

Resumen

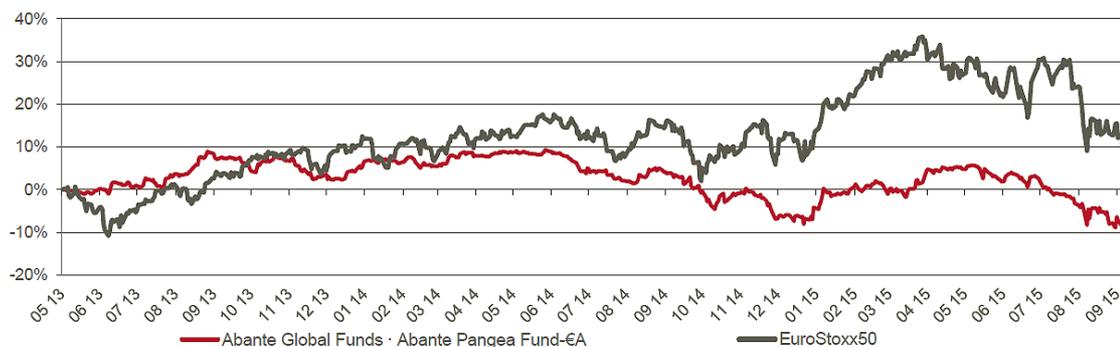
[Alberto Espelosín](#), gestor de Abante Pangea, comenta en su carta la evolución de los mercados y del fondo en septiembre. Sobre este último, señala que la lectura de la estrategia de mercado fue buena, pero que el comportamiento de un par de valores ha sido nefasto y afirma que el último mes es **el inicio de un mercado bajista**.

En su opinión: "Las **zonas óptimas de compra** para intentar subirse al carro de un posible rally de final de año podrían haberse dado ya, pero creo que los mínimos de los próximos 12 meses no los hemos visto todavía".

Sobre las **eléctricas alemanas**, escribe que "un desafortunado artículo del periódico *Der Spiegel* cuantificando en 30.000 millones de euros el déficit de provisiones nucleares provocó que RWE y EON cayeran un 24% cada una". Y explica que ha aprovechado "para **tomar una posición máxima en estas dos compañías**, elevando el peso de cada una a niveles del 9%". El fondo tiene muy concentrado el riesgo en el sector eléctrico con las alemanas y Engie, que ofrece una rentabilidad por dividendo del 7%. Por otra parte, ha incrementado peso en TDC (Tele Denmark) y Telekom Austria y las mineras de oro siguen teniendo un peso del 12%.

Ha **reducido la cobertura** y ha terminado el mes en invertido neto en la parte alta del rango conservador 0-35%. "Aprovecharé los rebotes para seguir poniendo la cobertura para protegernos de caídas adicionales que espero en los próximos meses", dice Espelosín.

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2013	Fondo	2,49%				-0,61%	2,30%	-0,15%	3,10%	2,82%	-0,99%	-1,69%	-2,17%	
	EuroStoxx 50	10,33%				-1,72%	-6,03%	6,36%	-1,69%	6,31%	6,04%	0,61%	0,72%	
2014	Fondo	-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%
	Eurostoxx 50	1,20%	-3,06%	4,49%	0,39%	1,16%	1,44%	-0,50%	-3,49%	1,83%	1,68%	-3,49%	4,42%	-3,21%
2015	Fondo	-3,75%	5,22%	2,31%	-2,72%	6,90%	-0,02%	-2,02%	-3,74%	-3,45%	-5,56%			
	Eurostoxx 50	-1,45%	6,52%	7,39%	2,73%	-2,21%	-1,24%	-4,10%	5,15%	-9,19%	-5,17%			



