

## Abante Pangea

**Alberto Espelosín** destaca en su carta que la estrategia de **Abante Pangea** “sigue siendo **reducir el riesgo global de la cartera**” y analiza los factores en los que se apoya esta idea. Entre otras cosas, señala que nos enfrentamos a unos meses en los que la **volatilidad** se puede incrementar.

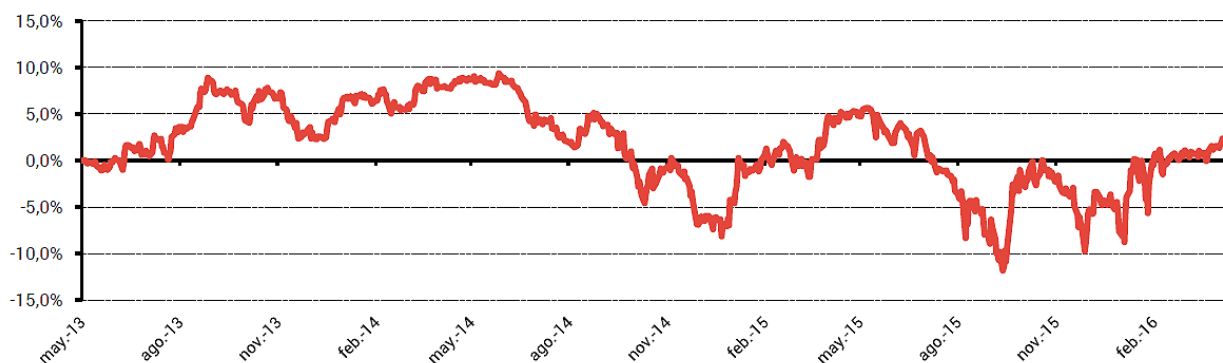
El gestor explica los principales **movimientos que ha hecho en cartera** y la situación de las **eléctricas alemanas**. Por otra parte, Espelosín comenta los posibles efectos de las próximas **elecciones españolas** en los mercados. Y termina repasando la situación económica en **Japón**, poniendo especial foco en el tema de la inflación.

**Pangea ha obtenido una rentabilidad del 2,31% en abril**, frente a una subida del 0,77% del Euro Stoxx 50 y del 0,26% del S&P 500. “Este retorno se ha obtenido con una exposición neta cercana a cero y con la cartera de contado invertida de media un 30%. Así, los 2,05 puntos obtenidos por esta son consecuencia de una alta generación de alfa”, señala Espelosín.

### EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 29-Apr-16  
Valor liquidativo 10,305€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2016	7,66%	4,64%	-0,53%	1,09%	2,31%								
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%	-0,44%
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%	-5,01%
2013	2,49%					-0,61%	2,30%	-0,15%	3,10%	2,82%	-0,99%	-1,69%	-2,17%



