

Abante Pangea

**Alberto Espelosín** comenta en su carta la evolución de los mercados en el arranque de 2016 y destaca el resultado de la cartera de valores del fondo: “La rentabilidad del 4,08% compara muy positivamente con la caída del mercado de un 9,85%”. Y añade que “el mandato de intentar ganar dinero de forma racional con margen de seguridad se está cumpliendo”.

El gestor de **Abante Pangea** analiza la situación de la compañía Oi y el mercado de las ‘telecos’ en Brasil y explica los motivos de su tesis para mantener Pharol en cartera.

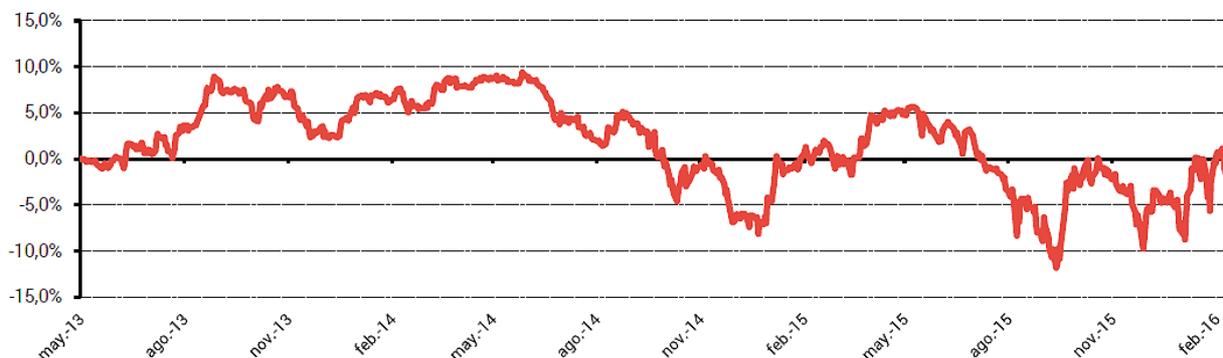
Espelosín hace un repaso de sus valoraciones de los principales índices y dice que tanto en el Euro Stoxx 50 como en el Ibex 35 “existe una potencialidad muy alta de que los beneficios estimados de 2016 se ajusten más a un ciclo medio”. En el S&P 500 considera que el nivel a cubrir es el de los 1.812 puntos.

Por último, escribe sobre la situación de tipos de interés en el mundo.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 29-Feb-16  
Valor liquidativo 9,963€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2016	4,08%	4,64%	-0,53%	6,90%	-0,02%	-2,02%	-3,74%	-3,45%	-5,56%	8,58%	-1,98%	-0,44%
2015	2,0%	5,22%	2,31%	-2,72%	0,41%	0,13%	-0,55%	-2,97%	-1,43%	-0,08%	-4,39%	0,34%
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%



# Carta del Gestor

APORTACION RENTABILIDAD HISTORICA 2016 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>-2,18</b>											<b>-2,38</b>
Barrick Gold	1,23	0,03											1,26
Acerinox	0,12	0,21											0,32
Telekom Austria	0,07	0,15											0,23
Tesco	0,17	0,04											0,21
Anglo American		0,13											0,13
D'ieteren	-0,24	0,37											0,13
Covestro	0,02	0,09											0,11
E.ON	0,62	-0,51											0,11
Buenaventura	-0,11	0,21											0,10
BBVA	0,01	0,09											0,09
RWE	0,97	-0,89											0,08
Banco Santander	0,02	0,06											0,08
K+S	-0,01	0,07											0,06
Royal Dutch Shell	0,03	0,02											0,06
Ivanhoe Mines	0,03	0,02											0,05
Sanofi	0,00	0,04											0,04
Tim Participaciones	-0,05	0,09											0,04
ArcelorMittal		0,03											0,03
Telecom Italia		0,03											0,03
Europcar		0,02											0,02
Mapfre		0,01											0,01
Samsung Elctronics	0,01												0,01
SBM Offshore	0,01												0,01
Ericsson		0,00											0,00
Telefónica		0,00											0,00
Newmont Mining	-0,01												-0,01
Gazprom	-0,01	0,00											-0,01
Galp Energia	0,01	-0,02											-0,01
Kinross Gold	-0,05	0,03											-0,02
Antofagasta	-0,64	0,62											-0,02
Carlsberg	-0,09	0,05											-0,05
Royal Gold	-0,09												-0,09
Deoleo	0,02	-0,11											-0,09
Goldcorp	-0,11	0,02											-0,09
Turquoise Hill Resources	-0,26	0,10											-0,16
CIR	-0,16	-0,04											-0,20
C&C Group	-0,12	-0,12											-0,24
Engie	-0,25	-0,03											-0,27
Verbund	-0,12	-0,28											-0,40
TDC	-0,47	-0,02											-0,49
OI	-0,14	-1,48											-1,62
Pharol	-0,61	-1,21											-1,82
<b>DERIVADOS</b>	<b>4,41</b>	<b>1,75</b>											<b>6,16</b>
<b>DIVISAS Y RENTA FIJA</b>	<b>0,43</b>	<b>-0,13</b>											<b>0,30</b>
<b>TOTAL RESULTADOS CARTERA</b>	<b>4,64</b>	<b>-0,56</b>											<b>4,08</b>

