Abante Pangea

Alberto Espelosín comienza analizando en su carta la **situación política en Europa** y el impacto que tiene en los mercados, comenta también la situación de los mercados tras la victoria de **Donald Trump** en las elecciones de Estados Unidos y repasa los movimientos de algunas de las posiciones de su cartera, empezando por Pharol.

Así, el gestor explica que "la caída de 1,72 puntos de Pangea en octubre se debe, en su práctica totalidad, al **mal comportamiento de Pharol**, que ha perdido un 33,3% en el mes, movimiento provocado, probablemente, por algún fondo especulativo que tomó posiciones hace unos meses y las ha vendido, puesto que, desde el punto de vista de fundamentales, no existe mucha justificación".

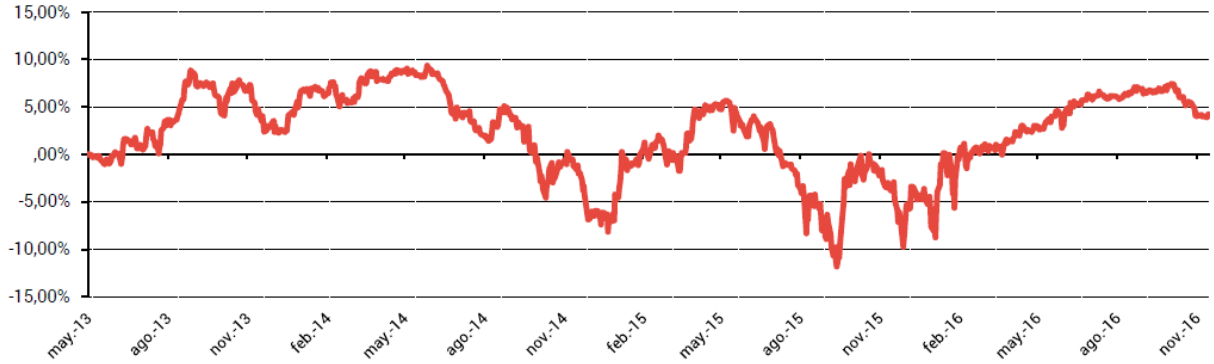
Espelosín destaca que el resto del fondo tuvo "un **comportamiento muy positivo**", con un impacto mínimo de las coberturas pese a que el S&P 500 ganó un 3,71%.

También comenta cómo ha preparado el fondo y las **posiciones que ha tomado para 2017**, con la inclusión en su cartera de valores como ERG, Orange, Telefónica o TDC, entre otros. Y termina la carta indicando los niveles que considera que conviene vigilar en las bolsas de Estados Unidos, Europa y España.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-Nov-16
Valor liquidativo 10,424€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2016	8,90%	4,64%	-0,53%	1,09%	2,31%	0,35%	1,74%	1,08%	0,13%	0,05%	-0,45%	-1,72%	
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%



