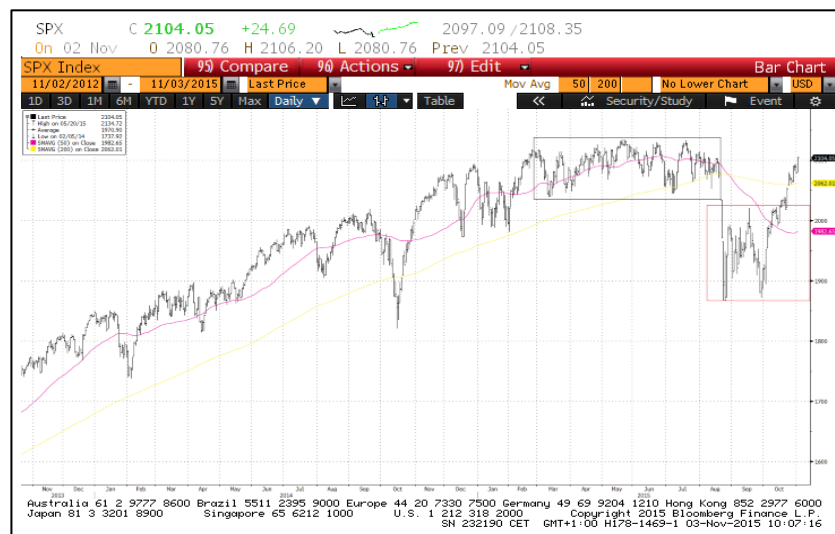
Si en vez de hacerlo con el BPA real, lo hacemos con el BPA estimado a doce meses *forward*, vemos como la zona óptima en la que en algún momento del año el mercado descuenta ese beneficio es la de 13,5 veces, ya que aunque el PER medio sea de 12,8 veces, el mayor número de observaciones se dan en la zona de 13-14x PER, con lo que si aplicamos 13,5x a los 136 que de BPA se descontará en mitad del año 2016, nos da una valoración de 1.836 puntos. Esto supone una caída del 12%, con lo que también compensa seguir con la cobertura.

AÑO	BPA 12m	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				MIN SP500	MAX SP500	DIFERENCIA ENTRE MIN SP500 Y MODELO PREVISTO				PER MIN
		12	13	14	15			12	13	14	15	
2000	66,2	795	861	927	994	1.264	1.527	469	403	337	270	19,1
2001	60,5	726	787	847	908	965	1.373	239	178	118	57	15,9
2002	61,5	737	799	860	922	776	1.172	39	-23	-84	-146	12,6
2003	68,6	823	892	960	1.029	800	1.111	-23	-92	-160	-229	11,7
2004	77,3	928	1.005	1.083	1.160	1.063	1.213	135	58	-20	-97	13,7
2005	84,8	1.018	1.103	1.187	1.272	1.137	1.272	119	34	-50	-135	13,4
2006	93,8	1.126	1.220	1.313	1.407	1.223	1.427	97	3	-90	-184	13,0
2007	101,2	1.215	1.316	1.417	1.519	1.374	1.565	159	58	-43	-145	13,6
2008	76,2	915	991	1.067	1.143	752	1.447	-163	-239	-315	-391	9,9
2009	77,6	931	1.008	1.086	1.164	676	1.127	-255	-332	-410	-488	8,7
2010	95,7	1.149	1.244	1.340	1.436	1.022	1.259	-127	-222	-318	-414	10,7
2011	106,6	1.279	1.386	1.493	1.599	1.099	1.361	-180	-287	-394	-500	10,3
2012	111,2	1.335	1.446	1.557	1.669	1.277	1.465	-58	-169	-280	-392	11,5
2013	119,8	1.438	1.558	1.677	1.797	1.457	1.848	19	-101	-220	-340	12,2
2014	125,5	1.506	1.631	1.757	1.882	1.741	2.090	235	110	-16	-141	13,9
2015	127,0	1.524	1.650	1.777	1.904	1.867	2.135	343	217	90	-37	14,7
Media								66	-25	-116	-207	12,8

El nuevo rectángulo del S&P 500 y el último homenaje del índice estadounidense

Hasta agosto de este año, el S&P 500 estaba en un proceso de distribución entre 2.130 y 2.040 puntos. El comportamiento tan débil era consecuencia de la floja evolución de los beneficios empresariales y, en especial, a la ralentización acusada de las ventas. La desaceleración de la economía mundial y la sensación de pérdida de control, hicieron que, junto con el cruce de la media de 50 con la de 200 sesiones, hubiera una caída importante.

La recuperación de octubre ha sido impresionante y, de hecho, se ha roto la media de 200 sesiones al alza en la zona de 2.060. En el muy corto plazo **se puede producir una caída hacia la zona de 2.040-2.015** por la excesiva sobrecompra. Pero, si esa zona se mantiene, existe la posibilidad de que el S&P 500 intente superar los máximos y hacer un máximo en la zona 2.250-2.300. Quizás, si la maquinaria de marketing del mercado es capaz de convencernos de que China está bien, sea la última oportunidad de venta; ya que durante 2016 existen, por fundamentales, muchas probabilidades de que el rango largo se juegue en la zona 2.040-1.860. Aprovechen el final de año para **cubrir las carteras** y beneficiarse de ese nuevo rango. Utilizar opciones para cubrir el riesgo de colas es siempre una buena opción.



La centralización de España desde Ciudadanos

No soy un experto en política y saben los que leen mis documentos que no opino de ella, pero sin que sirva de precedentes lo voy hacer, ya que estamos a las puertas de un evento histórico y es el final del bipartidismo que ha regido España. El gran ganador de las elecciones será Ciudadanos, cuyo ascenso es bastante imparable y probablemente consiga ser segunda fuerza política a costa de los desencantados del PP, que no perdonarán la falta de mano dura y la poca ilusión, y a costa del PSOE, donde se ve a un jugador que juega a demasiadas bandas.