En la carta mensual de enero hice la siguiente reflexión:

“Una vez que los índices se han ajustado a las valoraciones fundamentales estimadas, en Pangea creo que es el momento de invertir para aprovechar un posible rebote del 5-8%, aunque después volveremos a poner la cobertura a la espera de ver el suelo de este mercado bajista al que le pueden quedar, al menos, seis meses hasta que haya un cambio claro de tendencia. Ahora que le llevamos al mercado una diferencia de 12 puntos y los precios ofrecen margen de seguridad, saltamos temporalmente al nivel de riesgo 35-70%. De producirse ese rebote, volveremos al estadio 0-35% a la espera de hacer suelo”.

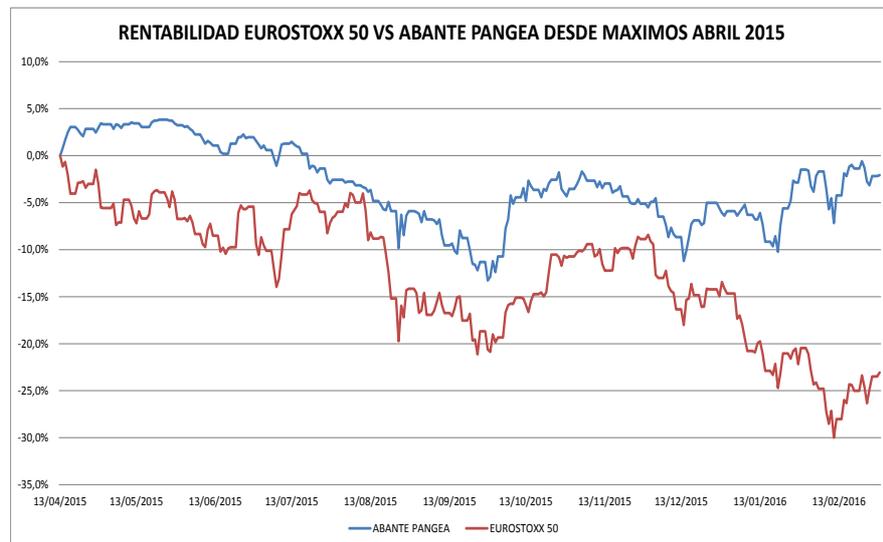
...y desde los mínimos del 11 de febrero, el Euro Stoxx 50 ha rebotado un 10%, muy en línea con todos los índices. Por este motivo, en los dos primeros días de marzo -al cierre de esta carta- el fondo ha bajado otra vez al estadio de riesgo de 0-35%. La rentabilidad del 4,08% compara muy

positivamente con la caída del mercado de un 9,85%. El mandato del fondo de intentar ganar dinero de forma racional con margen de seguridad se está cumpliendo, más aún si tenemos en cuenta la evolución del fondo desde los máximos de abril de 2015. El margen de seguridad es una de las cosas que más me preocupa y creo que las señales de vigilancia en términos de valoración que el mercado ha dado en los meses anteriores han funcionado muy bien, evitando la caída del 25% desde dichos máximos.