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	0,21	-1,51		5,39
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	0,20	-0,18		0,50
K+S	-0,01	0,07	0,20	0,14	0,09	-0,17	0,04	0,01	-0,08	0,14	0,05		0,46
Ivanhoe Mines	0,03	0,02	0,10	0,12	-0,04	0,02	0,10	0,07	0,00				0,43
Telekom Austria	0,07	0,15	0,20	0,03	0,03	-0,11	0,02	-0,07	-0,05	0,12	0,00		0,41
Turquoise Hill Resources	-0,26	0,10	0,24	0,16	-0,02	0,11							0,33
Acerinox	0,12	0,21											0,32
D'ieteren	-0,24	0,37	0,14	0,02									0,29
Covestro	0,02	0,09	0,15	0,01									0,27
Tesco	0,17	0,04	0,03		0,02	0,01	-0,06	0,03	0,02				0,26
Sanofi	0,00	0,04	0,02	0,05	0,05	0,04	0,00	0,00	-0,01	0,05	0,00		0,25
CIR	-0,16	-0,04	0,43	0,10	0,00	-0,12	0,08	-0,12	-0,04	0,16	-0,06		0,24
Tim Participaciones	-0,05	0,09	0,20										0,24
Uniper Namen									0,21				0,21
C&C Group	-0,12	-0,12	0,47	-0,04	0,20	-0,19	0,03	0,06	-0,03	-0,06	0,00		0,21
Telecom Italia		0,03		-0,01	0,03	-0,15	0,23	0,16	-0,18	0,21	-0,12		0,20
Antofagasta	-0,64	0,62	0,16	0,05	0,02	-0,01							0,20
Gazprom	-0,01	0,00	0,16	0,04									0,18
Orange					0,04	0,02	0,02		0,03	0,03	0,01		0,15
Anglo American		0,13											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
Yara International						0,00	0,04	0,04	-0,03	0,07			0,12
Buenaventura	-0,11	0,21											0,10
BBVA	0,01	0,09											0,09
Telefónica Deutschland						0,02	0,05	0,00	0,01	0,01			0,09
Enel											0,08		0,08
Banco Santander	0,02	0,06											0,08
Royal Dutch Shell	0,03	0,02											0,06
STMicroelectronics				0,02	0,00	0,01	0,01						0,04
Airbus						0,02	0,02						0,04
Almirall					0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	-0,01	0,02		0,03
Generali						-0,02	0,05						0,03
ArcelorMittal		0,03											0,03
Axa						0,02	0,01						0,03
Merck			0,00	0,03									0,03
Banco Popolare							0,03						0,03
Europcar		0,02			0,00	-0,05	0,00	0,02	0,01	0,04	0,00		0,03
Carrefour						0,01			0,03		-0,01		0,03
SBM Offshore	0,01					0,01	0,00						0,02
Unicredit							0,02						0,02
Maier Tecnimont									0,01	0,01			0,02
Mapfre		0,01											0,01
Samsung Elctronics	0,01												0,01
Centrica										-0,02	0,03		0,01
Eutelsat Communications						0,01							0,01
Vivendi						0,01	0,00						0,01
Groupe Eurotunnel											0,01		0,01
Metro			0,01										0,01
Astrazeneca						0,00							0,00
Luxxotica									0,00	0,00			0,00
Koninklijke Ahold											-0,01		-0,01
Newmont Mining	-0,01												-0,01
Refresco Gerber										-0,01	0,00		-0,01
Novartis			-0,01	0,04	0,02					-0,05	0,00		-0,01
Telefónica		0,00				0,03	-0,02				-0,02		-0,01
Galp Energia	0,01	-0,02											-0,01
Kinross Gold	-0,05	0,03											-0,02
Marie Brizard					0,05	0,00	-0,04	0,00	0,02	-0,06	0,01		-0,03
Carlsberg	-0,09	0,05									0,00		-0,04
Telefonaktiebolaget		0,00							0,02	-0,16	0,08		-0,05
Lufthansa					0,00	-0,05	0,00						-0,05
Deoleo	0,02	-0,11	0,11	-0,04	-0,04	-0,10	0,05	0,01	-0,04	-0,01	0,08		-0,07
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
Novo Nordisk									-0,04	-0,07	-0,01		-0,12
Engie	-0,25	-0,03	-0,03	0,03	0,03	0,04	-0,01		0,01	0,02	-0,13		-0,31
Nokia				-0,01	0,14	0,07	0,03	0,01	0,04	-0,61	0,01		-0,33
Oil	-0,14	-1,48	-0,12	-0,23	0,03	0,71							-1,22
Pharol	-0,61	-1,21	-0,94	0,17	-0,05	-0,13	1,39	0,13	0,92	0,20	-1,37		-1,50
DERIVADOS	4,41	1,74	-1,51	-0,06	-0,29	0,46	-1,09	-0,05	-0,20	-0,56	-0,16		2,67
DIVISA Y RENTA FIJA	0,43	-0,10	-0,19	0,32	0,13	0,66	-0,16	-0,19	-0,14	-0,10	-0,06		0,84
TOTAL RESULTADO CARTERA	4,64	-0,53	1,09	2,31	0,35	1,74	1,08	0,13	0,05	-0,45	-1,72		8,90

