

Abante Pangea

Alberto Espelosín analiza en su carta mensual cómo se han comportado los principales índices estadounidenses en septiembre, destacando la caída del 0,15% del Nasdaq 100, frente a la subida del 1,9% del S&P 500. De Europa resalta el repunte que ha experimentado el Euro Stoxx 50, que se ha revalorizado un 5% tras unos meses “muy flojos”, gracias al **buen comportamiento de las compañías petroleras, químicas y de automoción**.

El gestor de **Abante Pangea** explica que **la cartera de renta variable sigue presentando buen comportamiento anual**, con una revalorización de 4 puntos, estando invertido de media al 45% y frente a la subida del 9,2% que acumula el Euro Stoxx. Como escribe: “Con la cartera actual tenemos una composición lo suficientemente defensiva como para poder dar retornos positivos en una caída de mercado”.

Espelosín insiste en el peligro de la burbuja de deuda y explica por qué, en su opinión, tiene cada vez más sentido comprar oro como forma de protección. Así, ha vuelto a incluir en cartera **Goldcorp** y **Buenaventura**. El gestor señala que para amortiguar la inevitable corrección de los mercados hay que estar largo de valores defensivos europeos, corto de los índices estadounidenses, largo de dólar y de oro y corto de renta fija.

Entre las oportunidades de compra y los sectores más atractivos, Espelosín destaca a las **compañías de telecomunicaciones**. Recuerda que se encuentran en mínimos históricos y con rentabilidades por dividendo por encima del 4%, por lo que dice que este sector es una de sus apuestas claras para los próximos 12 meses. Pangea tiene posiciones en BT Group, TDC, Orange y Telecom Italia.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 29-sep-17
Valor liquidativo 10,263€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2017	-3,76%	-0,04%	0,45%	1,85%	-3,10%	0,44%	-0,06%	-2,28%	-3,03%	2,10%		
2016	11,4%	4,64%	-0,53%	1,09%	2,31%	0,35%	1,74%	1,08%	0,13%	0,05%	-0,45%	-1,72%
2015	1,99%	5,22%	2,31%	-2,72%	6,90%	-0,02%	-2,02%	-3,74%	-3,45%	-5,56%	8,58%	-1,98%
2014	-8,43%	4,27%	-0,68%	1,55%	0,41%	0,13%	-0,55%	-2,97%	-1,43%	-0,08%	-4,39%	0,34%
2013	2,49%				-0,61%	2,30%	-0,15%	3,10%	2,82%	-0,99%	-1,69%	-2,17%



Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2017 ABANTE PANGAEA FUND													
	ene.-17	feb.-17	mar.-17	abr.-17	may.-17	jun.-17	jul.-17	ago.-17	sep.-17	oct.-17	nov.-17	dic.-17	TOTAL
Acciones	0,36	2,60	2,18	-2,28	1,83	-0,53	-0,31	-2,13	2,21	0,00	0,00	0,00	3,93
Pharol	0,80	1,48	0,45	-2,13	0,49	0,52	0,40	-0,14	0,75				2,63
Engie	-0,29	0,18	0,49	-0,02	0,11	0,01							0,48
E.ON	0,16	0,06	0,07	-0,03	0,10	0,06							0,44
Telekom Austria	0,04	0,15	0,07	0,01	0,06								0,33
CIR	0,05	0,20	0,07	0,00									0,32
Ceconomy									0,31				0,31
Vivendi		-0,02	0,12	0,02	0,08			0,02	0,05				0,28
EDF			0,03	0,00	0,23								0,25
Groupe Eurotunnel	-0,01	0,01	0,14	0,06	0,00		0,00	0,04	0,00				0,24
Teva Pharma					-0,10	0,31	0,00						0,21
Danone	-0,03	0,14	0,02	0,01	0,05								0,20
Veolia	0,01	-0,01	0,16	0,01	0,01								0,18
Orange	0,00	-0,01	0,09	-0,06	0,30	-0,15	0,05	0,01	-0,08				0,15
Heineken	-0,02	0,14	0,00										0,12
Refresco Gerber		-0,01	0,02	0,10									0,12
Buenaventura					0,01	0,00	0,03	0,08	-0,01				0,11
Nokia	-0,07	0,16	0,01										0,11
Novartis	0,01	0,10	-0,01	0,01	0,00								0,10
TDC	0,01	0,07	-0,03	0,03	0,13	-0,07	0,04	-0,06	-0,01				0,10
Koninklijke KPN			0,01	-0,03	0,10								0,07
Yara International					0,00	-0,01	0,02	0,02	0,05				0,07
Telecom Italia	-0,06	-0,10	0,39	-0,10	0,13	-0,12	0,33	-0,33	-0,07				0,06
Acerinox							-0,01	0,06	0,00				0,06
Tesco				0,01	-0,01	-0,11	0,03	0,02	0,13				0,06
Pfizer					0,01	0,04							0,06
Enel	-0,05	0,06	0,03										0,05
Innogy	0,01	0,03											0,04
Disons Carphone			0,02	0,02									0,04
H&R							-0,01	0,01	0,03				0,03
Centrica				0,00	0,05	-0,01	0,00		-0,01				0,03
Zodiac Aerospace							0,02	0,01					0,03
Invanhoe					-0,01	0,01	0,02	0,00					0,03
Petrofac						0,03							0,03
Enagas		0,00	0,02	0,00									0,03
Logista									0,02				0,02
ERG	0,01	0,01	0,00										0,02
OCI				0,02									0,02
Novo Nordisk			0,01	0,01									0,01
United Internet		0,01											0,01
Deutsche Telekom									0,01				0,01
Syngenta	0,01												0,01
ProSiebenSat.1 Media									0,01				0,01
Merck								0,00	0,01				0,01
Royal Dutch Shell								0,00	0,01				0,01
Telefonica							0,01						0,01
Aggreko					0,00	0,01							0,00
Serco			0,00	0,01	0,00	-0,01	-0,02	0,01	0,01				0,00
Euronav						0,01	0,00	-0,01	0,01				0,00
Galp						0,00	0,00						0,00
VanEck Vectors Gold Miners UCITS ETF								0,00					0,00
Delta Lloyd	0,00												0,00
Koninklijke Boskalis						0,00	0,01	-0,02	0,01				0,00
SSE							-0,01	0,01					0,00
EDP Renovéis	0,00	0,00											0,00
British Sky	-0,01												-0,01
Eni						-0,01	0,00						-0,01
Imperial Brands							-0,03	0,00	0,02				-0,01
Turquoise Hill2					-0,03	0,01	0,00						-0,02
Schaeffler					-0,02	-0,06	-0,03	0,01	0,09				-0,02
Pangaea Oncology	0,01	0,02	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,02	0,01	0,00				-0,02
Nordex	0,00	-0,02											-0,03
Metro Wholesale							-0,32	-0,21	0,50				-0,03
Carrefour	-0,01	0,00	0,00	-0,01	0,17	0,00	0,01	-0,19	0,00				-0,04
BT Group	0,01	0,05	0,00	-0,05	-0,04	-0,09	0,10	-0,04	0,02				-0,04
H&M			-0,01	-0,04	0,02	0,01	0,04	-0,08	0,01				-0,05
Goldcorp					0,00	-0,06	-0,02	0,02	0,00				-0,06
Telefonaktiebolaget				0,01	0,01		0,01	-0,07	-0,03				-0,07
Arytza			0,00	0,00	-0,03	0,03	-0,06	-0,04	-0,02				-0,11
Metro				0,01	-0,02	0,05	-0,12	-0,07					-0,14
Marie Brizard	-0,09	-0,11	0,03	-0,16	0,17	0,00	-0,04	0,03	-0,05				-0,23
C&C Group	0,04	-0,03	-0,06	0,04	-0,09	-0,07	-0,08	-0,02	0,02				-0,25
Almirall							-0,50	0,06	0,03				-0,41
Koninklijke Ahold	-0,01	0,01	0,01	-0,06	0,11	-0,49	0,18	-0,58	0,27				-0,56
Technicolor	-0,16	0,00	0,05	0,05	-0,01	-0,19	0,31	0,00	-0,11				-0,69
Shire				0,00	-0,14	-0,17	-0,01	-0,68	0,22				-0,79
DERIVADOS	-0,21	-2,09	-0,10	-0,69	-1,13	0,74	-1,57	-0,77	-0,26				-6,07
DIVISA Y RENTA FIJA	-0,21	-0,07	-0,23	-0,15	-0,27	-0,27	-0,40	-0,11	0,09				-1,62
TOTAL RESULTADO CARTERA	-0,05	0,44	1,85	-3,12	0,44	-0,06	-2,28	-3,01	2,03	0,00	0,00	0,00	-3,76