Carta del Gestor

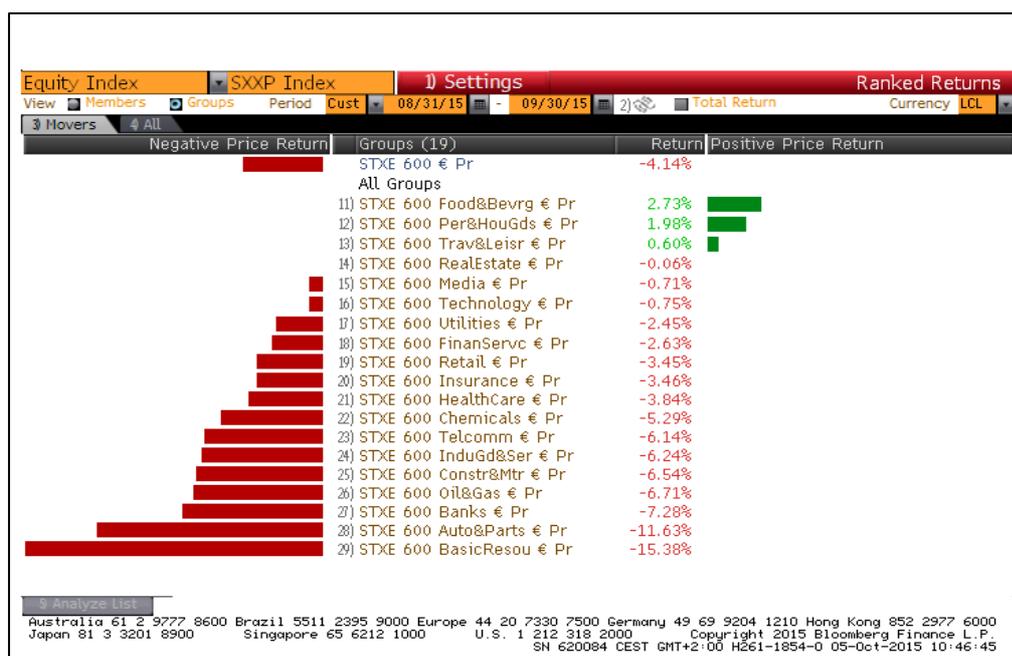
APORTACION RENTABILIDAD HISTORICA ABANTE PANGEA										
	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15	TOTAL
TOTAL ACCIONES	3,06	6,62	-1,79	4,45	-0,05	-3,29	-3,02	-6,48	-7,77	-8,27
Telecom Italia	1,19	0,18	0,14	-0,07	0,02	0,07	0,20	-0,13	0,02	1,61
Galp Energia	0,58	0,52	-0,12	0,51	-0,01	0,01	0,03	0,00	0,01	1,52
Gazprom	-0,27	1,01	0,01	0,90	-0,02	-0,08	-0,06	0,03	-0,24	1,29
BG Group	0,24	0,38	-0,27	0,88						1,23
Carlsberg	0,07	0,79	0,03	0,19	0,01	-0,05	-0,03	-0,26	0,05	0,79
KPN	0,15	0,30	0,07	0,12						0,64
Tesco	0,72	0,20	-0,02	-0,13	0,00	0,03	0,03	-0,21	-0,07	0,55
CIR	0,51	0,21	0,06	-0,02	0,00	-0,17	0,05	-0,30	0,20	0,54
Telefonica Deutschland	0,34	-0,01	0,13	0,02	-0,01	0,01	0,00			0,49
Sanofi	0,20	0,12	0,05		0,00	0,03	0,05		0,01	0,46
Newmont Mining	0,49		-0,01	0,15	0,00		-0,16	0,01	-0,07	0,41
D'ieteren	-0,03	0,27	-0,03	0,11	0,00	-0,13	0,06	-0,02	0,09	0,33
Arkema	0,31									0,31
Orange			-0,01	0,00	0,00	0,07	0,24	0,01	-0,03	0,28
Telekom Austria	0,27	0,24	0,11	-0,01	0,00	-0,07	0,07	-0,17	-0,17	0,27
Samsung Electronics	0,21	0,02	0,15	0,00	0,00	0,00	-0,11	-0,10	0,05	0,24
Turquoise Hill Resources	0,02	0,18	0,09	0,60	0,01	-0,21	-0,13	-0,17	-0,21	0,18
C&C Group	-0,08	0,32	-0,03	-0,12	-0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,12
Enel Green Power					0,00	0,03	0,06	0,01	0,01	0,11
Michelin	0,08								0,01	0,08
J. Sainsbury	0,08									0,08
Sistema Jsc	-0,02	0,08								0,06
EDF	0,06									0,06
Suedzucker	0,01	0,05								0,06
Kinross Gold							-0,13	0,16	0,02	0,06
Nutreco	0,04	0,01	0,00							0,06
Lukoil Holding	0,05	0,00								0,05
Logista		0,05								0,05
Jazztel		0,01	0,04	0,01						0,05
Adidas	0,03									0,03
Refresco Gerber					0,00	0,02	0,01		0,00	0,03