Esta carta la escribo el día 4 de diciembre a las 9 a.m., mientras los italianos votan y sin conocer, evidentemente, el resultado del referéndum sobre la reforma constitucional que se ha elevado a la categoría de crítico para determinar el futuro de la eurozona. Desde hoy hasta las elecciones en Alemania en octubre de 2017, nos enfrentamos a una agenda política crucial para hacer ver al mundo que Europa puede tomar decisiones unánimes en cuanto al futuro del crecimiento de la región y poner freno a los nacionalismos radicales basados en una concepción de la economía que nos sumiría en una recesión sin precedentes.

El camino de las reformas que ha tomado Matteo Renzi es el correcto y es crucial que continúe para solucionar los graves problemas de bajo crecimiento con alta deuda y baja productividad que, desde hace ya muchos años, sufre este curioso país en el que ha habido 24 gobiernos desde 1975 –mientras que en España ha habido seis en ese periodo-. Es decir, lo de Italia sí que es una situación de desgobierno y bloqueo absoluto que debe acabar cuanto antes.

Es cierto que la situación de la banca es caótica y preocupante, pero acuérdense de que España estuvo incluso peor y hoy este sector no es, para nada, un problema. La victoria de Fillon en Francia para acudir a las elecciones en lucha con Le Pen es positiva para erradicar las posibles opciones de la derecha radical, que sí representa un peligro grave para la supervivencia del euro. Con respecto a la repetición de las elecciones de Austria, la posibilidad de una victoria de Norbert Hofer, candidato nacionalista, no tendría consecuencias sobre el proyecto europeo, dado que este no se está cuestionando, sino que se debate la movilidad de personas en un entorno geográfico cercano a Turquía.

Pangea, aunque esté en un rango de riesgo bajo dentro de su amplio mandato, trabaja con un escenario de que el euro permanece y de que Europa es el mejor proyecto posible, a pesar de que los problemas estructurales nos hagan ser prudentes en la toma de riesgo.

Pharol ha afectado de forma negativa en un mes generador de alfa en coberturas

La caída de 1,72 puntos de Pangea en octubre se debe, en su práctica totalidad, al mal comportamiento de Pharol, que ha perdido un 33,3% en el mes, movimiento provocado, probablemente, por algún fondo especulativo que tomó posiciones hace unos meses y las ha vendido, puesto que, desde el punto de vista de fundamentales, no existe mucha justificación, ya que el proceso de negociación de la deuda con los acreedores parece que evoluciona de forma muy positiva y cada vez estamos más cerca de una solución.

Se está presentando una propuesta a los pequeños bonistas lo que, unido a la buena disposición de Anatel (regulador de telecomunicaciones brasileño tenedor de deuda), hace que la quita pactada pueda estar en la zona del 50-70%. El plan de viabilidad que se está presentando, a grandes rasgos, muestra una compañía con un EBITDA de 6.500 millones de reales, con una deuda neta menor a tres veces en la zona de los 18.000 millones de reales. La valoración de esta empresa, incluyendo el alto volumen de sinergias que se pueden obtener en una posterior fusión con TIM Brasil, Telefónica Brasil, América Movil o con los recientes interesados Sky y AT&T es de, mínimo, 15.000 millones de reales. A partir de aquí, lo que es relevante en el caso de Pharol para saber el valor que tiene es calcular la dilución que existirá en la potencial ampliación de capital que debe ocurrir.

En los últimos días se han producido más noticias positivas: Elliott y Cerberus están interesados en invertir 7.000 millones de reales presentando un plan que conlleva la posterior fusión con algún operador. Por tanto, las noticias no pueden ser mejores, aunque el precio de Pharol no las haya recogido. No creo que el consejo de Pharol acepte una dilución que suponga bajar el peso de su participación del 7% (desde el 27% actual). Lo normal sería que se quedase en el 10%, lo que supondría una valoración de Pharol, sin contar el bono de Rio Forte, de, al menos, 400 millones de euros. Esto, sumado a la caja, supondría 0,50 euros por acción (0,168 actual) en un primer momento, sin tener en cuenta mayores sinergias de las previstas a tres años vista de una fusión de OI que, según algunos estudios, son superiores a los 10.000 millones de reales.