A pesar de que en el mes de febrero el Euro Stoxx 50 ha caído un 3,2%, el fondo apenas ha bajado un 0,53%. La flexibilidad en la cobertura ha sido la clave, ya que ha aportado 1,75 puntos.

Quitamos la cobertura cerca de la parte baja de la caída y pasamos a tener una exposición a renta variable de en torno al 40%.

Merece la pena destacar que la cartera de acciones ha retrocedido en todo el año un 2,38% habiendo tenido un peso medio del 55%, frente a la pérdida de cerca de un 10% del mercado y pese a que Pharol+Oi han drenado 3,4 puntos. Por tanto, la generación de alfa es altísima en el resto de valores.



### Se juntan un ruso, un italiano, un portugués y un brasileño...

A finales del mes, el fondo ruso Letter One anunció que abandonaba las negociaciones con Telecom Italia para la posible fusión de TIM y Oi, lo que provocó una fuerte caída de las acciones en los últimos días del mes (Pharol, -37% YTD y Oi, -48% YTD). El mercado descuenta con claridad una restructuración de la deuda de Oi, ahora que la posibilidad de una ampliación de capital por parte del ruso (que se beneficiaría de las sinergias por la operación y por el posible cambio de regulación) se difumina.

¿Qué ha sucedido? Yo creo que en este juego a cuatro bandas ha habido actores que han forzado la cuerda. Quizás la ecuación de canje que el ruso quería en la fusionada TIM+Oi no ha convencido a los italianos, de la misma forma que el precio que ofrecía para la ampliación de capital en Oi tampoco ha seducido a los inversores, debido a la excesiva dilución que suponía para alguno de los mayoritarios. O tal vez los italianos han pensado que mejor esperan a que se produzca el cambio regulatorio de finales de marzo o principios de abril y a que Oi se capitalice ella sola, para sentarse otra vez.

Una restructuración de la deuda es igual de lesiva que una ampliación de capital para bonistas y accionistas. Sin embargo, a la pregunta de que por qué he decidido no salir del valor y aguantar el enésimo chaparrón, la respuesta se apoya en mi análisis de siempre y no es producto de mi terquedad: una compañía de telecomunicaciones con 8.000 millones de reales



de EBITDA (40.000 millones de deuda neta) no desaparece de un día para otro. La consolidación de cuatro operadores a tres tiene que suceder como ha ocurrido en todo el mundo y Oi es la llave y, además, el regulador está a favor de la operación. Y existen potenciales sinergias de entre 15.000 y 20.000 millones de reales gracias al cambio de regulación y a la posible fusión. Y, finalmente, porque a estas alturas el riesgo de salirse y que los 'buitres' se lleven todas las sinergias, asustando a las ovejas con caídas de la acción, es muy elevado.

Nadie es capaz de entender el dolor que ha supuesto esta posición, pero creo que la restructuración a largo plazo pagará los fundamentales y premiará al que se quede ahora, a sabiendas de que nos encontramos en la peor parte de la película hasta que se conozca el precio de la ampliación o la conversión de la deuda por acciones. Por otro lado, no tardarán en salir nuevos actores o caballeros blancos en esta historia, ahora que el ruso ha abandonado.

### El 'plañiderismo' en torno a la caída de los mercados

Una de las cosas más aburridas que existen en el golf es cuando te encuentras con un jugador que no para de darte explicaciones esotéricas sobre la mala suerte que ha tenido; empieza a echar la culpa al estado del césped, carga contra la junta directiva del club porque no podan los árboles, se queja del compañero de partido que se ha movido o echa la culpa a la mala cena que tuvo la noche anterior, para justificar la realidad encubierta del resultado que no es otra que el responsable del resultado es su inconsistente y desastroso swing. Me aburren sobremanera esas escenas en las que se achaca un mal resultado a causas ajenas, como sucede con la bolsa: llevamos desde el año pasado dando todo tipo de explicaciones para justificar unas pérdidas que se deben a los menores beneficios empresariales de 2015 y, por tanto, a los menores beneficios estimados para este ejercicio.