Durante septiembre, como ocurrió en junio, el Nasdaq 100 ha tenido un peor comportamiento que el S&P 500. El primero se ha dejado un 0,15%, mientras que el segundo ha ganado un 1,9%. Por otra parte, destaca la evolución del Euro Stoxx 50, que ha subido un 5% en el mes, después de vivir cuatro meses muy flojos. Si ponemos el acento en el Stoxx 600, vemos que los sectores de automoción (10,8%), químicos (8,41%) y petroleras (7,4%) han sido los que más han animado al índice, mientras que las compañías eléctricas y de recursos bajos, con caídas del 0,25% y del 1,59%, respectivamente, han sido los únicos sectores en rojo.

Este escenario, y dada la mayor posición corta sobre el Nasdaq que tiene el fondo, posibilitó que en un mercado alcista la cobertura no tuviera impacto relevante. Por otro lado, la cartera de valores, invertida ligeramente por encima del 50%, ha tenido una rentabilidad positiva de 2,2 puntos, lo que es muy positivo, teniendo en cuenta que el peso de los sectores que más han subido en septiembre es nulo.

El fondo sigue estando cubierto en su totalidad, con una exposición neta del 0%. Para alcanzar el objetivo de terminar 2017 con una rentabilidad de entre el 0 y el 2% continúa siendo clave que el mercado estadounidense experimente alguna corrección, hecho que, por el momento, no ocurre. Más bien al contrario, estamos marcando máximos todos los días, en unos niveles de sobrecompra que no se han visto en décadas. En este sentido, considero que estoy muy cerca de poder monetizar la posición corta y creo que el fondo es una buena alternativa para aquellos inversores que piensen que el mercado de Estados Unidos puede corregir y quieran beneficiarse de ello.

La cartera de renta variable sigue presentando un buen comportamiento anual, con una revalorización de 4 puntos y con una inversión media del 45%, frente a la subida del 9,2% del Euro Stoxx 50 y habiéndose obtenido esta rentabilidad con los sectores que peor comportamiento están teniendo durante este ejercicio.

Ahora, con la cartera actual que ya analizamos en la [carta mensual anterior](#), creo que tenemos una composición lo suficientemente defensiva como para poder dar retornos positivos en una caída de mercado, debido al carácter defensivo de gran parte de los valores.