twitter



linkedin



youtube



unicef



abanteasesores.com

## Carta del gestor

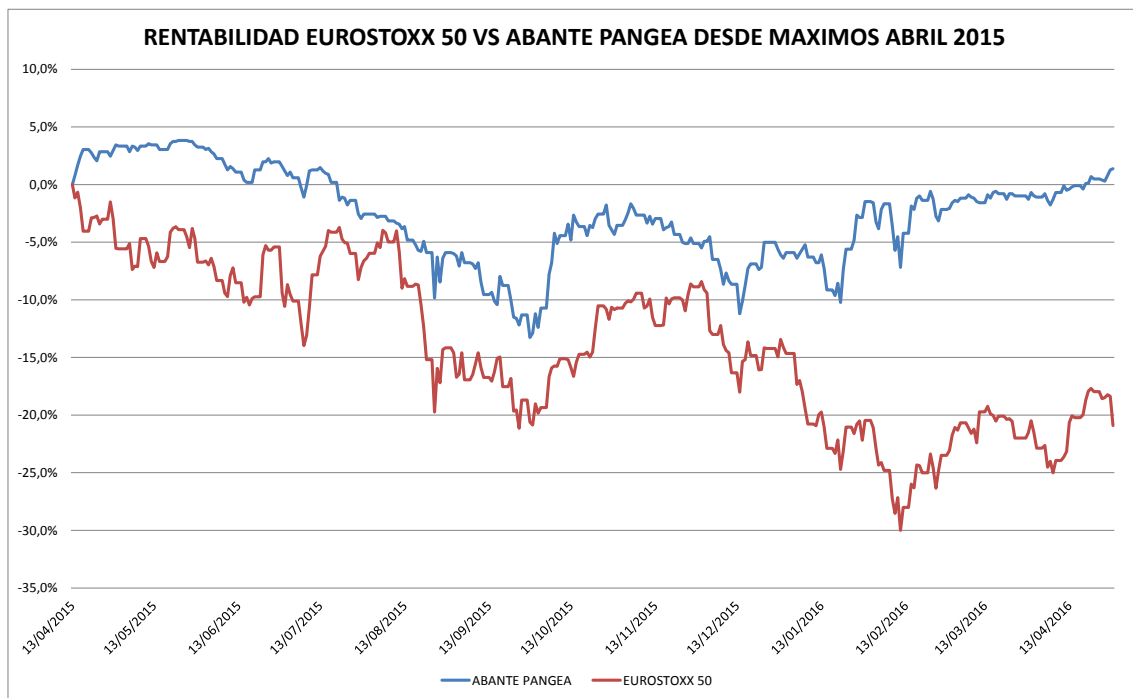
APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2.016 ABANTE PANGEA													
	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	Total
<b>TOTAL ACCIONES</b>	<b>-0,20</b>	<b>-2,17</b>	<b>2,78</b>	<b>2,05</b>									<b>2,46</b>
RWE	0,97	-0,89	0,51	0,70									1,29
Barrick Gold	1,23	0,03											1,26
E.ON	0,62	-0,51	0,20	0,46									0,78
Telekom Austria	0,07	0,15	0,20	0,03									0,46
K+S	-0,01	0,07	0,20	0,14									0,40
CIR	-0,16	-0,04	0,43	0,10									0,34
Acerinox	0,12	0,21											0,32
Dieteren	-0,24	0,37	0,14	0,02									0,29
Ivanhoe Mines	0,03	0,02	0,10	0,12									0,27
Covestro	0,02	0,09	0,15	0,01									0,27
Tesco	0,17	0,04	0,03										0,25
Turquoise Hill Resources	-0,26	0,10	0,24	0,16									0,24
Tim Participaciones	-0,05	0,09	0,20										0,24
C&C Group	-0,12	-0,12	0,47	-0,04									0,20
Antofagasta	-0,64	0,62	0,16	0,05									0,19
Gazprom	-0,01	0,00	0,16	0,04									0,18
Anglo American		0,13											0,13
Sanofi	0,00	0,04	0,02	0,05									0,11
Buenaventura	-0,11	0,21											0,10
BBVA	0,01	0,09											0,09
Banco Santander	0,02	0,06											0,08
Royal Dutch Shell	0,03	0,02											0,06
ArcelorMittal		0,03											0,03
Merck			0,00	0,03									0,03
Telecom Italia		0,03		-0,01									0,03
Novartis			-0,01	0,04									0,02
STMicroelectronics				0,02									0,02
Europcar		0,02											0,02
Mapfre		0,01											0,01
Samsung Electronics	0,01												0,01
SBM Offshore	0,01												0,01
Metro			0,01										0,01
Newmont Mining	-0,01												-0,01
Galp Energia	0,01	-0,02											-0,01
Nokia				-0,01									-0,01
Deoleo	0,02	-0,11	0,11	-0,04									-0,02
Kinross Gold	-0,05	0,03											-0,02
Carlsberg	-0,09	0,05											-0,05
Verbund	-0,12	-0,28	0,25	0,09									-0,06
TDC	-0,47	-0,02	0,31	0,10									-0,08
Royal Gold	-0,09												-0,09
Goldcorp	-0,11	0,02											-0,09
Engie	-0,25	-0,03	-0,03	0,03									-0,28
OI	-0,14	-1,48	-0,12	-0,23									-1,96
Pharol	-0,61	-1,21	-0,94	0,17									-2,60
<b>DERIVADOS</b>	<b>4,41</b>	<b>1,75</b>	<b>-1,51</b>	<b>-0,06</b>									<b>4,59</b>
<b>DIVISA Y RENTA FIJA</b>	<b>0,43</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,32</b>									<b>0,47</b>
<b>TOTAL RESULTADO CARTERA</b>	<b>4,64</b>	<b>-0,53</b>	<b>1,09</b>	<b>2,31</b>									<b>7,66</b>