Ansaldo		0,04	0,01	0,01			-0,03			0,03
Centrica			0,02							0,02
Banco BPI		0,02	0,01							0,02
K+S						0,02				0,02
Deutsche Lufthansa		-0,05	0,08	-0,02	0,01					0,02
Glaxosmithkline						-0,01	0,02			0,01
Lufthansa						-0,04	0,05			0,01
Enel	0,00									0,00
Eldorado Gold		0,00								0,00
Air France		0,00	0,00							0,00
Italcement					0,00					0,00
Verbund						-0,01	0,06	-0,06	-0,10	-0,11
Ivanhoe Mines	-0,07	0,04	0,04	0,09	0,00	-0,11	-0,08	0,02	-0,06	-0,13
GDF Suez		0,09	-0,11	-0,05	0,01	-0,40	0,11			-0,34
Deoleo	0,07	-0,01	0,01		-0,01	-0,05	0,00	-0,25	-0,14	-0,38
Glencore	0,02	0,29							-0,69	-0,38
Tim Participaciones							-0,07	-0,14	-0,21	-0,42
Goldcorp	0,10		-0,02	0,00	0,00	-0,14	-0,53	0,32	-0,22	-0,48
Antofagasta	-0,08	0,34	-0,03	0,14	0,00	-0,11	-0,44	0,16	-0,50	-0,53
Buenaventura			-0,01	0,03	0,00		-0,28	-0,19	-0,09	-0,54
Engie							0,15	-0,31	-0,43	-0,60
Barrick Gold	0,36	0,08	-0,19	0,31	0,00	-0,15	-1,06	0,20	-0,18	-0,65
TDC		0,01	-0,03	0,06	0,00	-0,08	0,11	-0,45	-0,58	-0,96
OI	-0,65	0,14	-0,54	0,58	0,05	-0,39	-0,65	-1,25	-0,14	-2,84
E.ON	0,01	0,16	-0,05	0,03	-0,01	-0,33	0,04	-0,83	-2,24	-3,23
RWE	-0,13	0,06	-0,13	-0,17	-0,01	-0,32	-0,06	-1,56	-2,02	-4,33
Pharol	-1,80	0,50	-1,25	0,30	-0,07	-0,75	-0,60	-1,04	0,18	-4,52
DERIVADOS	2,28	-4,32	-0,95	2,32	0,02	1,15	-0,79	3,16	2,37	5,25
DIVISAS Y RENTA FIJA	-0,12	0,13	-0,19	0,45	0,16	-0,27	-0,28	-0,32	-0,27	-0,73
Depósitos	0,01			0,17	0,04					0,22
Renta Fija				0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Bono 10 yr Alemania (Bund)	-0,08	0,03	-0,05	0,03						-0,07
EUR/GBP	-0,07	-0,04	0,00							-0,12
EUR/USD	-0,65	0,09	-0,01		0,01			0,19	0,01	-0,35
Contado Divisa	0,67	0,05	-0,14	0,25	0,10	-0,28	-0,28	-0,52	-0,28	-0,43
TOTAL RESULTADO CARTERA	5,22	2,43	-2,93	7,23	0,13	-2,41	-4,10	-3,64	-5,67	-3,75

