

Abante Pangea

Alberto Espelosín destaca en su carta cómo la selección de valores y la cobertura flexible de la cartera están aportando valor al fondo. Pero advierte de que, “a pesar de la **excelente rentabilidad acumulada** y la alegría profesional que eso genera, mi **preocupación sobre el ciclo** ensombrece todo, y es que creo que el sistema está empezando a chirriar por todos los lados y no veo razón alguna para incrementar los niveles de riesgo”. Y señala que la rotación de acciones que ha hecho en los últimos meses en Pangea le hacen sentir cómodo para 2017: “Creo haber perfilado una **cartera robusta ante cualquier circunstancia de mercado**”.

En su análisis de la situación económica y las **políticas monetarias** dice que el gran problema al que nos enfrentamos es que “después de todo lo que se ha hecho durante los últimos años, la **tracción de la economía es muy reducida**”. Por otra parte, explica que la evolución del **consumo privado** se ve ensombrecida por la contribución negativa de la inversión debido al **final del ciclo de beneficios empresariales**, “que es una realidad desde hace tiempo”.

Respecto la decisión que pueda tomar la **Reserva Federal sobre los tipos de interés**, escribe: “No espero que los tipos se muevan en este escenario de caída de la inversión, beneficios deprimidos, dólar apreciado y elecciones en noviembre”.

El gestor también da su visión de mercado, con un análisis de las estimaciones de beneficio por sectores en el Euro Stoxx y repasa la evolución de las **principales posiciones de su cartera**, entre las que destacan Telekom Austria, K+S, EON, Telecom Italia y CIR. También comenta la situación de Pharol.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-Sep-16
Valor liquidativo 10,654€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2016	11,30%	4,64%	-0,53%	1,09%	2,31%	0,35%	1,74%	1,08%	0,13%	0,05%		
2015	2,0%	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%