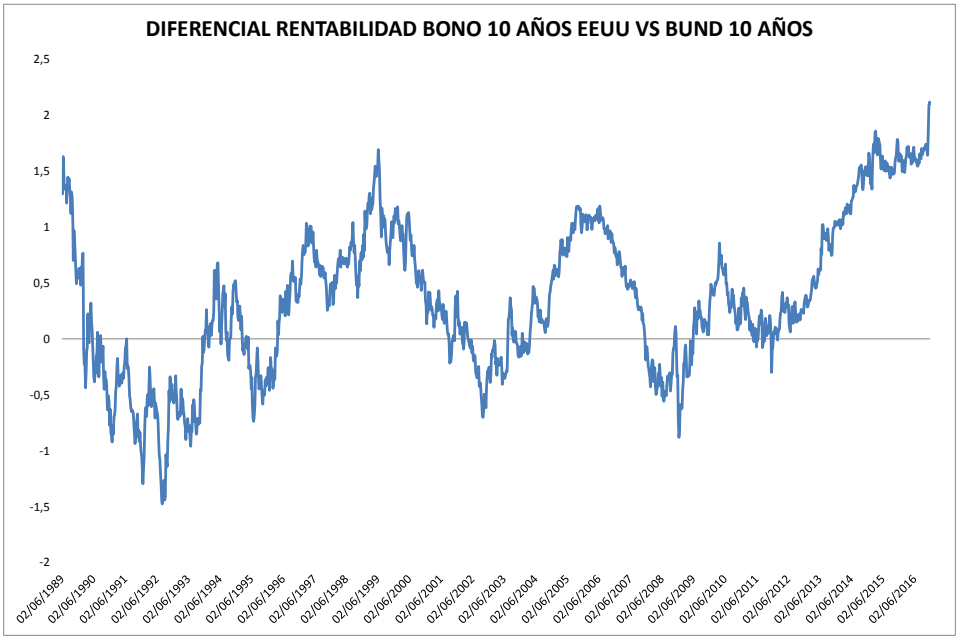
Las razones para pensar que los bonistas deben mirar a largo plazo para tomar una decisión razonable –que puede estar más cerca de lo que pensamos- son: la disposición del juez para solucionar la situación, un gobierno con un regulador que favorezca una solución, unos inversores dispuestos a ampliar capital y unas compañías que quieran fusionarse. Pangea seguirá manteniendo Pharol, dado que estamos convencidos de que hay valor que extraer y que puede vender esta participación muy por encima del nivel al que cotiza ahora.

El resto del fondo tuvo un comportamiento muy positivo. Destaca que, a pesar de que el S&P 500 subió un 3,71%, la parte de las coberturas apenas cayó un 0,16%, dado que la flexibilidad permitió generar alfa, a pesar de estar con niveles de cobertura muy altos en una cartera de contado que se ha incrementado hasta el 36% -desde el 27%-, movimiento que refleja las oportunidades de inversión que hemos encontrado. La generación de beneficios en la posición larga que se tomó en el futuro del Stoxx 600 Salud ha permitido compensar la caída por la subida del S&P 500.