Pangea ha obtenido una rentabilidad del 2,31% en abril frente a una subida del 0,77% del Euro Stoxx 50 y del 0,26% del S&P 500. Este retorno se ha obtenido con una exposición neta cercana a cero y con la cartera de contado invertida de media un 30%. Así, los 2,05 puntos obtenidos por esta son consecuencia de una alta generación de alfa (se han conseguido con una exposición muy baja). Mantengo la cobertura sobre el S&P 500, dado que considero que es el índice más sobrevalorado y que, por tanto, ofrece poco margen de seguridad al cotizar a un PER 18x en una zona de pico de márgenes.



Todos los factores que han apoyado este ciclo de beneficios en Estados Unidos (tipos bajos, menores impuestos, demanda de emergentes y caídas de salarios) están agotados y muchos de ellos se van a dar la vuelta para aportar negativo; por lo que creo que el rango de 2.130-1.850 puntos sigue siendo válido, aunque, evidentemente, no descarto una nueva ruptura de los máximos para la formación de una trampa alcista con el objetivo en los 2.200.

Pangea mantiene durante 2016 una diferencia muy notable, de cerca de 15 puntos de rentabilidad, respecto al Euro Stoxx 50 y, desde los máximos de abril de 2015, el fondo sube un 1,4%, mientras que el mercado cae un 21%.



La estrategia del fondo sigue siendo reducir el riesgo global de la cartera. La posición de contado se ha reducido a niveles del 25%, con la idea de seguir manteniendo una cobertura total de esa posición. No se trata, para nada, de la idea de 'amarrar' la alta rentabilidad acumulada; sino que no vemos, por el momento, margen de seguridad, ya que nos enfrentamos a unos meses en los que la volatilidad se puede incrementar. Si el S&P 500 cae hacia la zona de los 1.850 puntos y lleva al Euro Stoxx hacia los 2.750-2.800 puntos, volveré a incrementar la posición de contado hacia la zona de 40-50% de manera gradual.

La sensación de pérdida de control que se refleja en el mercado de divisas, una previsible subida de tipos por parte de la Reserva Federal en junio, el referéndum del *bretxit* y los déficits gemelos británicos del 10%, la revisión de la situación de Grecia en verano, las mayores expectativas de inflación sin un crecimiento que acompañe, una valoración del Stoxx 600 ex financieras de 17 veces PER, la fuerte resistencia del petróleo en la zona de los 50 dólares, las elecciones españolas y la dificultad innata de formar gobierno, el voto a la reforma constitucional de Italia y la inelasticidad del sector privado a traspasar el ahorro acumulado hacia consumo o deuda con los tipos al 0%, son las razones que hacen que sigamos con la idea de concentrar valores y reducir riesgo global.



El inicio de la formación de la posición en **Novartis**, **Merck** y **Sanofi** ha empezado muy bien y seguimos esperando mejores precios para incrementar los pesos en estos valores.

**Telecom Italia** vuelve a la cartera después de que vendiéramos una posición de 2,3 millones de acciones en julio de 2015 a un precio de 1,19. Ahora que cotiza a 0,85, un 30% por debajo de aquel nivel, hemos vuelto a retomar la posición con mucho margen de seguridad, una vez que los cambios accionariales y de dirección hacen posible afrontar una reducción de costes muy importante en Italia, así como la posibilidad de consolidar o vender Brasil.

**Orange** es una opción interesante en el nuevo escenario de consolidación en Europa. El esfuerzo para optimizar la posición financiera de la compañía hace que, a estos niveles, genere un *free cash-flow* que permite sostener una rentabilidad por dividendo del 5% cotizando a 7,5% de *free cash-flow yield* y un EV/EBITDA de 5,3 veces en 2016.

Entra en cartera **Nokia** y, a pesar de que 2016 puede ser un año gris para las redes. Las sinergias derivadas de la fusión, la capacidad de reducir costes y una posición de caja neta positiva de más del 25% sobre su valor de mercado, hacen que se haya activado el margen de seguridad para una compañía que en dos años puede tener una valoración de 7 euros frente a los 5,20 euros actuales.