twitter



linkedin



youtube



unice



abanteasesores.com

Carta del gestor

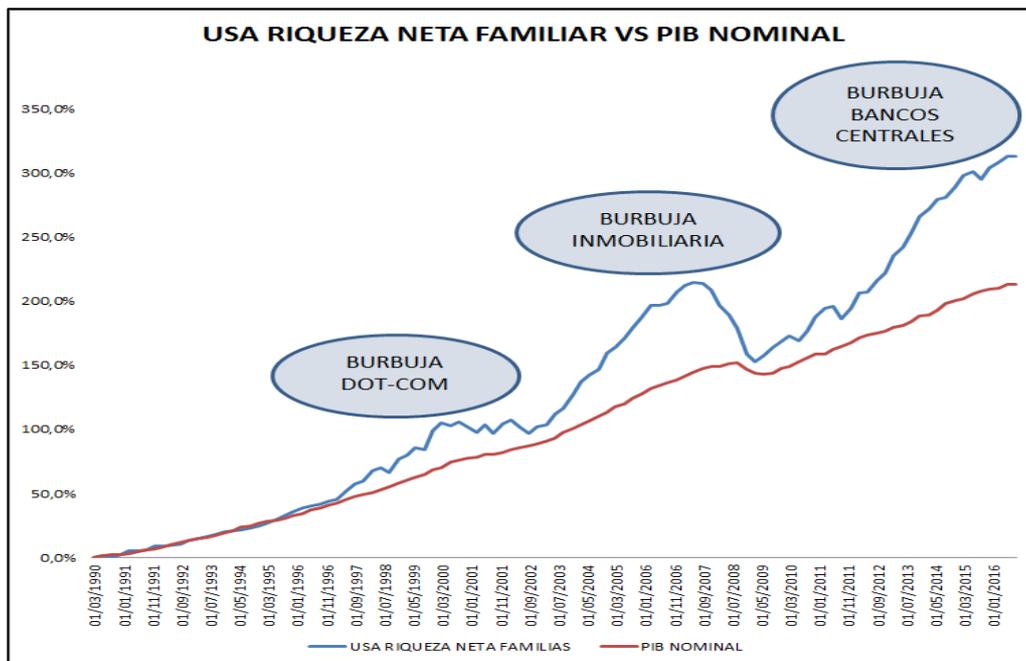
APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2016 ABANTE PANGEA FUND													
	ene.-16	feb.-16	mar.-16	abr.-16	may.-16	jun.-16	jul.-16	ago.-16	sep.-16	oct.-16	nov.-16	dic.-16	TOTAL
Acciones	-0,20	-2,18	2,78	2,05	0,51	0,63	2,33	0,37	0,39				6,69
RWE	0,97	-0,89	0,51	0,70	-0,14	0,38	0,06						1,60
Barrick Gold	1,23	0,03											1,26
E.ON	0,62	-0,51	0,20	0,46	0,03	0,23	0,08	-0,16	-0,48				0,48
Ivanhoe Mines	0,03	0,02	0,10	0,12	-0,04	0,02	0,10	0,07	0,00				0,43
Turquoise Hill Resources	-0,26	0,10	0,24	0,16	-0,02	0,11							0,33
Acerinox	0,12	0,21											0,32
Telekom Austria	0,07	0,15	0,20	0,03	0,03	-0,11	0,02	-0,07	-0,05				0,29
Dietzen	-0,24	0,37	0,14	0,02									0,29
K+S	-0,01	0,07	0,20	0,14	0,09	-0,17	0,04	0,01	-0,08				0,28
Nokia				-0,01	0,14	0,07	0,03	0,01	0,04				0,27
Covestro	0,02	0,09	0,15	0,01									0,27
C&C Group	-0,12	-0,12	0,47	-0,04	0,20	-0,19	0,03	0,06	-0,03				0,26
Tesco	0,17	0,04	0,03		0,02	0,01	-0,06	0,03	0,02				0,26
Tim Participaciones	-0,05	0,09	0,20										0,24
Uniper Namen									0,21				0,21
Antofagasta	-0,64	0,62	0,16	0,05	0,02	-0,01							0,20
Sanofi	0,00	0,04	0,02	0,05	0,05	0,04	0,00	0,00	-0,01				0,19
Gazprom	-0,01	0,00	0,16	0,04									0,18
Anglo American		0,13											0,13
CIR	-0,16	-0,04	0,43	0,10	0,00	-0,12	0,08	-0,12	-0,04				0,13
Syngenta					-0,01	-0,03	0,02	0,15					0,13
TDC	-0,47	-0,02	0,31	0,10	0,05	-0,01	0,09	0,03	0,04				0,12
Telecom Italia		0,03		-0,01	0,03	-0,15	0,23	0,16	-0,18				0,11
Orange					0,04	0,02	0,02		0,03				0,11
Buenaventura	-0,11	0,21											0,10
BBVA	0,01	0,09											0,09
Banco Santander	0,02	0,06											0,08
Telefónica Deutschland						0,02	0,05	0,00	0,01				0,08
Royal Dutch Shell	0,03	0,02											0,06
Yara International						0,00	0,04	0,04	-0,03				0,05
STMicroelectronics				0,02	0,00	0,01	0,01						0,04
Novartis			-0,01	0,04	0,02								0,04
Airbus						0,02	0,02						0,04
Generali						-0,02	0,05						0,03
ArcelorMittal		0,03											0,03
Axa						0,02	0,01						0,03
Carrefour						0,01			0,03				0,03
Merck			0,00	0,03									0,03
Banco Popolare							0,03						0,03
Marie Brizard					0,05	0,00	-0,04	0,00	0,02				0,03
Telefonaktiebolaget		0,00							0,02				0,03
Almiral					0,00	0,01	0,00	0,00	0,01				0,03
SBM Offshore	0,01					0,01	0,00						0,02
Unicredit							0,02						0,02
Mapfre		0,01											0,01
Samsung Electronics	0,01												0,01
Maier Technimont									0,01				0,01
Eutelsat Communications						0,01							0,01
Vivendi						0,01	0,00						0,01
Telefónica		0,00				0,03	-0,02						0,01
Metro			0,01										0,01
Astrazeneca						0,00							0,00
Luxxotica									0,00				0,00
Newmont Mining	-0,01												-0,01
Galp Energia	0,01	-0,02											-0,01
Europcar		0,02			0,00	-0,05	0,00	0,02	0,01				-0,01
Kinross Gold	-0,05	0,03											-0,02
Novo Nordisk									-0,04				-0,04
Carlsberg	-0,09	0,05											-0,05
Lufthansa					0,00	-0,05	0,00						-0,05
Verbund	-0,12	-0,28	0,25	0,09	-0,01								-0,08
Royal Gold	-0,09												-0,09
Goldcorp	-0,11	0,02											-0,09
Deleco	0,02	-0,11	0,11	-0,04	-0,04	-0,10	0,05	0,01	-0,04				-0,14
Engie	-0,25	-0,03	-0,03	0,03	0,03	0,04	-0,01		0,01				-0,20
Pharol	-0,61	-1,21	-0,94	0,17	-0,05	-0,13	1,39	0,13	0,92				-0,33
OI	-0,14	-1,48	-0,12	-0,23	0,03	0,71							-1,22
DERIVADOS	4,41	1,74	-1,51	-0,06	-0,29	0,46	-1,09	-0,05	-0,20				3,39
DIVISA Y RENTA FIJA	0,43	-0,10	-0,19	0,32	0,13	0,66	-0,16	-0,19	-0,14				0,90
TOTAL RESULTADO CARTERA	4,64	-0,53	1,09	2,31	0,35	1,74	1,08	0,13	0,05				11,30



Septiembre ha sido un mes plano en la mayoría de los índices y Pangea ha subido ligeramente, por lo que la rentabilidad acumulada en el año es del 11,30%. Este resultado se ha conseguido con una inversión neta del 0%, con una cartera de contado invertida en la zona del 23% de media, y cubierta prácticamente todo el tiempo y mayoritariamente con la venta de futuros del S&P 500. La generación de alfa sigue siendo muy elevada, ya que la inversión bruta en renta variable en el año no ha superado, de media, el 35%. Por un lado, destacan los 6,7 puntos de rentabilidad que ha aportado la selección de valores. Por otro, la flexibilidad de la cobertura de derivados ha supuesto 3,39 puntos positivos, pese a que el S&P 500 acumula en el año una subida del 6%. Las razones por las que esta parte de la estrategia del fondo esté aportando tanto valor en el año son, en primer lugar, la mencionada flexibilidad con la cobertura, dentro del rango medio 0-35% de exposición neta; en segundo, haber aprovechado la caída del índice estadounidense a principios de año y, en tercero, haber jugado de forma positiva los eventos colaterales del *brexit*.