El nuevo paradigma de los tipos de interés y la llegada de Trump

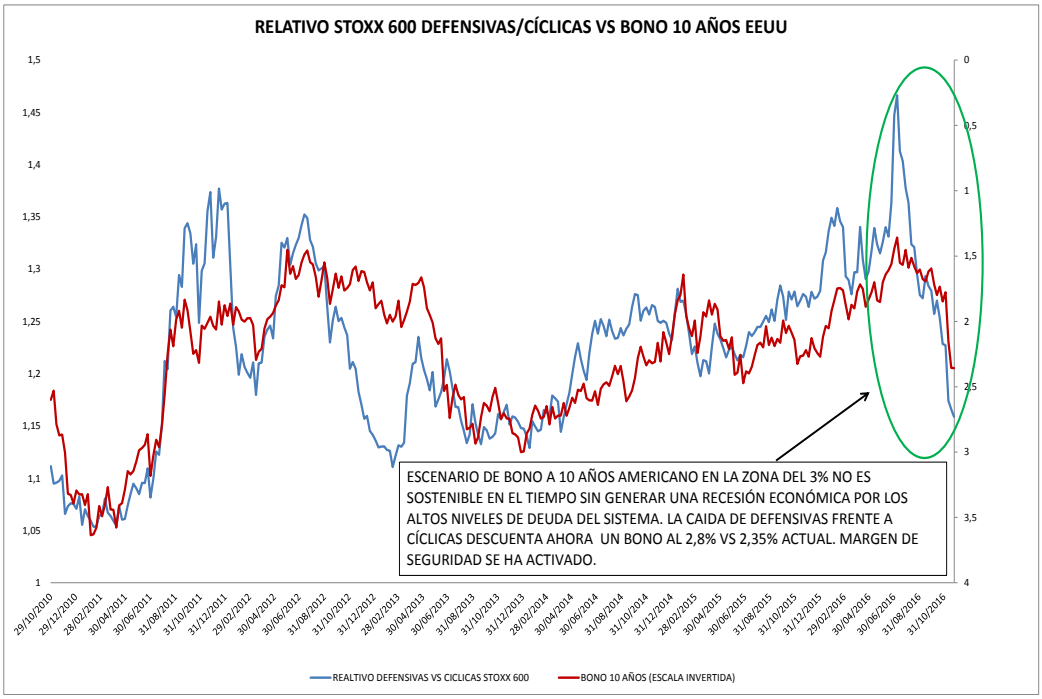
El movimiento en bonos y divisas a nivel mundial desde la llegada de Trump ha sido de esos que no se veían en años. El mercado de renta variable estadounidense ha acogido con agrado un programa que quizás tiene algo de riesgo de ejecución, aunque la parte de bajada de impuestos y repatriación de dinero puede ser muy atractiva. Que el mundo pueda vivir o no en este escenario ha sido materia de análisis en un Pangea Insights titulado *Trumpazoinflación* que ruego lean estas navidades para entender las consecuencias colaterales del programa económico del nuevo residente de la Casa Blanca.

Después de leerlo, por favor, miren el siguiente gráfico, en el que se ve el diferencial del bono estadounidense a 10 años con el europeo, que ha traspasado los 200 puntos, un nivel muy parecido al de 1989. La deuda global, en la que se ha sustentado la combinación de globalización-Estado del Bienestar, no puede vivir con un dólar apreciado y con el bono estadounidense en el 3%. La vuelta de las variables tipo de interés y tipo de cambio a la normalidad debe producirse después de que la inflación haga pico en primavera de 2017; si no lo ha hecho será porque el histórico acuerdo de la OPEP ha funcionado y corremos, entonces, el riesgo de un posible estancamiento con inflación. Les sugiero la lectura del Pangea Insights, que esconde mi visión de riesgo global para los próximos trimestres.