### La flexibilidad de Pangea, las eléctricas alemanas y el margen de seguridad

El mes pasado les comentaba lo siguiente:

“Las eléctricas alemanas siguen comportándose de forma estable a la espera de las importantes noticias regulatorias que se conocerán en breve. La puesta en valor a través de las futuras colocaciones del negocio regulado es otra de las claves para seguir pensando que RWE debería ir durante el ejercicio hacia la zona de 13,5 euros y E.ON, hacia los 10”.

Saben ustedes que durante el verano pasado las eléctricas alemanas sufrieron un fuerte varapalo como consecuencia del tema nuclear, la amenaza del carbón, la caída de tarifas y las dudas sobre sus capacidades financieras. En aquel momento tan delicado los márgenes de seguridad se activaron, por lo que llevamos la posición de ambas compañías hasta un 9% cada una, dado que la potencialidad de valoración era altísima a esos niveles. Durante 2016, y a medida que esa mejora en valoración ha sucedido, hemos bajado el peso de cada una hacia el 4%. En abril, aprovechando las buenas noticias sobre la regulación de las provisiones nucleares, he bajado el peso de cada una a la zona del 2,5%, según se han ido acercando a los precios objetivos.

La flexibilidad de Pangea ha hecho posible que durante 2016 hayamos comprado 490.000 acciones de RWE a un cambio medio 10,40 euros, que hemos vendido a 12,13 euros, lo que supone una rentabilidad del 11,6%. Además, se ha reducido la posición hasta el nivel original que teníamos en 2015. La capacidad de poder aprovechar los múltiples rangos que entre 10,50 y 13,40 ha hecho la acción en los últimos 18 meses ha permitido generar valor en esta posición. Al cierre de esta carta RWE pesa un 2% en el fondo y cotiza a 12,10 euros, tras haber vendido 130.000 acciones a 13,35 el día 27 de abril. De esta forma, en mayo podemos volver a tomar alguna posición en la zona de 11-11,80 euros.



## Elecciones en junio con la losa del déficit y el rango 7.700-9.200

Este circo que hemos vivido durante los últimos meses ha sido muy interesante en aras de conocer a los nuevos políticos de este país. Por este motivo, las elecciones del 26 de junio van a ser aquellas en las que más informados estemos como votantes. Salga quien salga, el escenario para la bolsa puede ser malo, ya que una hipotética situación de victoria del PP, con un gobierno apoyado por Ciudadanos o PSOE, llevaría sí o sí a una reducción importante de las deducciones y a una posible alza de la tasa impositiva media de las compañías cotizadas. El escenario de Podemos e IU presentándose en alianza y manteniendo un resultado conjunto mejor es muy posible y, en ese caso, la decisión de que se forme gobierno por la derecha o por la izquierda recaerá sobre el PSOE.

Si es por la izquierda, el Ibex no tardará en volver a los mínimos de febrero, en la medida en que el mercado apreciará serias dificultades en la forma en la que España ajustará ese déficit del 5,1% y no creo que los 'hombres de negro' se entiendan bien con los 'hombres de morado'.

Si sale un Gobierno de derechas, el mercado intentará avanzar por encima de los 9.200 hacia los 9.500. Pero ahí se topará con la también cruda realidad de que, independientemente de quién gobierne, será necesario un ajuste de, al menos, 10.000 millones de euros. El Ibex en 9.500 estaría cotizando cerca de 15 veces en términos de PER, que para ser España no es barato, debido al amplio peso que tiene la banca.