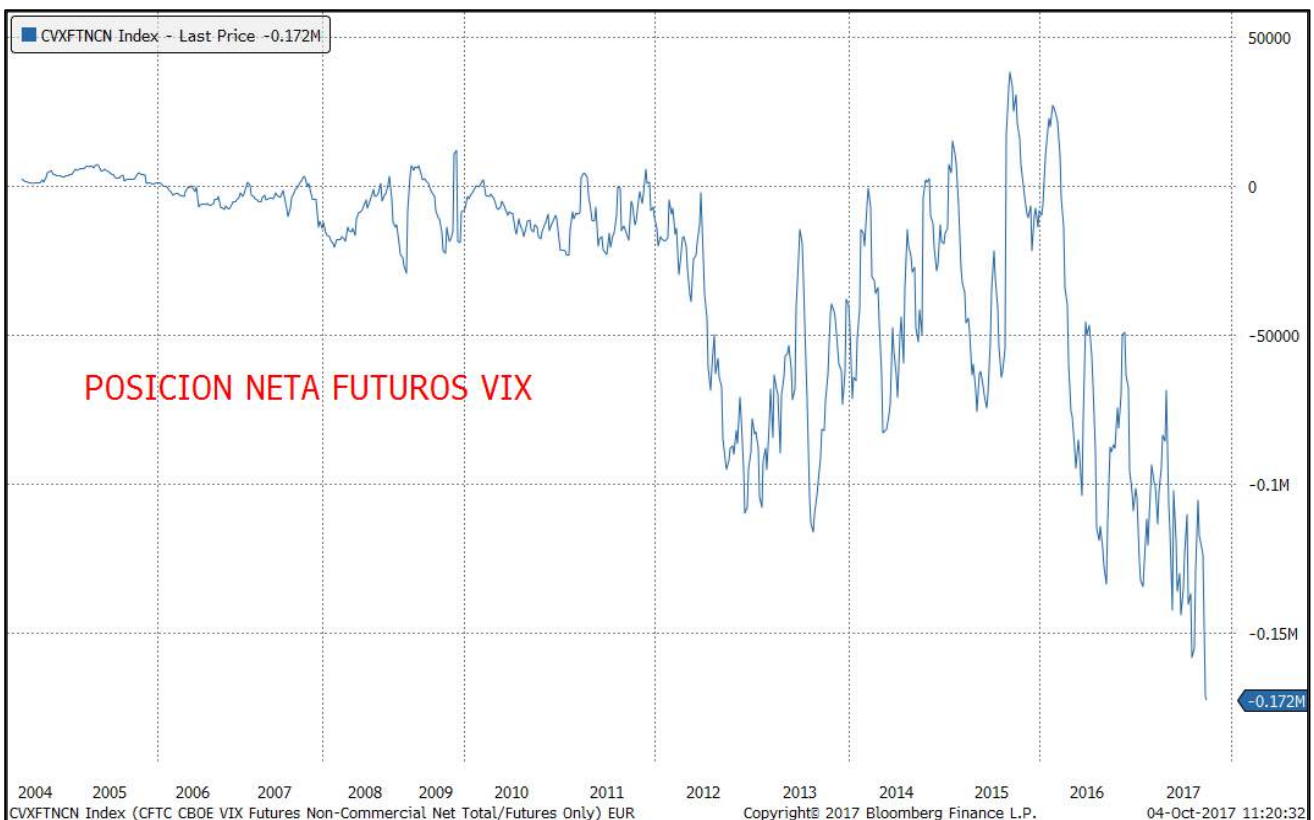
Largo de valores defensivos europeos, corto de los índices estadounidenses, largo de dólar, largo de oro y corto de renta fija: es la receta que creo que hay que seguir para evitar la inevitable corrección que los mercados deben tener en un escenario de bolsa mundial que carece de cualquier margen de seguridad en el contexto macro que tenemos, que lejos de ser un paraíso, tal y como se deriva de las cifras de apalancamiento, es una trampa de deuda de consecuencias inimaginables si la sociedad civil no financiera rompe la baraja políticamente.



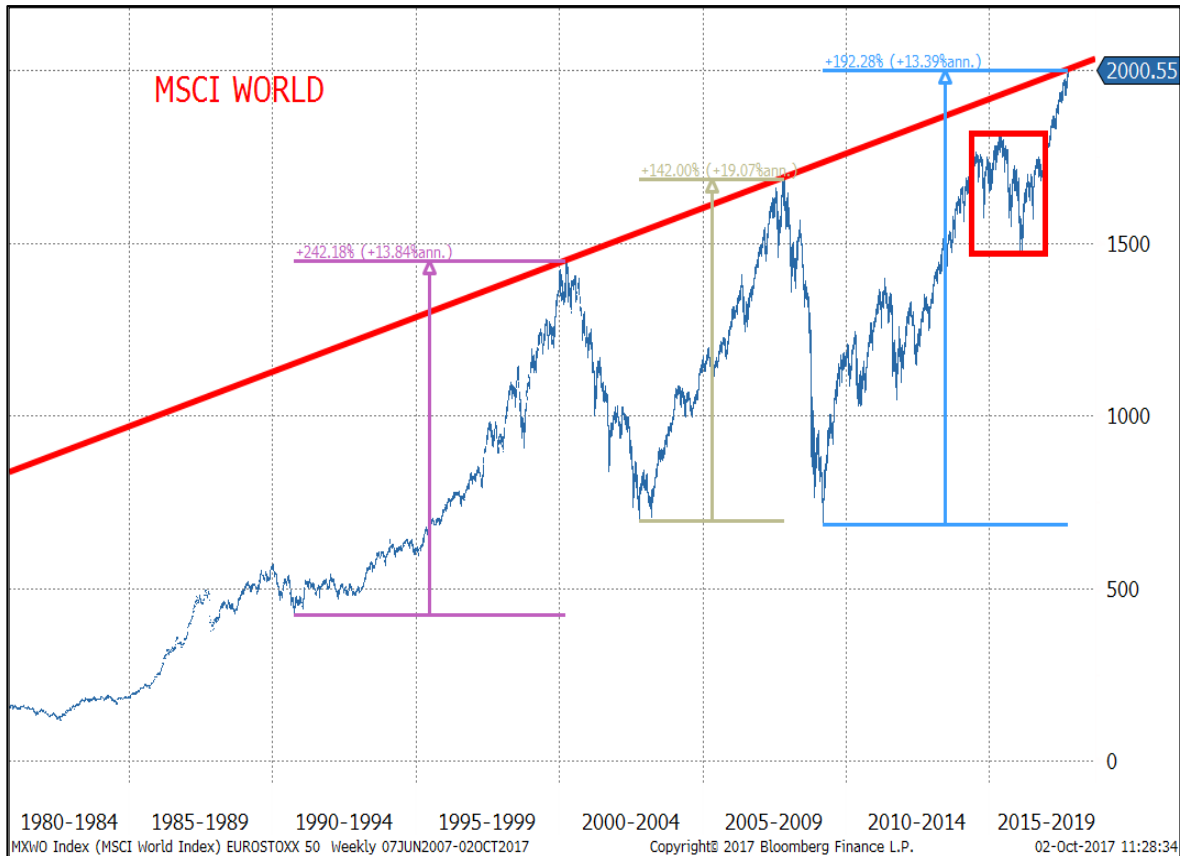
Con los factores de producción que tenemos en Occidente, no podemos ni mantener el Estado de Bienestar ni pagar la deuda acumulada. Por ello, es necesario mantener el sistema subvencionado con nuestras *fiat currencies* (dinero fiduciario) y tipos cero para no entrar en recesión en un mundo donde la deflación de costes laborales unitarios, provocada por la globalización, seguirá haciendo difícil normalizar los tipos, más aun cuando nos enfrentamos en los próximos años a los auténticos retos económicos de la digitalización que sustituye al factor trabajo y el envejecimiento poblacional.

En el momento en el que el mercado reconozca que no hay salida sin deflación o inflación por el conocido como el “helicóptero del dinero” o rotura de los sistemas monetarios porque la inequidad que hay entre el mundo real y el financiero hace que la sociedad rompa el estatus vía políticas radicales, en ese momento, pasaremos de la expansión de multiplicadores de valoración a una severa contracción de multiplicadores.

A pesar de los niveles anormalmente altos de valoración en Estados Unidos, no deja de sorprenderme la complacencia que existe en estos momentos y, como me recordaba el otro día un amigo, Howard Marks siempre dice que el principal riesgo es creer que no hay riesgo. Como muestra de ello, miren las posiciones netas de futuros del índice VIX, que baten récord históricos en niveles netos cortos, poniendo de manifiesto la complacencia de los inversores.