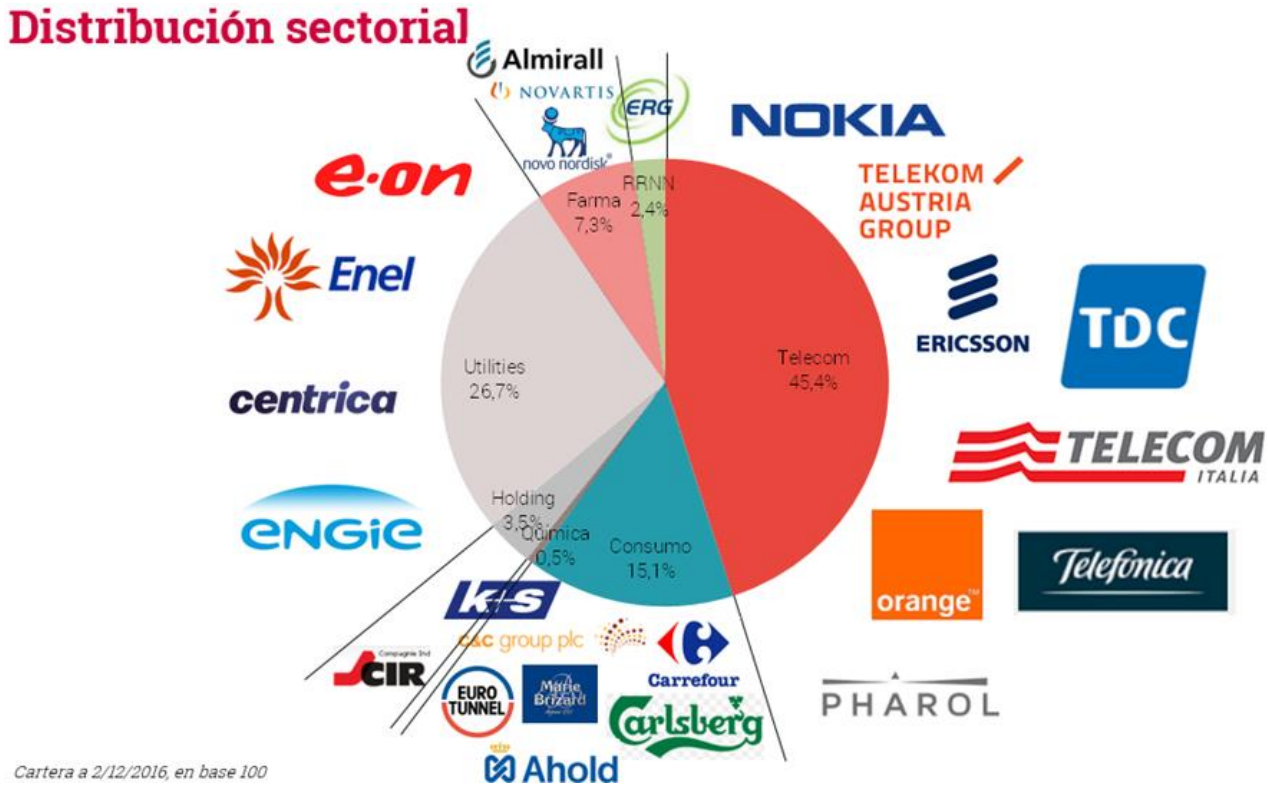
El esqueleto de Pangea en 2017

La fuerte subida de rentabilidad de los bonos ha provocado que las compañías defensivas a nivel global tengan un comportamiento muy negativo en comparación con las cíclicas, ocasión que he aprovechado para tomar posiciones en las primeras para el próximo año. Si uno no cree en la posibilidad de que los tipos puedan mantenerse altos por un periodo de tiempo largo, existe una magnífica oportunidad de ir formando una cartera de compañías sólidas que han sufrido una fuerte caída sin que los fundamentales hayan cambiado demasiado y exagerándose su correlación negativa con los tipos de interés. Como se ve en el gráfico, el Stoxx 600 Defensivas ha perdido, en relativo, más de un 20% respecto a las cíclicas y con la victoria de Trump el movimiento se ha agudizado.



Telecomunicaciones, farmacéuticas y eléctricas han sido los sectores castigados o calificados como *bond-proxy*, por lo que cuando ha subido la rentabilidad de los bonos, los inversores han vendido de forma masiva. Lo que sucede es que, en el fondo, estos sectores no están, como en otros ciclos, en unas condiciones de endeudamiento elevadas, ni mucho menos. De hecho algunas eléctricas deberían haber subido, dado que el avance de los bonos acarrea menor deuda económica como consecuencia de unas menores provisiones, siendo la deuda financiera, como en el caso de las alemanas, muy baja.