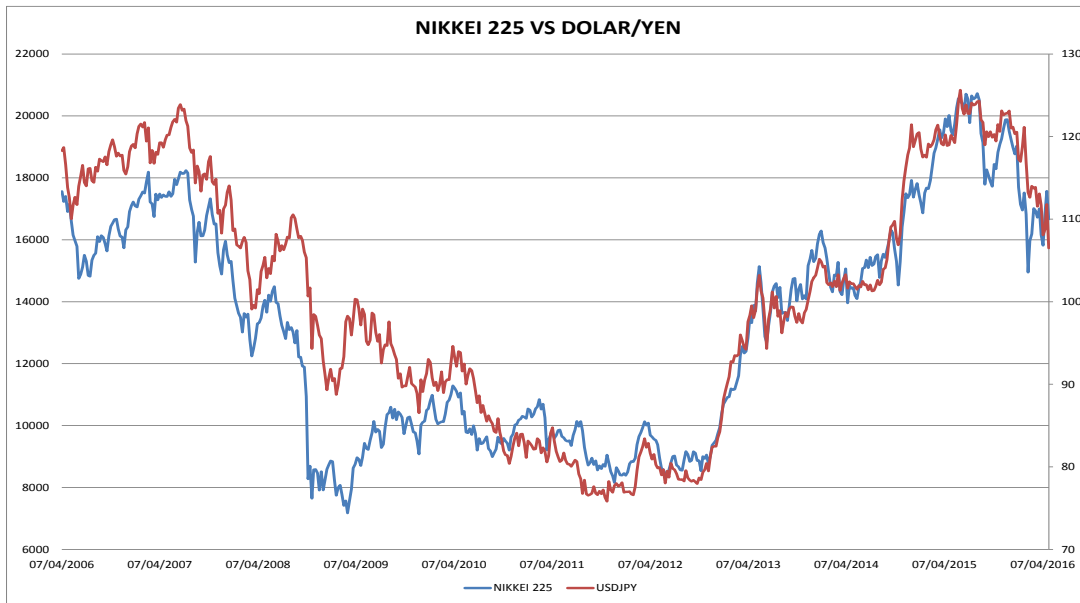
AÑO	BPA real	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				PRECIO IBEX		MINIMO IBEX 35 VS MODELO				PER MINIMO
		11	12	13	14	MINIMO	MAXIMO	11	12	13	14	
2.000	342	3.767	4.109	4.452	4.794	8.884	12.816	5.117	4.775	4.432	4.090	25,9
2.001	599	6.590	7.189	7.788	8.387	6.498	10.132	-92	-691	-1.290	-1.889	10,8
2.002	216	2.381	2.597	2.814	3.030	5.364	8.554	2.983	2.767	2.550	2.334	24,8
2.003	550	6.052	6.602	7.152	7.703	5.452	7.760	-600	-1.150	-1.700	-2.251	9,9
2.004	799	8.791	9.590	10.389	11.189	7.578	9.100	-1.213	-2.012	-2.811	-3.611	9,5
2.005	1.014	11.154	12.168	13.182	14.196	8.945	10.919	-2.209	-3.223	-4.237	-5.251	8,8
2.006	946	10.403	11.348	12.294	13.240	10.665	14.387	262	-683	-1.629	-2.575	11,3
2.007	1.304	14.344	15.648	16.952	18.256	13.602	15.945	-742	-2.046	-3.350	-4.654	10,4
2.008	1.118	12.298	13.416	14.534	15.652	7.905	15.002	-4.393	-5.511	-6.629	-7.747	7,1
2.009	1.085	11.935	13.020	14.105	15.190	6.817	12.035	-5.118	-6.203	-7.288	-8.373	6,3
2.010	1.315	14.465	15.780	17.095	18.410	8.669	12.222	-5.796	-7.111	-8.426	-9.741	6,6
2.011	825	9.075	9.900	10.725	11.550	7.640	11.113	-1.435	-2.260	-3.085	-3.910	9,3
2.012	389	4.279	4.668	5.057	5.446	5.956	8.902	1.677	1.288	899	510	15,3
2.013	570	6.270	6.840	7.410	7.980	7.553	10.037	1.283	713	143	-427	13,3
2.014	544	5.984	6.528	7.072	7.616	9.669	11.187	3.685	3.141	2.597	2.053	17,8
2.015	390	4.290	4.680	5.070	5.460	9.291	11.866	5.001	4.611	4.221	3.831	23,8
<b>2.016</b>	<b>640</b>	<b>7.040</b>	<b>7.680</b>	<b>8.320</b>	<b>8.960</b>							
<b>2.017</b>	<b>738</b>	<b>8.118</b>	<b>8.856</b>	<b>9.594</b>	<b>10.332</b>							
<b>Media</b>												<b>13,2</b>

Sigo pensando que la potencialidad de beneficios del Ibex es muy alta, ya que el final del ciclo de provisiones de la banca, y con un petróleo más estable, hace factible la consecución de un BPA en la zona de 600-640 en 2016. Así que si se vuelve al nivel de los 7.700 puntos, estaremos ante una oportunidad de compra a medio plazo, con margen de seguridad. Como se puede apreciar en la tabla anterior, el BPA del Ibex ha permanecido plano desde 2012. Esta es la razón de que estemos cotizando a niveles muy parecidos a ese año. Esto es lo que tiene la bolsa, que sube cuando suben los beneficios.