Creo que existe una buena manera de entender en qué parte del ciclo bursátil mundial nos encontramos y es mirar el MSCI World y reflexionar sobre qué tendría que suceder para romper la magnífica resistencia a la que se enfrenta. Un ciclo maduro de 8 años, con una subida del 193%, no creo que sea el momento idóneo para incrementar el peso de renta variable en las carteras.



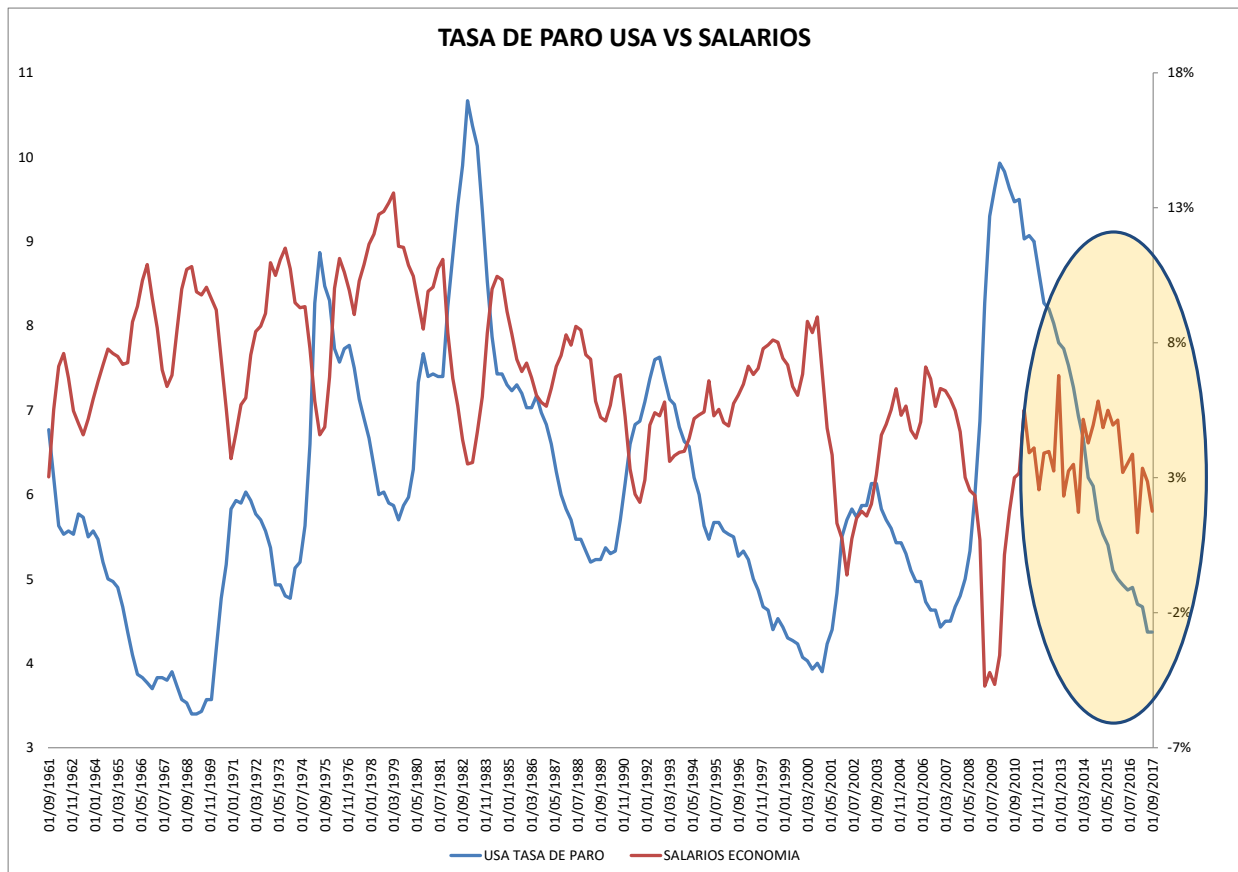
Este ciclo ha venido dominado por un excepcional crecimiento de beneficios del 76%, una rentabilidad por dividendo anual del 2,5% y una expansión del PER desde 9,5x hasta 17,8x actuales. Además, hay otra serie de factores, como la excepcional expansión del balance de 14 trillones de dólares de los bancos centrales, los salarios contenidos por la globalización, la demanda de emergentes -mantenida por la burbuja de crédito china-, un ajuste de costes sin precedentes y una situación fiscal muy razonable, que han hecho que este ciclo sea único en la historia.

Piensen ahora qué tiene que suceder para romper esa barrera justo en un momento en el que ni las condiciones monetarias van a mejorar ni los salarios van a bajar, a no ser que nos metamos en recesión, lo que por el momento no tiene pinta de ocurrir.

Si los salarios rompieran al alza, eso se convertiría en algo positivo para las ventas, aunque los márgenes caerían debido a que esta subida de salarios implicaría un aumento de la inflación. En el caso de que al final no se pueda normalizar el balance de los bancos



centrales y subir tipos sea complicado por la alta sensibilidad de las economías endeudadas, se pondrá de manifiesto la trampa de deuda y la contracción de los multiplicadores hará que también sea difícil que se sobrepase esa barrera. En última instancia, recordad que, aunque se pudiera dar el caso de romper al alza, llevamos un movimiento tan vertical que más pronto que tarde debería tener lugar una corrección del 10%, con un RSI (índice de fuerza relativa) semanal medio de los últimos seis meses en 70, lectura no sostenible.