La centralización de España se hará desde el PP y este deberá escuchar más de lo que piensa a Ciudadanos. Para la economía real será una buen noticia por la mejora fiscal y la sensación de aire limpio, mientras que para el Ibex tendrá un efecto más neutro en el corto plazo, debido a la existencia de cierta presión para subir las tasas efectivas reales a las grandes corporaciones; aunque en el medio plazo puede haber un efecto muy positivo si la reducción de la Administración Pública se traduce en una consecución real del objetivo de bajar el déficit público por debajo del 3%. No les oculto por mi curiosidad por saber qué hace un antiguo alumno de los jesuitas de ESADE si llega, no en estas primeras, pero si en las segundas de 2020, a ser presidente del Gobierno.



La línea de tendencia de máximos de largo plazo del **ibex**, situada en 11.560 puntos, es una barrera muy complicada de superar, ya que con un BPA estimado de 740 puntos para el año 2016 (665 en 2015 y 554 en 2013) significaría pagar un PER de 15,6x por la bolsa española, algo difícil de pensar con el peso de bancos y energía. En el corto plazo, la batalla se librará en la **zona de los 10.500 puntos**, resistencia de corto plazo que de ser rota haría ver la zona de los 11.300. Si se produce el rally de navidad y vemos complacencia en el mercado, les recomiendo **aprovechar para vender**, ya que si aplicamos un PER 12,5x (media de PER donde se ha hecho el mínimo de mercado cada año desde 2000) al BPA *forward* de 2016 daría una valoración de 9.250 puntos.

Aus den steckdosen kommt nach wie vor strom

Al enchufe sigue llegando la luz; es básicamente el título que he elegido para expresar la normalización que en precio han tenido las **eléctricas alemanas** en el mes de octubre, al final era correcto y las provisiones nucleares eran suficientes. Ahora las compañías se enfrentan cada una a sus propios problemas, pero el valor oculto de los activos de regulación sigue siendo muy alto. **EON** está llevando a cabo un proceso de desinversión de activos antes de iniciar el proceso de *spin-off* que debe culminar en una capacidad de remunerar al accionista superior a la actual y una racionalización de la estructura de deuda por tipos de negocio. Durante ese proceso se garantiza un dividendo por acción de 0,5 euros, que a los precios actuales supone una rentabilidad del 5,2%.

RWE tiene una peor situación financiera, pero más apalancamiento a noticias positivas que, básicamente, deben pasar por anunciar un recorte de dividendo y la monetización de parte del valor de los activos regulados para que el mercado gane confianza y mejore la posición financiera.

Nuestra histórica posición en **Verbund**, que fue incrementada en agosto y septiembre, ha mostrado buenos resultados y duermo tranquilo al saber que tengo disponibles 7.500 MW de capacidad de producción con agua tirolesa con un valor de reposición de más de 10.000 millones de euros frente a un valor en bolsa de la compañía de 4.500 millones de euros. Además, es posible un cambio de regulación muy favorable en 2018.

Empieza la consolidación en el mercado brasileño de telecomunicaciones

Parece que poco a poco mi cisne negro (**OI-Pharol**) se empieza a relacionar con otros cisnes. De hecho, ha aparecido un *belyy lebed* ruso dispuesto a invertir hasta 4.000 millones de dólares en OI (capitalización bursátil de 640 millones de dólares) siempre que se lleve a cabo una fusión con TIM Brasil. Letter One, el holding del millonario ruso Mikhail Fridman, con unos activos bajo gestión de 25 billones de dólares generados en gran parte por la venta de la energética TNK-BP, está dispuesto a jugar la partida de la consolidación. Debido a que en una posible fusión de OI con TIM las sinergias pueden alcanzar los 20.000-25.000 millones de reales (5.500 millones de dólares). OI sin fusión, lo he comentado muchas veces, tiene un problema de deuda relevante. La entrada de este inversor supondría una dilución, aunque creo que menor de lo que se piensa, debido a que la ampliación de capital se haría a precios superiores a los del mercado por la especial situación de sinergias futuras.

Por otro lado, en **Telecom Italia** hay una auténtica revolución en el accionariado, y al 20,03% que Vivendi ha comprado se junta ahora la sorprendente entrada con un 15,2% de Xavier Niel (fundador del operador francés de telecomunicaciones Iliad). De esta forma, ahora podría suceder que, si Vivendi, como ha reconocido, quiere llegar al 24,9%, se pueda producir algún tipo de oferta pública si alguien supera el 25%. La clave es saber qué accionista ganará en la lucha y, sobre todo, qué piensan hacer con TIM Brasil en el nuevo plan estratégico. TIT siempre ha reconocido que una fusión con OI pasa por una nueva regulación de la concesión de OI y por una mejora de su situación financiera. El regulador ANATEL ve con buenos ojos una fusión y el dinero fresco en OI, con lo que la pelota está ahora en el tejado de TIT y habrá que esperar unos meses para conocer cómo acaba el accionariado. Lo bueno es que el baile ha empezado y aunque OI sea fea, es la única con la que se puede bailar. Para OI, la clave es la dilución que soportarán los accionistas con la entrada de Letter One, pero las futuras sinergias y expansión de multiplicadores compensa esa dilución.

Gracias por su confianza.

Un saludo

Alberto Espelosín,

Gestor de Abante Pangea.

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- Ficha del producto
- Todas las cartas del gestor



twitter



linkedin



youtube



unience



abanteasesores.com