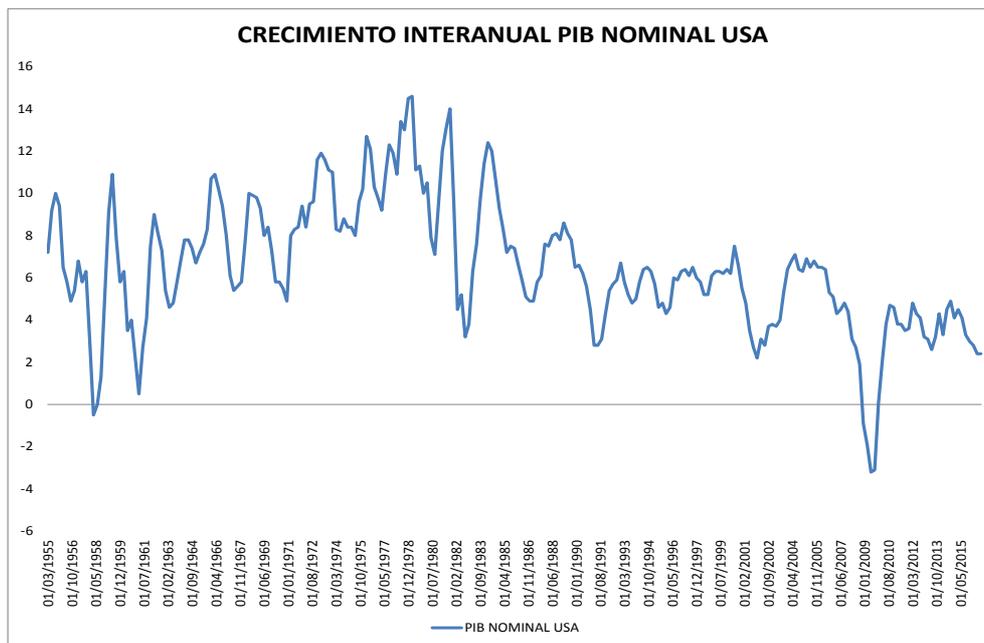
A pesar de la excelente rentabilidad acumulada, con la alegría profesional que eso genera, mi preocupación sobre el ciclo ensombrece todo. Creo que el sistema está empezando a chirriar por todos los lados y no veo razón alguna para incrementar los niveles de riesgo desde los actuales. El siguiente gráfico explica por qué sigo invertido neto en la zona del 0-35%, teniendo en cuenta que puedo llegar hasta el 140%. A estas alturas de mi vida no puedo traicionar al análisis de posiciones de riesgo basado en el análisis *value* de la macro.

A pesar de las condiciones de ciclo, todos los años hay valores que suben y bajan, así que será en la selección de compañías donde seguiremos buscando rentabilidad. La rotación de acciones que Pangea ha realizado en los últimos meses me hace sentir muy cómodo para 2017, ya que creo haber perfilado una cartera robusta ante cualquier circunstancia de mercado.



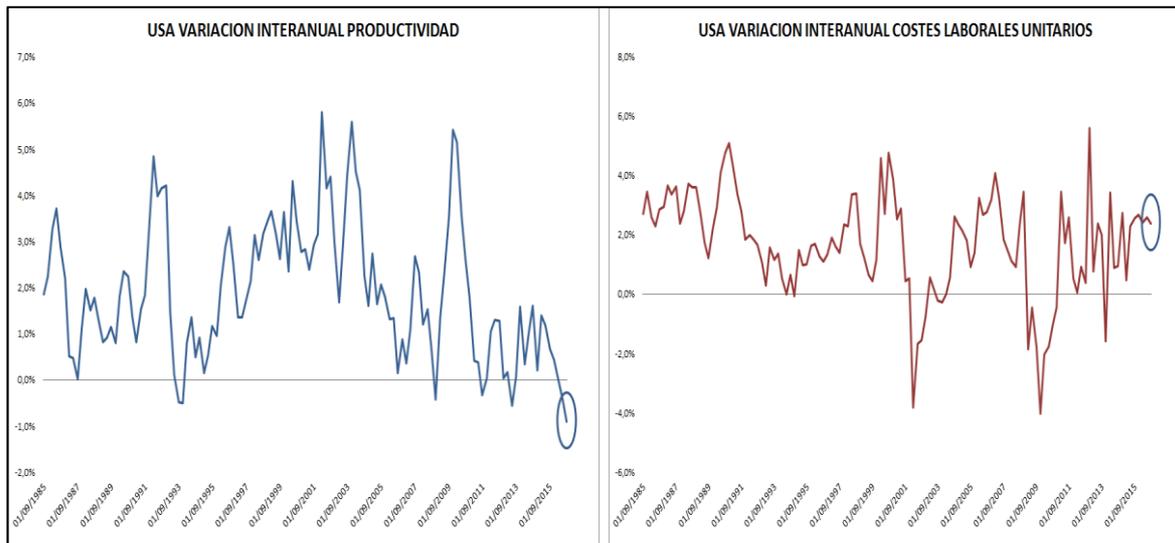
Las razones para situarme en una posición de riesgo muy baja, dado que no veo margen de seguridad hasta que los mercados ajusten sus valoraciones con una corrección del 10-15% en los próximos trimestres, son: la ineffectividad de las políticas monetarias ante la preferencia del sector privado por el ahorro, el peligro de la complacencia máxima con la puesta en marcha de *helicopter money*, el peligro de utilizar los superávits primarios como excusa para recurrir ahora a políticas fiscales expansivas, la reforma de la constitución de Italia, las elecciones estadounidenses, el acuño del nuevo término *frexit* y su utilización por parte de Le Pen y la sobrestimación de beneficios de 2017 para justificar una evolución mediocre de las cifras de 2016.