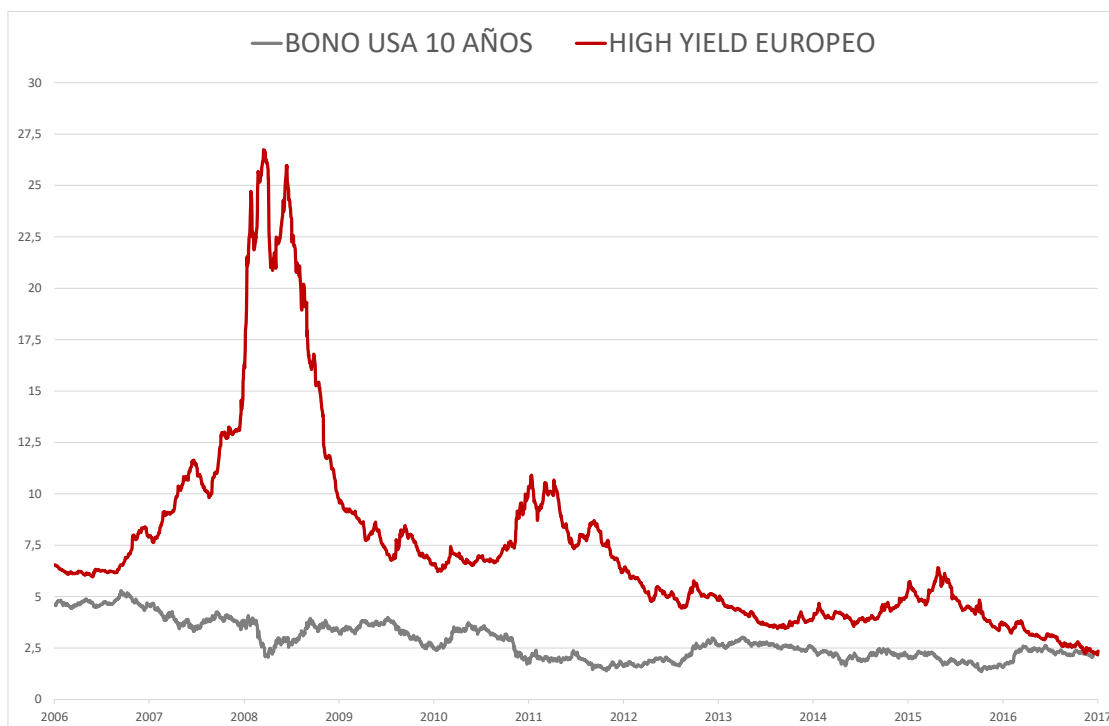
Tanto la situación de la tasa de paro en Estados Unidos como el nivel de los salarios constituyen dos buenos indicadores para saber la velocidad a la que la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) tiene pensado reducir su balance, ya que, habiendo enterrado la curva de Phillips, es complicado que, a estas alturas, con la digitalización, la globalización y el envejecimiento poblacional vayamos a ver unos salarios que crezcan de manera inflacionaria.

El objetivo de la Fed es generar sensación de normalidad, pero, en la realidad, es complicado que los tipos puedan subir teniendo en cuenta el nivel de deuda existente. Les recuerdo que el techo de deuda se tiene que negociar, aunque ahora se han dado una tregua por los huracanes y probablemente la dialéctica vaya por la normalidad, aunque lo importante es el movimiento del bono a 10 años estadounidense, que es el que marca la sensibilidad de la demanda real, dado que es la referencia de las hipotecas inmobiliarias. Es

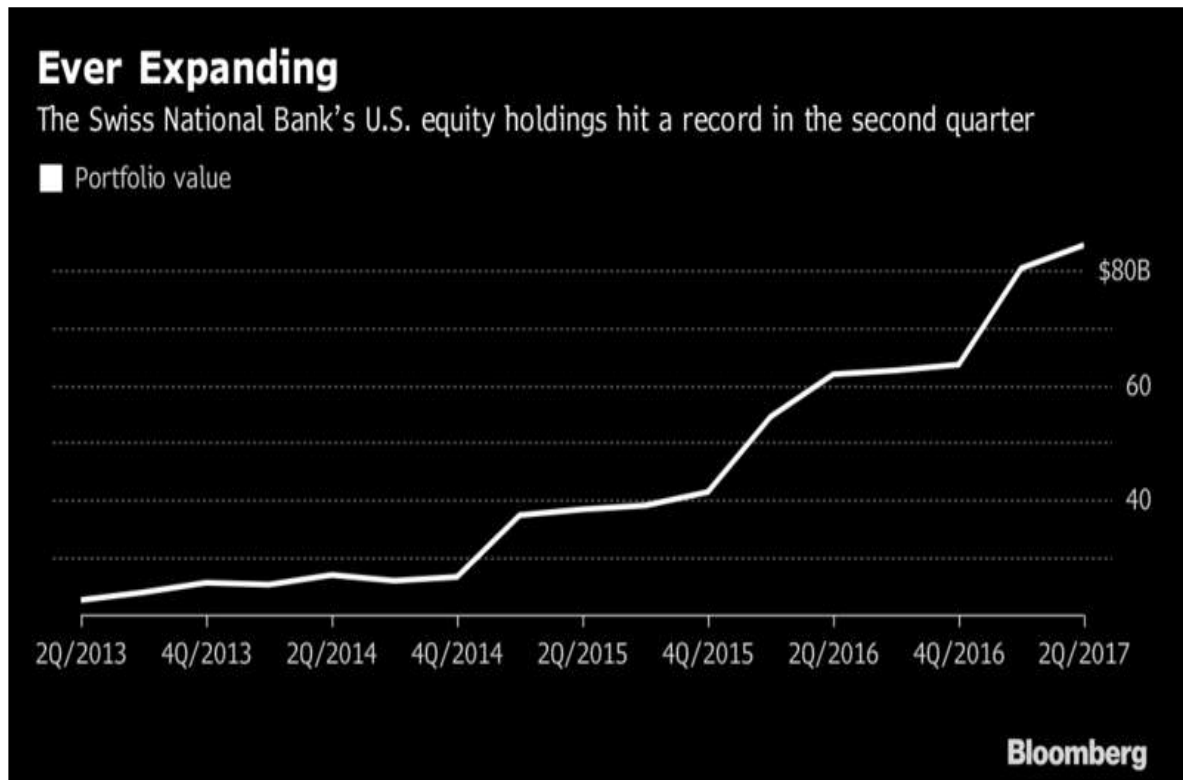
parecido a lo que sucede en Europa, donde el Banco Central Europeo (BCE) habla de reducir balance y, con ello, ha conseguido que los tipos a largo plazo suban. Aun así, la realidad es que el Euribor a 12 meses, el que afecta a las hipotecas en este caso, se sitúa en el -0,174%, marcando un nuevo mínimo histórico.

En el caso europeo, la caída del dólar hace más arriesgada la estrategia de reducción del balance, puesto que no es sostenible que Europa conviva con un tipo de cambio por encima de los 1,20 dólares por euro. Mi recomendación sigue siendo comprar dólares si volvemos a la zona de 1,20-1,22, ya que, de suceder, será por una caída en la inflación y no por un incremento de los salarios o por unos datos macro flojos. Esta situación haría que Mario Draghi, presidente del BCE, retrasase su ajuste del balance ante la desaceleración de las exportaciones y mandase un mensaje muy *dovish* al mercado.