La bolsa es un máquina de descontar beneficios reales a un PER determinado, que suele ser mayor que la media histórica en épocas de crecimiento o expansión de liquidez y suele ser el PER menor que la media histórica cuando las perspectivas de crecimiento bajan o en escenarios de deflación. Repito, una vez más, que la bolsa cada año suele cotizar en algún momento cerca de un precio mínimo como resultado de aplicar un PER medio histórico tomando beneficios reales y no las expectativas, que suelen estar infladas. La experiencia hasta ahora, tras la mayor expansión monetaria de la historia y la creación de la madre de todas las burbujas en la renta fija, es que la expansión del PER ni está ni se la espera. Lo cual es lógico en un mundo con un volumen de deuda impagable en el que se ha generado una deflación de la que no podemos salir sin el *default* de algún país.

Y no piensen que soy pesimista. Soy realista; simplemente me preocupa que, llegados a este punto, la medicina no funciona como los médicos habían previsto y estamos operando a ciegas. Posicionarse en un PER medio es, para mí, aunque no lo crean, un ejercicio de optimismo muy importante. Lo que ha pasado en estos meses atrás es que el mercado, como siempre, se había extralimitado en la previsión de beneficios y, además, se estaba aplicando un multiplicador por encima de la media en la creencia de que la medicina generaría inflación y crecimiento.



Como pueden ver, especialmente en el caso del Ibex, la diferencia entre lo que espera el mercado y la realidad es sustanciosa. Y es que los resultados netos, incluyendo todo tipo de extraordinarios negativos y provisiones, han sido muy flojos este año a pesar de que los resultados operativos han mejorado en general. Aquí radica una noticia positiva, ya que los grandes del Ibex han pasado gran parte de su ciclo de provisiones especiales, así que la zona de 600-650 puede constituir un suelo relevante.

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	404	4.444	4.848	5.252	5.656	9.291	11.866	4.847	4.443	4.039	3.635	23,0
<b>2.016</b>	<b>658</b>	<b>7.238</b>	<b>7.896</b>	<b>8.554</b>	<b>9.212</b>							
<b>2.017</b>	<b>762</b>	<b>8.382</b>	<b>9.144</b>	<b>9.906</b>	<b>10.668</b>							
<b>Media</b>												<b>13,1</b>

Si aplicamos a los beneficios estimados de 2016 (658) un PER medio de 12-13x, el rango para el Ibex puede situarse este año entre 7.896 y 8.554 puntos. Esta estimación incluye, por fin, una mejora sustancial de los beneficios empresariales, desde 404 hasta 658 puntos (+65,8%).

Para el Euro Stoxx 50 el ejercicio es el mismo y pueden ver cómo la realidad es que los beneficios del año 2015 han vuelto a ser decepcionantes por petroleras, recursos básicos, eléctricas y bancos. Por eso la caída del mercado no es tan extraña.

AÑO	BPA real	PER (Price Earnings Ratio)			EUROSTOX 500		MINIMO SX5E VS MODELO			PER MINIMO
		12	13	14	MINIMO	MAXIMO	12	13	14	
2.003	143	1.718	1.861	2.004	1.850	2.761	132	-11	-154	13
2.004	233	2.794	3.027	3.260	2.580	2.960	-214	-447	-680	11
2.005	281	3.366	3.647	3.927	2.924	3.616	-442	-723	-1.003	10
2.006	311	3.737	4.049	4.360	3.408	4.141	-329	-641	-952	11
2.007	346	4.154	4.501	4.847	3.906	4.558	-248	-594	-941	11
2.008	148	1.781	1.929	2.077	2.166	4.399	385	237	88	15
2.009	194	2.333	2.527	2.722	1.810	2.992	-523	-717	-912	9
2.010	248	2.975	3.223	3.471	2.489	3.018	-487	-735	-983	10
2.011	174	2.088	2.262	2.436	1.995	3.068	-93	-267	-441	11
2.012	163	1.955	2.118	2.280	2.069	2.660	114	-49	-212	13
2.013	141	1.695	1.837	1.978	2.511	3.111	816	674	533	18
2.014	166	1.992	2.158	2.324	2.875	3.315	883	717	551	17
2.015	144	1.728	1.872	2.016	3.008	3.828	1.280	1.136	992	21
<b>2.016</b>	<b>225</b>	<b>2.700</b>	<b>2.925</b>	<b>3.150</b>						
<b>Media</b>							<b>92</b>	<b>-101</b>	<b>-293</b>	<b>13,0</b>