Aquí el gran problema al que nos enfrentamos es que, después de todo lo que se ha hecho en política monetaria durante los últimos años, la tracción de la economía es muy reducida y, como pueden ver en el siguiente gráfico, el PIB nominal está en la parte más baja de crecimiento desde que salimos de la crisis. Esta es la realidad, a pesar de que queramos construir un orden imaginativo en el que todo es perfecto. El mundo financiero, y su representación en términos de activos de renta fija y renta variable, no necesita más ayuda ni intervención, déjenos que nos equivoquemos o acertemos solos, preocúpense, en todo caso, de empezar a hacer un QE social, quizás así obtengan el reconocimiento de la sociedad civil.

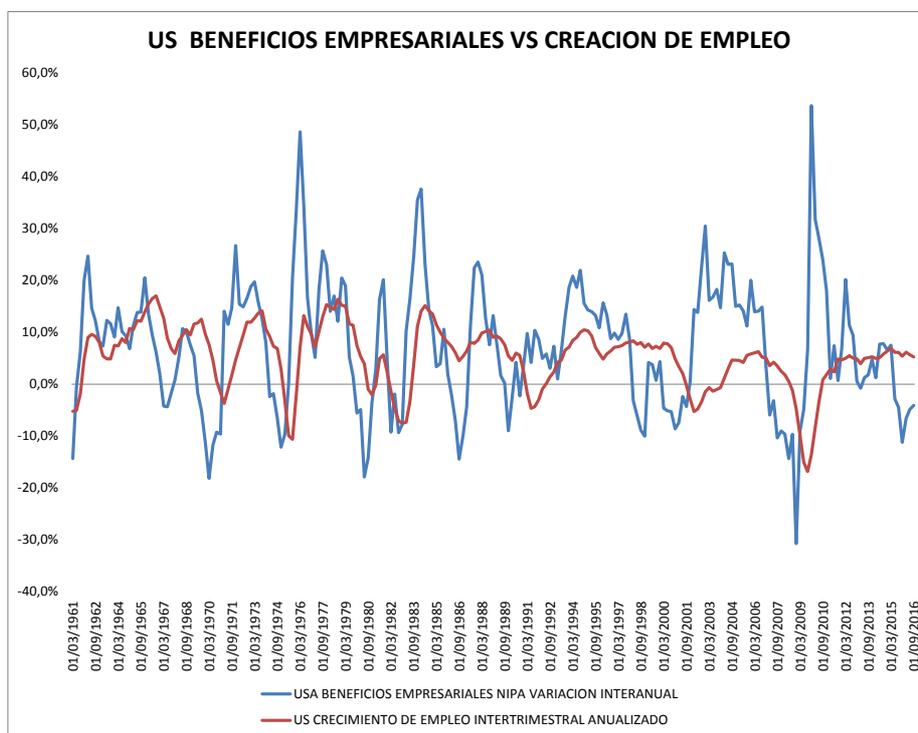


La excelente evolución del consumo privado -gracias a las bajas tasas de paro y al crecimiento estable del 2,5% de las ganancias medias por hora- se ve oscurecida por la contribución negativa de la inversión como consecuencia del final del ciclo de beneficios empresariales, que es una realidad desde hace tiempo y que se ha agudizado ahora por la diferencia de crecimiento entre costes laborales unitarios y productividad.