Aprovechando el final de año y la amplia rentabilidad obtenida por el fondo en comparación con la evolución del mercado y con la idea que sigo manteniendo de que se producirá una fuerte recuperación de las defensivas cuando se pase el subidón del *reflation-trade* de Trump, he incrementado el peso de este sector en el fondo y aumentado la exposición de contado desde niveles del 27% hasta el 36%, manteniendo la cobertura en la misma proporción, con venta de futuros del S&P 500. Creo estar haciendo un esqueleto sólido para 2017, ya que la calidad de las compañías en cartera es alta, con una fuerte generación de *cash-flow* y dividendos sostenibles.



La situación de Italia ha favorecido que se incremente el peso de Telecom Italia, empresa en la que creo que existe una de las historias de reestructuración de márgenes más importantes del sector, y el de Enel, un valor al que hace tiempo que esperamos y que, a los precios actuales, ofrece una rentabilidad por dividendo del 5,5%, con una rentabilidad del *cash-flow* del 7,5% y un PER 10 para 2017.

Otra eléctrica italiana que entra en cartera es ERG, especializada en energía eólica e hidráulica, que es capaz de convertir en cash-flow libre el 50% del EBITDA y cuya estabilidad de resultados le permite pagar un dividendo del 5%.

Engie sigue siendo, a los precios actuales, una garantía en dividendos, que se acerca ya al 6%, cotizando a PER 11 y 6,5 EV/EBITDA. Por otra parte, EON creo que puede ser uno de los valores de 2017 que suba más del 20%, en la medida en que está ya descontado en los precios todo lo negativo y simplemente falta que el mercado aplique a la parte regulada los multiplicadores que merece.

En telecomunicaciones, ha vuelto a entrar Orange, por debajo de 13,60 euros, un nivel en el que cotiza a PER 12,5, con una rentabilidad por dividendo del 5% y una rentabilidad del *cash-flow* del 7%. Telefónica también ha entrado en cartera, por debajo de 7,9 euros, ya que confío en la pronta venta de activos para solucionar los problemas de deuda y a medio plazo ofrece margen de seguridad con una valoración razonable de 9,5 euros.

TDC es otro valor que incluyo de nuevo en el fondo, en la zona de 33,5 coronas danesas, aprovechando la fuerte caída que se ha producido al anunciarse que Apollo ha desistido de lanzar una OPA al no ponerse de acuerdo en el precio, confirmando la visión de que Telia puede ser el siguiente en intentar lanzarla. Probablemente, Apollo haya ofrecido 45 coronas danesas y TDC haya exigido al menos 50 coronas. Por tanto, a los precios actuales, hay margen de seguridad, con una rentabilidad del *cash-flow* del 9%, un PER de 12 veces y una rentabilidad por dividendo del 3%.

Carrefour, Ahold y Carlsberg entran otra vez en cartera, después de haber caído a niveles donde la generación de valor a medio plazo es muy alta. Marie Brizard y C&C siguen confirmando unas guías para el próximo año que son factibles y cotizan con descuentos de más del 30% frente a su sector. Con ambas compañías tenemos reuniones en el mes de diciembre. En el caso de Marie Brizard, el escepticismo del mercado sobre su objetivo de EBITDA para 2018, en la zona de 65 millones de euros, es muy elevado, pero supone una oportunidad histórica para un valor que puede, como C&C, convertir más del 90% de su EBITDA en *cash-flow* libre y cuya caja neta puede llegar al 30% de su valor en bolsa en 2018.

El peso de CIR se ha incrementado, estando el descuento del holding por encima del 40% y una caja neta cercana al 50% del valor en bolsa de la compañía. Nokia, con una caja neta por encima del 20% del valor de mercado, sigue siendo una opción de valor para la última parte de 2017, cuando se estima una mejora del mercado de redes y cuando se verán los efectos positivos de las sinergias con Alcatel. Junto con Novo Nordisk y Almirall (ambas con caja neta positiva), se incrementa el peso de Novartis, por debajo de 70 francos suizos, para capturar la rentabilidad por dividendo del 4,5% que ofrece, junto con recompra de acciones y un balance muy sólido.