En cualquier caso, si la valoración de las bolsas mundiales me parece excesiva, lo que realmente está en un precio de burbuja exuberante es la renta fija, mercado al que no se le suele prestar atención. Aquí les recomiendo que se protejan de lo que puede ser un error sin precedentes: si los bancos centrales fallan, las caídas de precios pueden ser equiparables a las de renta variable en sus peores momentos. La burbuja existe porque solo hay un comprador, los bancos centrales, a los cuales les da igual el precio, el beneficio o la pérdida. Lo único que quieren, gracias a su capacidad de imprimir ilimitadamente las *fiat currencies*, es mantener un nivel de tipos cero que permita que la deuda no sea un problema para mantener un estatus de Estado del Bienestar que los factores de producción no pueden pagar.



Que un bono *high yield* de Europa pague lo mismo que el bono a 10 años europeo, es una buena muestra de los niveles de complacencia o intervención de los bancos centrales que estamos teniendo. Y no termina ahí, la intervención de los bancos centrales en los mercados de renta variable también empieza a ser significativa y, como pueden ver en el siguiente gráfico, la posición del Banco Nacional de Suiza en acciones de Estados Unidos se sitúa ya por encima de los 80.000 millones de dólares.



Todo es bonito cuando uno vive subvencionado con tipos al cero y un *stock* de deuda en 217 trillones de dólares a nivel mundial (149 trillones en 2007). Pero esto es una ficción y el día que se acabe terminará muy mal, por no mencionar a la madre de todas las burbujas o burbuja oculta, la china. Pero, probablemente, como las consecuencias de todo esto son tan complejas para la sociedad, intentarán sostener lo insostenible a costa de ir generando pequeñas burbujas en distintos activos.

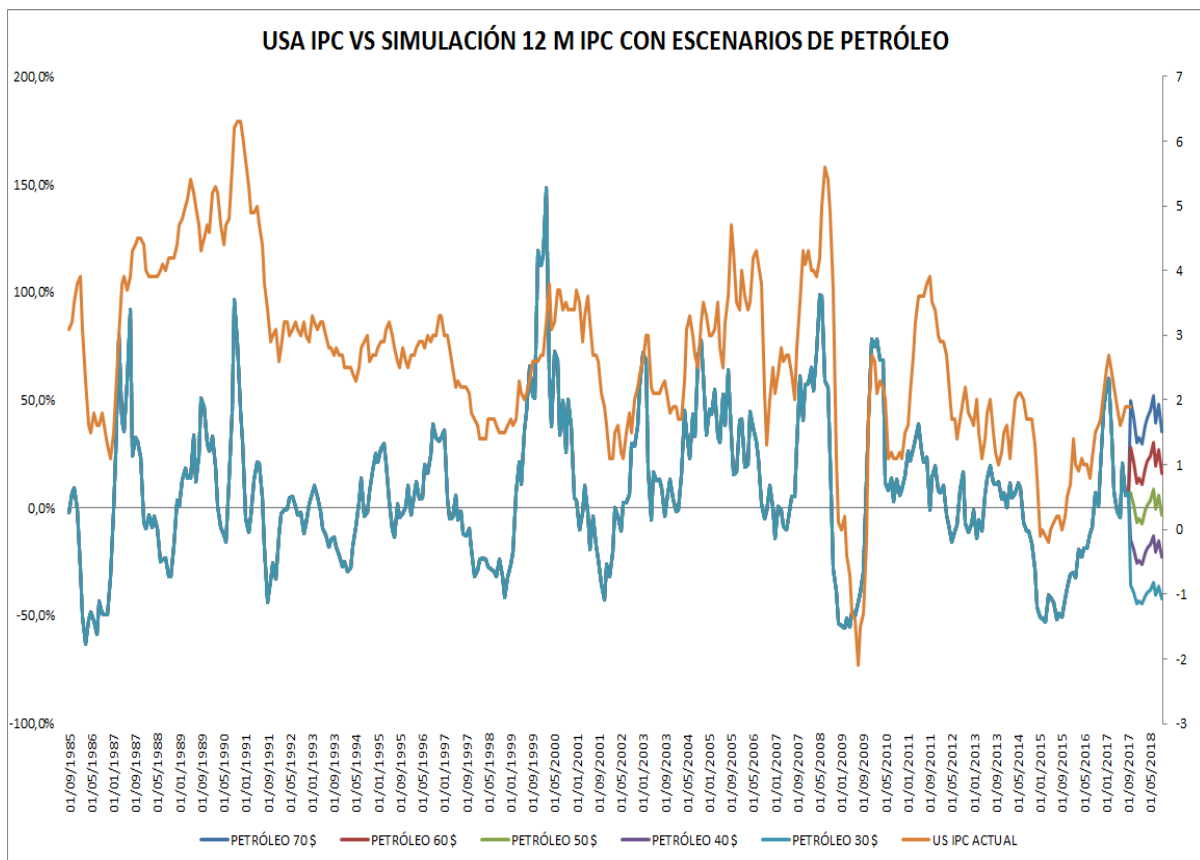
Ahora se ha puesto de moda generar la sensación de que nos encontramos en la segunda "pata" del *reflation trade*. Pero la verdad es que, sin inflación salarial, es un pensamiento vacío de contenido ya que, desde el punto de vista de precios del petróleo, se ve difícil que por bases comparativas podamos pasar por encima del 2% (objetivo de la Fed) con claridad. Si al final se generara inflación salarial, sería una buena noticia para la economía real, aunque los márgenes de las compañías se reducirían, con lo que los beneficios no podrían crecer al ritmo previsto porque, además, la subida de tipos se aceleraría.



El primer experimento de *reflation trade* con Donald Trump, presidente de Estados Unidos, que se dio por bases comparativas de petróleo temporales y que duró hasta abril, fue un fracaso puesto que, en el momento en el que el bono a 10 años estadounidense llegó al 2,7%, se puso de manifiesto que, sin subida de salarios, los sueldos reales se fueron a cero y el mercado de crédito empezó a hacerlo mal. Esta situación se produce cuando hay un *stock* de deuda de 21 trillones de dólares.

Como se ve en el siguiente gráfico, he simulado la variación interanual del precio del petróleo con distintos escenarios de precios para los próximos 12 meses y, por otro lado, he situado la inflación al día de hoy. Así, se ve que solo en un escenario de petróleo a 70 dólares se mantiene una inflación del 2% y que, en contextos distintos, las inflaciones van a volver a caer otra vez, por lo que la segunda "pata" del *reflation trade* se irá difuminando.