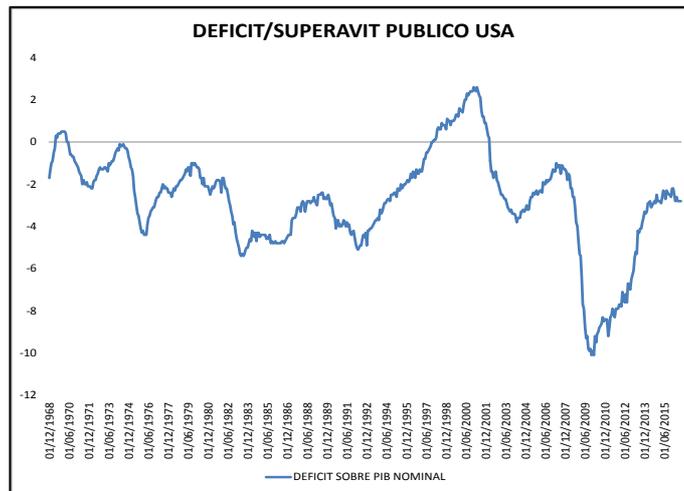




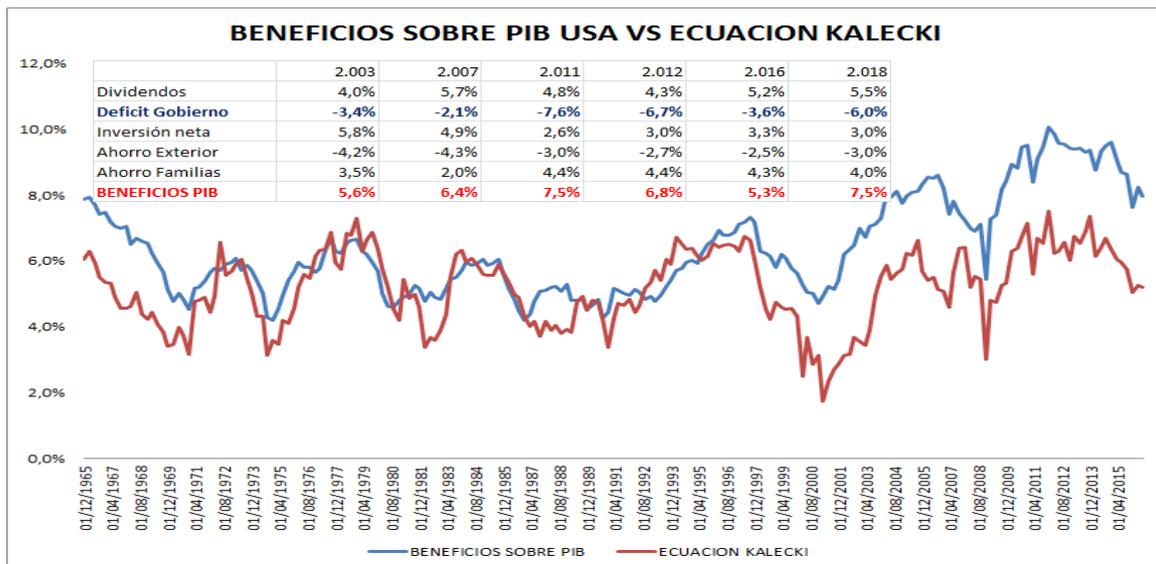
El resultado de todo esto es que los beneficios empresariales empezaron a caer hace tiempo – llevan siete trimestres seguidos haciéndolo, para ser más exactos-. En esta situación, la tasa de paro, que es un indicador adelantado, nos empezará a dar malas noticias en breve. El mercado hace tiempo que no se mueve en función de los fundamentales macro, sino que baila al son de los mensajes sobre la subida o no de los tipos de interés y de la manipulación que provoca la Reserva Federal de Estados Unidos con sus discursos.



No espero que los tipos se muevan en este escenario de caída de la inversión, beneficios deprimidos, dólar apreciado y elecciones en noviembre. Al contrario, creo que en menos de doce meses la Fed tendrá que volver a hablar de QE o de la nueva medicina que quiera aplicar, es decir, política fiscal aduciendo que hay un control del déficit razonable.