Buena lectura de estrategia de mercado y nefasto comportamiento de un par de valores, las eléctricas alemanas, han sido las notas dominantes del mes de septiembre, que pasará a los anales como el **inicio de un mercado bajista**. RWE Y EON han restado 4,24 puntos en el mes, con lo que la cartera de contado ha caído 7,7 puntos, frente a una bajada del 5,6% del Euro Stoxx 50. Muy buen comportamiento de la cobertura de derivados, ya que ha aportado 2,4 puntos de rentabilidad positiva en un escenario en el que el S&P 500 ha retrocedido un 2,6%. Esto genera valor, porque se ha aprovechado la volatilidad de los índices para reducir la cobertura e intentar capturar algo el rebote del mercado.

¿Se ha eliminado el riesgo de una corrección adicional?, ¿han hecho los índices un suelo relevante?, ¿hay que comprar ya o esperar?, ¿han sido racionales los índices a la hora de descontar los beneficios?

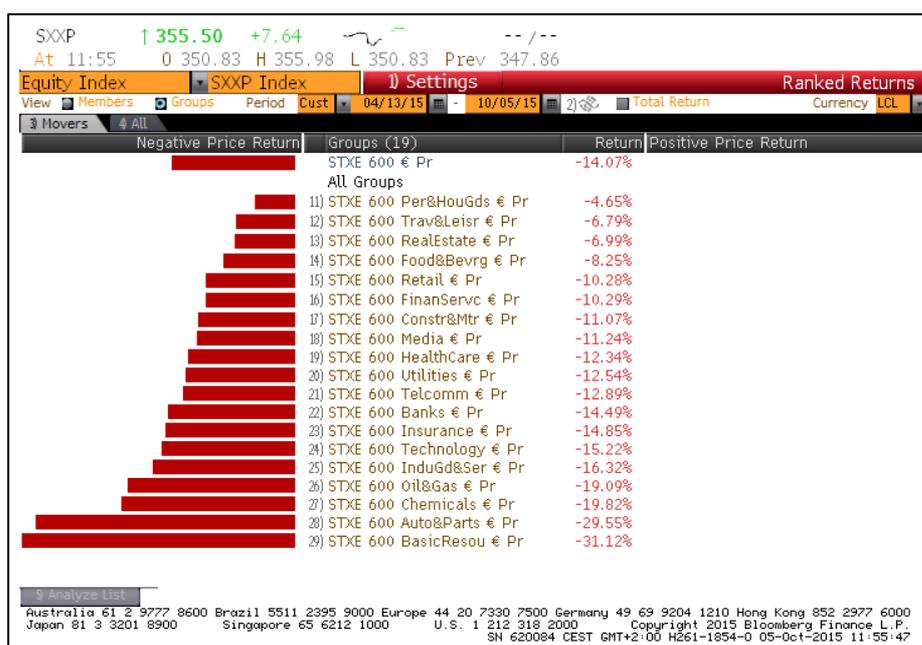
China, después de demostrar al mundo lo que es montar una burbuja de crédito en condiciones, ha pasado al modo 'guerra de divisas', ya que las exportaciones se convierten ahora en la nueva estrategia de crecimiento como consecuencia de que la pérdida de competitividad frente a sus homólogos emergentes era demasiado evidente. Si, habiendo inyectado la Fed 3,5 trillones de dólares, el resultado ha sido el menor ritmo de crecimiento de PIB post crisis de la historia y una inflación media del 0% desde principios de año, ahora que China entra a la guerra de divisas, la deflación está servida y, evidentemente, hace difícil normalizar los tipos de interés en Estados Unidos.

El menor crecimiento de China y la posible subida de tipos en EEUU han provocado cierto colapso en las **materias primas**, afectadas por la posible menor voracidad de compra de los chinos y por un dólar fuerte, que imposibilita ser muy positivo en el corto plazo. Gran parte de la caída de la bolsa europea en el mes está relacionada con sectores afectos a un dólar fuerte y las materias primas, tal y como se refleja en la siguiente tabla sectorial del Stoxx 600, que recoge la evolución del mes de septiembre. Autos también presentó un resultado negativo por el **“escándalo del escarabajo en el tubo de escape VW”**, que es sin duda uno de esos episodios negros a la altura de Enron.