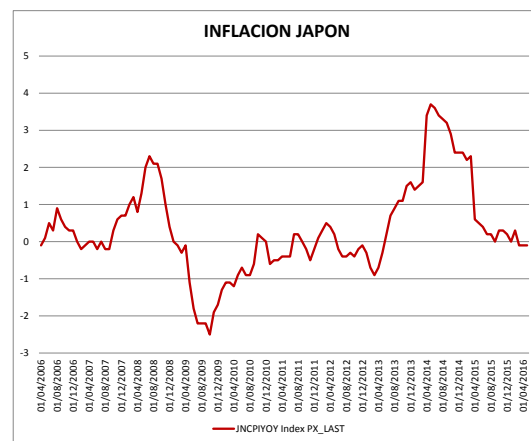
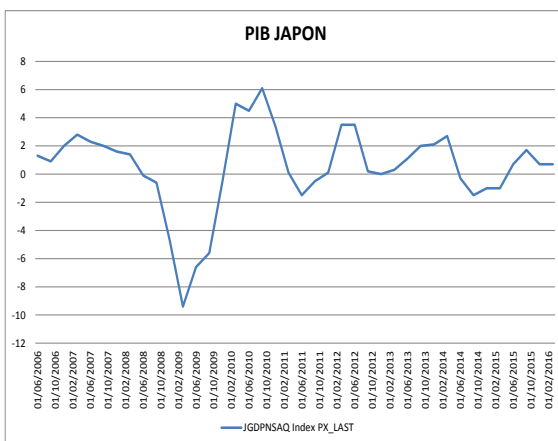


## Haruhiko Kuroda y el arte de imprimir sin tener resultados de manera sostenible

Japón ha vuelto a ver cómo su divisa continúa apreciándose y pone en un serio apuro a la economía nipona y a los beneficios de las compañías exportadoras. Esto se ha traducido en una fuerte caída del Nikkei, tal y como ven en el siguiente gráfico.

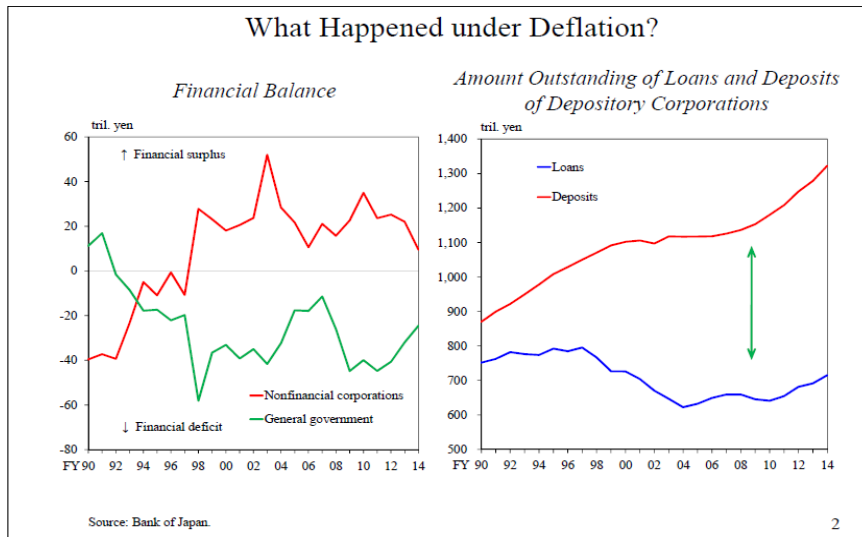


La cuestión es si empezará una nueva ronda de estímulos o no y si forzará más al mundo hacia una batalla de tipos negativos que no conduce a nada. Saben ustedes que el BOJ (Banco de Japón) ha expandido su balance hasta superar el 65% del PIB japonés y es el auténtico alquimista monetario, pero, a día de hoy, sus resultados han sido los siguientes:

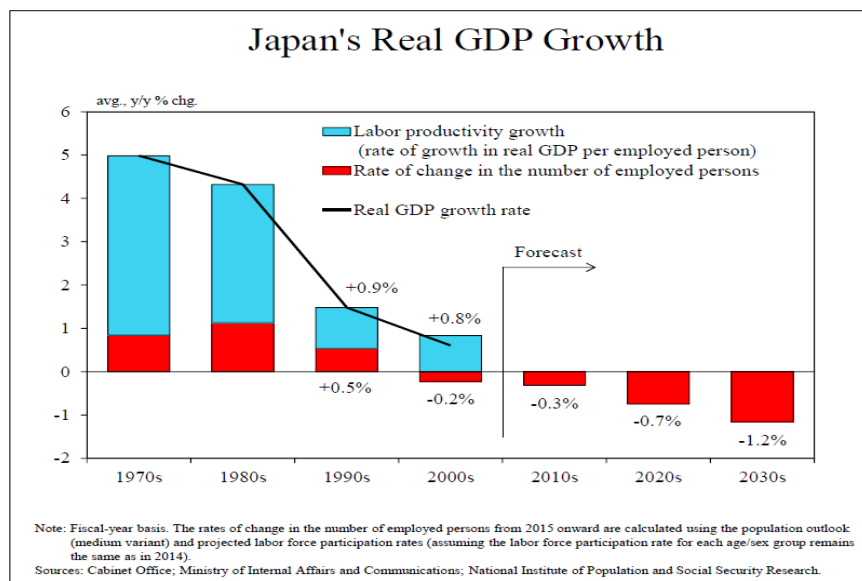


Ni crecimiento, ni inflación. Al contrario, la inflación se sitúa en el -0,1% y el PIB apenas avanza y, con esta apreciación, puede aparecer en negativo, amén de un déficit público del 6,7%. En este contexto, en el que la divisa vuelve a apreciarse, habrá que volver a seguir haciendo lo posible por sostener una situación que no es muy sostenible, ya que a pesar de todos los esfuerzos de poner tipos negativos para que las empresas liberen la caja para invertir y endeudarse, el sector privado no se quiere endeudar ni consumir debido al miedo por el envejecimiento poblacional.

Les dejo unos gráficos del discurso que Kuroda dio en la Universidad de Columbia el 13 de abril que refleja ese problema de falta de demanda de crédito a pesar de haber llevado los tipos al 0% y la necesidad de que el Estado siga gastando para compensar el ahorro atascado del sector privado. Es la máxima expresión de que los programas de expansión monetaria están exhaustos y que el dinero está atascado y no creo que la situación vaya a cambiar por una nueva ronda de estímulos, que lo único que provocará será más volatilidad.



Y todo esto en una economía que todavía no ha sufrido el posible gran susto que supondría una fuerte devaluación del yuan. El reto de que Japón crezca, de que algo funcione, para salir de la trampa de liquidez va a ser delicado. El tema poblacional cada día es más complejo y, como pueden, ver en el siguiente gráfico del Gobierno japonés, el drenaje de crecimiento de la parte poblacional es muy importante y para llegar al objetivo de incremento del PIB del 2%, es necesario que la productividad crezca por encima del 2,5% para poder compensar la pérdida de población. Les recuerdo que la productividad de media en el periodo 1990-2014 solo creció un 0,9%, por esta razón y con la actual 'tecnología de apps deflacionaria', no creo que se consiga.



Lo suyo será que hagan una nueva intervención para seguir el viaje a ninguna parte y en Europa llevamos camino de lo mismo. Si Kuroda interviene, Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, tendrá que ser todavía más agresivo, pero no en el lenguaje, que ya lo es, sino en empezar a intervenir de verdad con dinero en el mercado de divisas. Un cambio de 1,16 del euro frente al dólar es una ruina para el crecimiento de Europa, lo que garantiza una próxima de los gobiernos para tratar el tema de las divisas.

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 del adecuado asesoramiento profesional. La carta Informativa ha sido elaborada 04/05/2016 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede mandar un mail a [pdp@abanteasesores.com](mailto:pdp@abanteasesores.com).