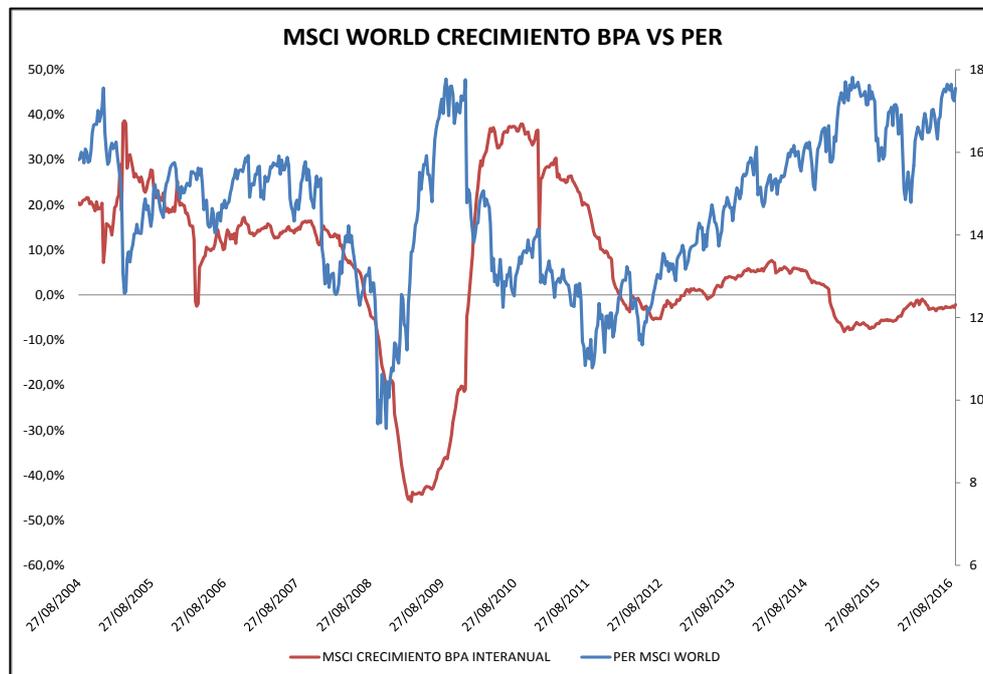
Creo que en un mundo donde el mayor problema es el envejecimiento poblacional y cómo financiarlo, la baja productividad y una moneda, el dólar, con la que se financia todo el mundo y que sustenta una deuda que cada día crece más, la probabilidad de ver el bono a 10 años estadounidense en el 1% se incrementa cada vez más. Y después de utilizar política fiscal... ¿Qué haremos? La Fed empezará con un programa oficial de compra de acciones. Cada día que pasemos sin afrontar el problema de la inflación de activos en distorsión con la realidad social, más peligro tendremos de sufrir un *shock* en las carteras, pese a que recurramos a una falsa complacencia. Si al final se produce un incremento del gasto fiscal, este podría ser una buena medicina para el corto plazo e incluso provocar que los márgenes empresariales - aplicando la ecuación de Kalecki y dejando estables el resto de variables- pudieran subir. Pero, debido al aumento de la deuda por encima de los 20 trillones de dólares (10 trillones en 2008), limitaría más el crecimiento del PIB a largo plazo. Miren en la siguiente tabla la simulación de márgenes en 2018 si se incrementa el déficit.



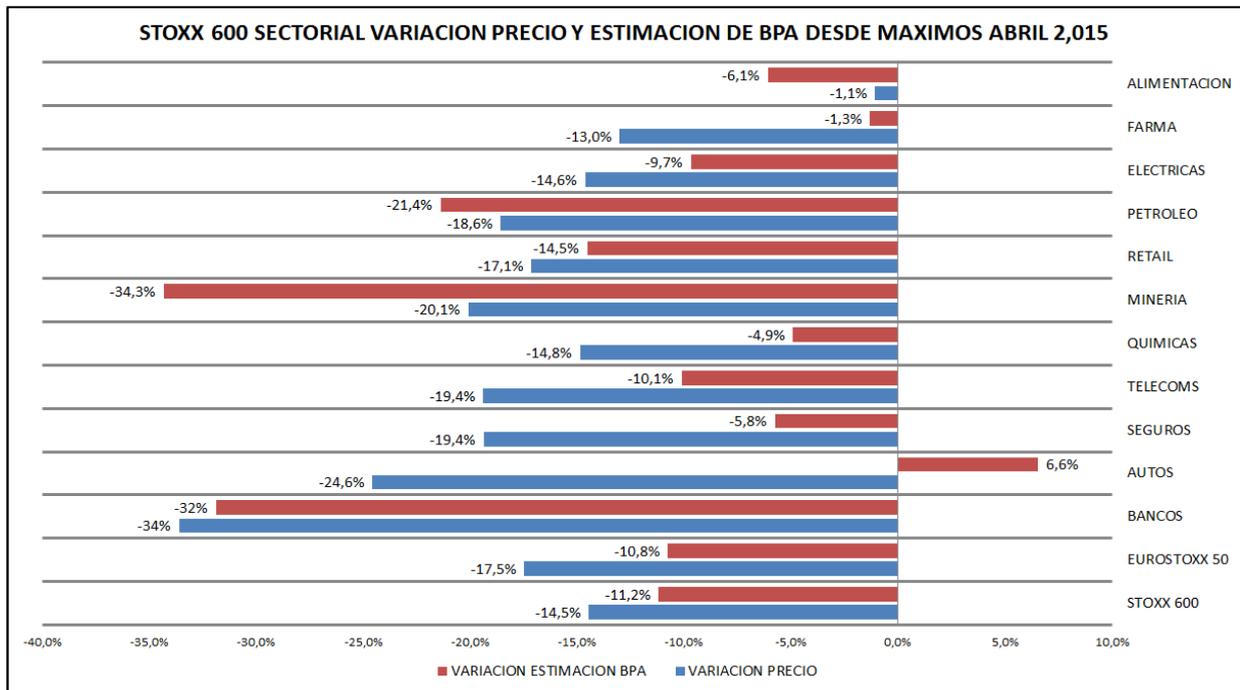
BENEFICIOS: INVERSION-AHORRO FAMILIAS-AHORRO GOBIERNO-AHORRO EXTERIOR+DIVIDENDOS

Con todo ello, aunque el S&P 500 pueda hacer un último movimiento hacia los 2.300 puntos, **NO HAY MARGEN DE SEGURIDAD**, por fundamentales, para creer en una expansión de beneficios empresariales, ni tampoco se puede hacer mucho más con la expansión del PER (*Price earnings ratio*). Por ello, sigo pensando que el índice estadounidense volverá al rango 1.850-2.130 y, más concretamente, a la parte de baja del mismo. Así, comprar opciones *put* por encima de 2.250 o vender futuros sobre S&P 500 en la “falsa ruptura del rango” puede ser la mejor tesis de inversión de los próximos trimestres. No veo una salida del rango por abajo en el corto plazo, pero sí creo que vamos a estar dando vueltas en ese rango durante mucho tiempo.