Valores sólidos con fuerte generación de *cash-flow* a precios por debajo de ciclo normalizado, balances financieros muy sólidos, negocios estables que permiten pagar altos dividendos, junto con algunas historias de valor oculto y reestructuración componen una cartera para 2017 muy sólida con una exposición bruta a renta variable en la zona del 40%, cubierta en su

totalidad con venta de futuros de S&P 500 mientras este cotice por encima de 2.180 puntos. El objetivo de Abante Pangea para 2017 sigue siendo ser un fondo mixto que, independientemente de las condiciones de mercado, sea capaz de generar un 4-5% de rentabilidad con la generación de alfa en la selección de valores y flexibilidad en las coberturas.

A pesar del ruido mediático que se está generando con el 2017 y la política, creo que un inversor de valor a medio plazo tiene una buena oportunidad comprando los valores de calidad europeos que han sufrido en esta caída de los bonos.

Niveles a vigilar en los índices, vender bonos estadounidenses en el 3% y dólares cuando alcancen la paridad

A pesar de que en Estados Unidos el crecimiento nominal de la economía real mejore en los próximos trimestres, el ciclo de beneficios empresariales, tras un primer rebote por el impulso fiscal, puede terminar arrastrando consigo a las bolsas, que muy probablemente entrarán en un escenario de final de ciclo. Así, estimo una zona de venta del S&P 500 entre los 2.250 y los 2.300 puntos, con la expectativa de ver un recorte del índice hasta los 1.950. El bono estadounidense por encima del 2,5%, y en cualquier zona cercana al 3%, ofrece una posibilidad real de venta, ya que una economía con 20 trillones de dólares de deuda no puede aguantar mucho tiempo con esos tipos, que afectarán al crédito y a un inmobiliario que está en máximos. Vender dólares en la zona de 1,05 respecto al euro, y hasta la paridad con la divisa europea, es otra de las ideas de inversión que debe ir acompañada del incremento del peso de emergentes, cuando los tipos estadounidenses y el dólar se empiecen a relejar en la primavera, cuando el efecto estacional de inflación se diluya. Habrá que estar muy atentos para comprobar hasta dónde llegan las amenazas proteccionistas de Trump y analizar la posición que toma China respecto al yuan y las consecuencias deflacionarias de las caídas de las monedas emergentes.

Europa se enfrenta a grandes eventos políticos que deben marcar la agenda macro, aunque la probabilidad de que opciones radicales ganen en algunos de los países clave es limitada. Entre las tareas que debemos realizar cuanto antes, aprovechando la debilidad del euro, que debe sostener un crecimiento basado en exportaciones y consumo, destacan: la necesidad de mayor gasto público en Alemania, el comienzo de un proceso de reforma laboral en Francia, solucionar la situación de los bancos italianos y mejorar la competitividad del sur de Italia, así como profundizar en el proceso de exportaciones de España.

En el Euro Stoxx 50 la clave venderá dada por la ruptura al alza de la zona de los 3.090 puntos, que puede hacer que, si los tipos siguen subiendo ligeramente, el índice intente alcanzar los 3.350 puntos, apoyándose en la mejora de los bancos. Es deseable, por margen de seguridad, cubrir la posibilidad de la pérdida de la zona de los 2.850 puntos, ya que sería el inicio de una corrección severa hacia los 2.500, situación que se podría dar por cuestiones políticas o por una vuelta a la deflación derivada del fracaso del proceso de normalización de tipos.

España deberá contener la presión política que los grupos radicales van a practicar para intentar cubrir todo el espectro de la izquierda y mantendremos un crecimiento algo menor que en 2016. El comportamiento del Ibex dependerá, en gran medida, de que el dólar se debilite algo

frente a las divisas latinoamericanas para poder verlo escalar hacia la zona de los 9.200-9.800 puntos, por lo que sería prudente cubrir una posible pérdida de los 8.500 puntos.

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 05/12/2016 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.