Les recuerdo, además, que un petróleo por encima de 60 dólares requiere que la divisa norteamericana cotice al menos en la zona de 1,25-1,30 y eso solo sucederá si no hay subida de tipos y si se ralentiza la estrategia de reducción de balance. Justo lo contrario de lo que el mercado está descontando, amén de la posibilidad de que, a ese tipo de cambio, el BCE deba adoptar una posición de espera en su normalización del balance. La no existencia de posibilidad de inflación puede hacer que el mercado empiece a darse cuenta de los problemas de la trampa de deuda.



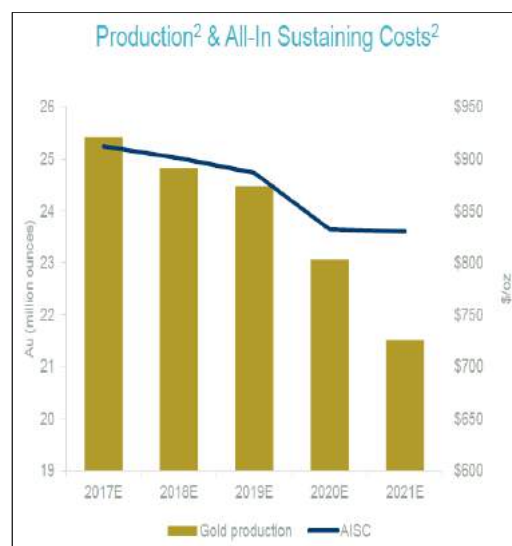
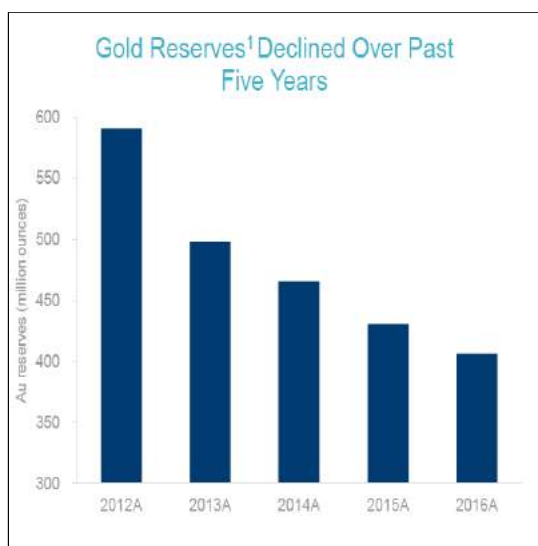
Si al final los salarios subieran, sería el inicio de una mayor compensación de las fuerzas capital y trabajo y la tensión geopolítica se reduciría. Pero los mercados financieros no serían la mejor opción, ni por la subida de tipos, ni por la contracción de márgenes por incrementos salariales.

Vuelve el cisne amarillo

Ante toda esta situación de complacencia y como forma de protección frente a un *stock* de deuda impagable, creo que cada vez tiene más sentido comprar oro, algo que ya hice en 2015 y que voy a retomar ahora. No soy bueno entrando en debates sobre si el oro es un activo que no vale nada, que no paga dividendos, etc. No creo que merezca la pena, teniendo en cuenta que todo depende la visión que cada uno tenga del dinero, pero creo que es un activo que, además de su componente financiero de sustitución del dinero, tiene una demanda propia -del mundo industrial y de la joyería-, que hace que ante una oferta limitada los próximos años y con una demanda estable, podamos ver los precios al alza.

Si hubiera cualquier corrección significativa del mercado -de al menos un 10%-, sería también una excusa perfecta para que el mercado buscara protección en este activo, que algo tendrá cuando los propios bancos centrales lo compran o cuando en aquellos países donde las estructuras sociodemocráticas no permiten tener *fiat currencies* es, junto con el dólar, un instrumento más de pago y de reserva de valor.

Aunque creo que las mineras de oro introducen mucha volatilidad y que es más seguro comprar simplemente el oro en formato ETF (fondos cotizados) con respaldo físico detrás, merece la pena mirar las compañías mineras que han hecho un esfuerzo en reducción de costes muy importante y, a su vez, los ajustes de producción pueden provocar subidas de precios y un mayor apalancamiento operativo. Lo que se pone de manifiesto en el siguiente gráfico -reservas cayendo y AISC (costes de producción totales) por debajo de 850 dólares-, es una buena combinación para el futuro.



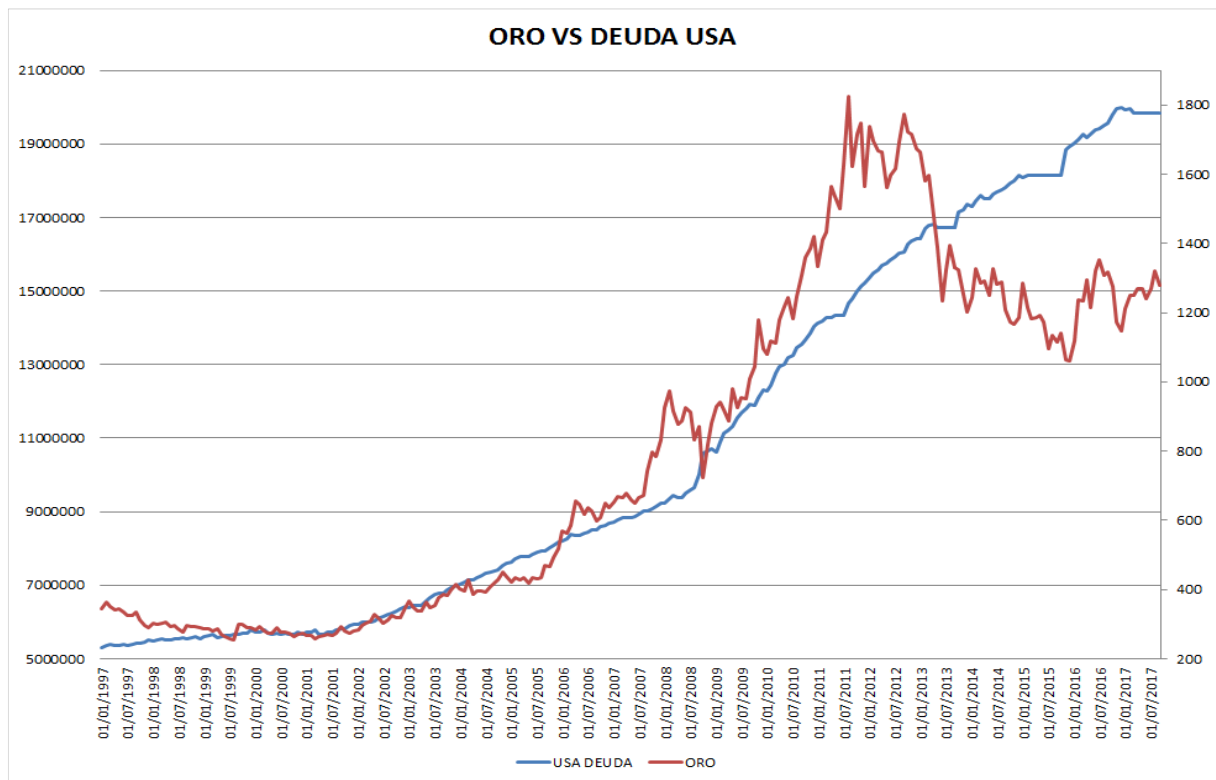
Si el precio del oro rompe la zona de 1.350 dólares, creo que se puede producir un importante *rally* hacia los 1.550 y en el futuro se podría intentar el nivel de máximos por encima de 1.800 dólares. Esto podría hacer que las mineras, representadas en el HUI Index, más que doblaran desde estos niveles, por encima de los 400 puntos. Si la bolsa sigue marcando máximos desde ahora y hasta primavera de 2018 y el oro baja hacia los 1.200 dólares, puede darse la oportunidad perfecta. Así, he vuelto a comprar Goldcorp y Buenaventura para el fondo.