En ambos índices lo que existe es una potencialidad muy alta de que, ahora sí, los beneficios estimados de 2016 se ajusten más a un ciclo medio, ya que, vuelvo a repetir y es el mensaje central de este año, estamos cerca de un final de ciclo de provisiones en sectores relacionados



con materias primas y bancos. Eso sí, si miran las tablas anteriores verán que aplicando multiplicadores medios las bolsas están en valoraciones normales. Así que en la previsible segunda oleada de ventas que se puede producir en el mercado existe margen de seguridad si compramos en la zona de 7.500 del Ibex 35 y 2.700 del Euro Stoxx 50.

### ¿Qué hay más allá de la frontera del NIRP (*Negative Interest Rate Policy*)?



Japón ha emitido por primera vez en negativo un bono a 10 años y el 60% de los títulos de la Eurozona están en negativo. Draghi hablará este mes y acelerará su política expansiva y la Fed ha puesto el freno de mano asustada al ver cómo una subida de 0,25 puntos ha sido tomada por el mercado como si se tratase de un incremento de 1,25 puntos, con unas consecuencias nefastas para los mercados.

La penalización del ahorro es extrema y el exceso acumulado por familias y empresas durante estos años en el mundo occidental hace ya tiempo que, con los tipos bajos, tendría que haberse traducido en consumo y endeudamiento. Pero no ocurre porque venimos de una crisis de exceso de deuda, así que la falta de consumidores y deudores se convierte en una espiral deflacionista de la que es difícil salir y más ahora que el envejecimiento poblacional hace necesario seguir acumulando ese capital.

Por tanto, los bancos centrales, con estas políticas de tipos negativos, no serán capaces, una vez más, de acabar con la espiral de deflación debido a que no van a lograr nuevos agentes que se endeuden o gasten en exceso dichos ahorros.

El arbitraje global de costes laborales unitarios y sus efectos sobre los salarios y la inflación, la deflación que provocan internet y los bancos centrales de países emergentes vía devaluaciones (porque no tienen máquinas de imprimir billetes), el enorme *stock* de deuda acumulado para vivir en un mundo globalizado y el envejecimiento poblacional, hacen muy difícil que escapemos de esta espiral. Debemos acostumbrarnos a un escenario estructural de tipos bajos hasta que una de las divisas grandes caiga.

A partir de ahora, las nuevas fronteras de los bancos centrales -una vez que la munición está más que consumida- pasa por la relajación de la política fiscal y un QE social utilizando dinero para proyectos de inversión.

Al cierre de esta carta acabo de encargar un libro escrito por Mervyn King, el anterior Gobernador del Banco de Inglaterra, titulado: *The end of alchemy: money, banking and the future of the global economy*. Merece la pena, según me cuentan, por su visión realista y preocupante de los excesos de los bancos centrales. Les recomiendo también que ahora que vivimos con tipos negativos vean lo que hicieron en la década de 1930 en un pueblecito de Austria llamado



Wörgl (el milagro de Wörgl) para salir de la crisis, aunque entenderán inútil su aplicación al siglo XXI en una economía global.

## 1.812 y alrededores

Una de las curiosidades del mercado es que podemos decir que todos los índices están en una estructura bajista, mercado bajista, en la que se deben aprovechar los rebotes de más del 10% para cubrir posiciones. Es lo que Pangea pretende hacer si el S&P500 se acerca a los 2.000 y Euro Stoxx 50 al nivel de 3.020-3.100. Pero existe un mercado que todavía no ha entrado en una ruptura bajista clara y es el S&P 500. No sé si lo hará o no o cuándo. Lo que sí que tengo claro es el nivel que hay que cubrir, ya que está muy marcado: el 1.812. Su ruptura puede desencadenar una fuerte oleada de ventas hacia la zona de los 1.570. Siendo el S&P y dado el efecto arrastre que tiene, creo que lo prudente es, si se acerca al 2.000-2.050, cubrirlo vía opciones, comprando una *put* 1.820, ya que 1.812, sin duda, es la 'puerta del infierno' y merece la pena gastarse algo de dinero en evitar el segundo susto del año.



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](#)



twitter



linkedin



youtube



unience



abanteasesores.com