El problema del bajo crecimiento de beneficios y la excesiva expansión de PER se produce también a nivel mundial, por ese motivo, es la rotación sectorial la que puede generar valor en los fondos en los próximos meses. Realmente nos enfrentamos a una decisión muy importante: comprar cíclicas o no, comprar bancos o no.



En Europa no pasa nada distinto de lo que sucede en otras zonas geográficas, con la única salvedad de que tanto bancos como recursos básicos siguen sin presentar una mejora en las estimaciones de beneficios. La tabla de abajo explica muy bien la caída de los precios del Euro Stoxx 50 y los sectoriales del Stoxx 600 desde los máximos de abril de 2015. Al final, como me canso de repetir, la bolsa sube o baja en el medio plazo por la subida o bajada de los beneficios empresariales, buscar otras explicaciones es ser víctima de la necesidad de dar explicaciones en el corto plazo.



Mientras no exista una estabilización de las estimaciones de los bancos no va ser sencillo establecer si el consenso esperado para los próximos años en Euro Stoxx 50 sostiene o no una ruptura con garantías en los próximos meses de la zona de 3.150 puntos, que sería la que llevaría al índice al nivel de los 3.450.

YEAR	REAL EPS	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				EUROSTOXX 50 PRICE			AVERAGE SX5E VS MODEL				P/E MIN	P/E MAX	P/E AVG
		12	13	14	15	MIN	MAX	AVG	12	13	14				
2.003	143	1.716	1.859	2.002	2.145	1.850	2.761	2.421	705	562	419	276	12,9	19,3	16,9
2.004	233	2.796	3.029	3.262	3.495	2.580	2.960	2.804	8	-225	-458	-691	11,1	12,7	12,0
2.005	281	3.372	3.653	3.934	4.215	2.924	3.616	3.207	-165	-446	-727	-1.008	10,4	12,9	11,4
2.006	311	3.732	4.043	4.354	4.665	3.408	4.141	3.793	61	-251	-562	-873	11,0	13,3	12,2
2.007	346	4.152	4.498	4.844	5.190	3.906	4.558	4.316	164	-182	-528	-874	11,3	13,2	12,5
2.008	148	1.776	1.924	2.072	2.220	2.166	4.339	3.321	1.545	1.397	1.249	1.101	14,6	29,3	22,4
2.009	194	2.328	2.522	2.716	2.910	1.810	2.992	2.523	195	1	-193	-387	9,3	15,4	13,0
2.010	248	2.976	3.224	3.472	3.720	2.489	3.018	2.780	-196	-444	-692	-940	10,0	12,2	11,2
2.011	174	2.088	2.262	2.436	2.610	1.995	3.068	2.612	524	350	176	2	11,5	17,6	15,0
2.012	163	1.956	2.119	2.282	2.445	2.069	2.660	2.412	456	293	130	-33	12,7	16,3	14,8
2.013	141	1.692	1.833	1.974	2.115	2.512	3.111	2.793	1.101	960	819	678	17,8	22,1	19,8
2.014	166	1.992	2.158	2.324	2.490	2.875	3.315	3.145	1.153	987	821	655	17,3	20,0	18,9
2.015	145	1.740	1.885	2.030	2.175	3.008	3.829	3.443	1.703	1.558	1.413	1.268	20,7	26,4	23,7
2.016	206	2.472	2.678	2.884	3.090	2.680	3.178	2.969	497	291	85	-121	13,0	15,4	14,4
2.017	231	2.772	3.003	3.234	3.465										
2.018	255	3.060	3.315	3.570	3.825										
Average													13,1	17,6	15,6

Como se puede ver en la tabla anterior, las estimaciones para los próximos años hacen pasar el BPA (beneficio por acción) del Euro Stoxx 50 desde 145 hasta 231 en 2017 y 255 en 2018. Multipliquen por el PER que quieran y tendrán sus precios objetivos (acuérdense con el PER que los bancos y aseguradoras pesan más del 20%, así que no se animen mucho a irse por

encima de 14x). El mercado ha sido siempre sobre optimista con la estimación de beneficios, como todos los años. Si usted elige el margen de seguridad, retrase la obtención de la estimación del BPA de 2017 hacia mediados de 2019 y aplicando un PER normal tendrá la situación que podemos esperar y que se traduce en que, aunque se traspase la zona de los 3.150 en un posible rally de Navidad, enseguida aparecerán fuertes resistencias en el nivel de los 3.350-3.450. Les dejo un gráfico que ilustra esta idea.



Definir cuál es el margen de seguridad para Pangea a la hora de comprar bancos no es fácil, ya que hay que partir de un árbol de decisiones complicado, sobre todo si partimos del pensamiento de que los tipos se van a quedar muy bajos durante muchos años y que todo depende del incremento de los volúmenes de crédito en una situación en la que el sector privado, por el momento, está rechazando volver a endeudarse.