Es significativo comentar que en los últimos meses las compras de oro por parte de los bancos centrales de Rusia y de China se están incrementando de manera notable y, aunque desde la complacencia que generó el QE (*Quantitative Easing* o medidas de expansión monetaria) infinito que en su día propuso la Fed, el oro ha dejado de ser visto como una protección frente a la deuda, creo que en el futuro será, junto con la plata, el activo que proteja de la devastación de las divisas por parte de los bancos centrales.

Para aquellos a quienes les guste la historia del dinero y estén muy aburridos, les recomiendo que se lean el decreto del 19 de octubre de 1868 de la peseta para entender mejor el valor del dinero o que se sumerjan en la historia de los denarios y los distintos emperadores romanos.





Un buen ejercicio para reflexionar sobre el oro y para debatir en familia o con los amigos es ver la situación de Italia y España, dos países con casuísticas políticas internas curiosas, con un único financiador que es el BCE -quien compra la deuda de estos países-, y con unos niveles de deuda por encima del 100% (aunque nuestro país tiene el 100% e Italia el 132% sobre su PIB).

En este escenario, mi pregunta para el debate es la siguiente: ¿teniendo un único financiador Italia y España y teniendo en cuenta sus niveles de deuda, de quién se fiaría más en el caso de que usted tuviera que ser el financiador? La respuesta racional, sin entrar en muchos detalles macro, sería que España, por su menor nivel de deuda. Pero si les pongo un dato adicional sobre Italia que, a pesar de ser el país más endeudado del G4 europeo, tiene 2.451 toneladas de oro frente a las apenas 281 toneladas que posee España, ¿sería su respuesta la misma? Yo, como fiador, lo tendría claro. Más garantías subyacentes tendría Italia que España: un 30% más de deuda, pero un 772% más de oro. Les dejo con este debate, que seguro será interesante, aunque, eso sí, no me confundan el oro con el *bitcoin*.

El dilema de la ruptura del 3.650 en el Euro Stoxx 50 y los bancos europeos

En el siguiente gráfico se aprecia la significativa resistencia que supone la zona de los 3.650 puntos (su ruptura puede proyectar hacia la de 3.850). En la medida en que los índices de Estados Unidos siguen marcando máximos, muchos inversores se preguntan si esa ruptura se producirá o no. La respuesta, probablemente, reside en lo que haga el sector



bancario a partir de ahora, después de subir más del 50% desde los mínimos de junio de 2016.

Atendiendo a los fundamentales y asumiendo un beneficio por acción (BPA) para 2018 de 230 puntos, a los niveles actuales de 3.594 puntos y con un de PER 15,6x, creo que estamos más que justamente valorados. Y considero que una ruptura por encima sería buena oportunidad de venta. Un BPA de 230 es una cifra relevante, teniendo en cuenta que el de 2016 fue de 173 puntos, es decir, no hace falta decir que soy pesimista con los beneficios en Europa.



El tema de los bancos es interesante en la medida en que son la clave para continuar con el movimiento al alza o tomar beneficios y esperar a comprar en la zona de 3.250 puntos otra vez. La subida del sector ha venido marcada por la subida del *bund* alemán desde niveles del -0,20% hasta el 0,45%, pero, como se ve en el gráfico, el Euribor ha seguido su curso descendente hacia el nivel de -0,174%. Esto es relevante puesto que la dialéctica del BCE ha permitido generar expectativas, pero ha sido muy hábil en mantener en mínimos el Euribor, tipo que afecta a las hipotecas y, por tanto, a la demanda interna.

Como se refleja en el gráfico que aparece a continuación, los bancos se han pegado al bono a 10 años, a pesar de que lo que les debe afectar positivamente es que el Euribor suba. Por eso, después de la espectacular subida del sector, puede ser que se tome un respiro hasta que se den muestras inequívocas de que el Euribor vuelve a positivo.



La oportunidad de comprar el sector de telecomunicaciones

Desde principios de 2016, el sector ha caído en términos relativos un 25% frente al mercado y ahora que nos encontramos en mínimos históricos es, quizás, el mejor momento de comprar un sector en el que las noticias regulatorias están más que descontadas.

Además, hay que tener en cuenta que hay muchas compañías con generación de FCF *yield* (*free cash flow yield*) por encima del 7%, cotizando a EV/EBITDA por debajo de 6x y con una rentabilidad por dividendo superior al 4%. Para mí es una de las opciones claras para los próximos 12 meses y, por ello, Pangea tiene posiciones en BT Group, TDC, Orange y Telecom Italia.





Creo tener una cartera lo suficientemente defensiva con valores de calidad que presentan infravaloración clara y pueden dar rentabilidad positiva en el momento en que el mercado estadounidense muestre algún tipo de corrección.

Un saludo,

Alberto Espelosín

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

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Pangea Insight](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto de un adecuado asesoramiento personalizado. El documento informativo de la carta mensual ha sido elaborado a fecha de 09/10/2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.