Mi problema es saber detectar el ROE que los bancos van a tener en un escenario de tipos bajos. Asumiendo un ROA (retorno sobre activos) del 0,40%, en el que va incluido un coste del riesgo en la zona de los 50 puntos básicos y un margen de intermediación del 1,2%, junto con un 0,8% de otros ingresos, lo que debo es multiplicar ese ROA por el apalancamiento del balance los bancos para saber el ROE. Si admitimos 15x de apalancamiento, nos vamos al 6% de ROE y con 20x, al 8%. Esto es muy relevante a la hora de determinar el PER que pagamos por la banca, que puede ir desde el 8 o el 9 hasta un escenario más conservador de 7-8 o de 9-11 en el caso de entidades con más calidad. Ya saben que la estimación para el Euro Stoxx 50 de bancos es de 11 en 2017 y 12,5 en 2018, a partir de aquí, jueguen con los múltiplos y sabrán hasta dónde quieren arriesgar.



Antes de finalizar, les dejo el resumen de las principales tesis de inversión del fondo:

<p>TELEKOM AUSTRIA</p>	<p>EBITDA ESTABLE EN 1,250/1,300 M E. BAJA LIQUIDEZ POR ACCIONARIADO PROVOCA DESCUENTO SISTEMATICO. DEUDA 2,300 M EUROS. 6X EBITDA POTENCIAL ALCISTA DEL 50%. AMERICA MOVIL Y GOBIERNO AUSTRIACO DEBEN TOMAR UNA DECISION. SLIM COMPRADO A 6,50 E VS 5 E ACTUAL.</p>
<p>K+S</p>	<p>PEOR MOMENTO DEL CICLO CON PRECIOS POTASIO EN 220\$. INICIO PROYECTO LEGACY. ACTIVIDAD CORPORATIVA. EBITDA CICLO NORMALIZADO DE 1,000 M E CON DEUDA 1,800 M E. 500 M GENERACION FREE-CASH FLOW. POTENCIAL DE DOBLAR EN TRES AÑOS. MEJORA DE GESTION. ESTABILIDAD SAL.</p>
<p>EOAN</p>	<p>EBITDA NORMALIZADO EX-UNIPER DE 4,800/5,000 M EUROS. RESOLUCION CONFLICTO NUCLEAR. AMPLIACION DE CAPITAL DESCONTADA. NUEVOS MULTIPLOS DE VALORACION CERCA DE DOS DIGITOS OFRECEN POTENCIAL DEL 30%. DISTINCION DEUDA ECONOMICA Y FINANCIERA. UPSIDE UNIPER.</p>
<p>TELECOM ITALIA</p>	<p>REESTRUCTURACION DE ITALIA Y POSIBLE FUSION EN BRASIL. NOTICIAS SOBRE COMPETENCIA EN ITALIA EXAGERADAS. NOVEDAD COSTES ITALIA MUY POSITIVA CAMBIO DE TENDENCIA. EBITDA BASE 8,000 M CON DEUDA 24,000 M = VALOR UPSIDE 50%. FCF YIELD 8% PER 12,5 EV/EBITDA 5,5.</p>
<p>CIR</p>	<p>CAPITALIZACION BURSATIL: 740 M E. CAJA 313 M E. 15,88% DE AUTOCARTERA. REDEFINICION NEGOCIO DE MEDIA Y PUESTA EN VALOR DE KOS CON NUEVOS SOCIOS. SOGEFI PARTE BAJA DEL CICLO CON AMPLIO POTENCIAL. VALOR HOLDING 1,30 E VS 0,93 E ACTUAL.</p>

Europcar, Nokia, Sanofi, Novo Nordisk, Marie Brizard y Yara, junto con C&C (en cartera desde septiembre de 2013), son también otros valores con los que creo que Pangea debe obtener rentabilidad en los próximos trimestres, independientemente de las condiciones de mercado. Maire Tecnimont es la última acción que ha entrado en cartera.

Con respecto a Pharol, la situación está siendo muy favorable gracias a la positiva evolución de OI y todo parece indicar que el proceso de reestructuración de la deuda finalizará en junio de 2017 y que traerá consigo la posterior fusión con alguno de los competidores o alguna compañía americana, en un entorno en el que el regulador ANATEL está ofreciendo un cambio normativo muy positivo para la compañía. El cambio medio de Pharol en cartera es de 0,52 euros por acción (0,25 actual) y creo que en menos de dos años ganaremos dinero en esa posición.

Por último, durante los próximos meses, junto con mis compañeros de trabajo José Ramón Iturriaga y Josep Prats, haremos un ciclo de conferencias sobre inversión en las principales ciudades de España, al que les invito que vengan para poder compartir con ustedes todos nuestros pensamientos sobre los mercados. La primera sesión será en la Fundación Rafael del Pino el día 14 de noviembre a las 19 horas –es necesario confirmar asistencia-. Les esperamos.

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 05/10/2016 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede enviar un e-mail a pdp@abanteasesores.com.