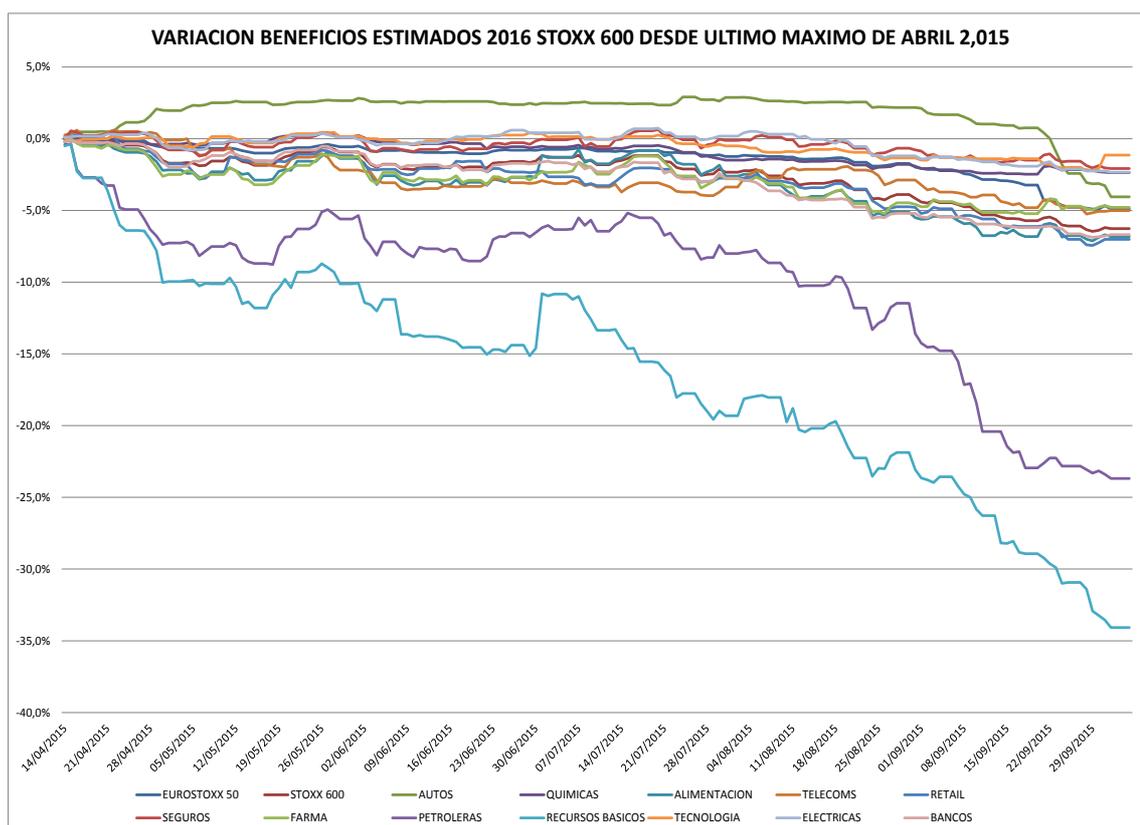
Las zonas óptimas de compra para intentar subirse al carro de un posible rally de final de año podrían haberse dado ya, pero creo que **los mínimos de los próximos 12 meses no los hemos visto todavía**. En el corto plazo el mercado está intentando construir un soporte relevante en la zona de los 1.865 puntos en el S&P 500, de los 9.250 en Ibex 35 y de los 3.000 en el Euro Stoxx 50; zonas en las que se podría ver un rebote hacia la zona de los 1.980/2.040 en el caso del índice estadounidense, de los 10.200 en el selectivo español y de los 3.330 en el índice europeo. Dicho esto, mi recomendación ante esos movimientos alcistas en mercado bajista es **aprovechar para vender a la espera de ver con garantías la formación de suelos más relevantes** en la zona de los 1.750 del S&P 500, de los 8.800 Ibex 35 y de los 2.850 del Euro Stoxx 50.

Estos niveles, uno puede pensar que están basados en tirar líneas sin más, pero nada más lejos de la realidad, la bolsa se sigue comportando como una **“máquina perfecta de descontar beneficios”** y la caídas en el Stoxx 600 en Europa desde los máximos del 13 de abril de este año no se deben a otra cosa más que a la revisión a la baja de los beneficios empresariales, junto con una contracción del PER (*price-to-earnings ratio* o ratio precio/beneficio) ahora que ya sabemos que el programa de salida del QE encierra en sí mismo el pico de márgenes en las compañías americanas y, por ende, en las multinacionales europeas.



Como se puede apreciar en la tabla superior, donde se recoge el comportamiento de los índices sectoriales europeos desde el máximo del 13 de abril, la caída de más del 20% de petroleras e industrias básicas se debe a la fuerte revisión de beneficios que se ha dado en ambos sectores, tal y como se aprecia en la tabla de abajo, en la que se pone de manifiesto la importante correlación, como no puede ser de otra forma, entre los beneficios empresariales y la bolsa. El resto es un ejercicio absurdo de justificar el comportamiento bursátil por un mero sentimiento sin números detrás. Es obvio que si se miran las dos tablas se puede ver que los **precios han caído en muchos sectores más de lo que lo han hecho los beneficios** y es

como consecuencia de la normalización del PER a la media histórica en la mayor parte de los índices, justificado por un cambio de percepción de riesgo por la devaluación de las divisas emergentes y la imposibilidad de normalizar tipos en Estados Unidos por la todavía débil evolución de los salarios.

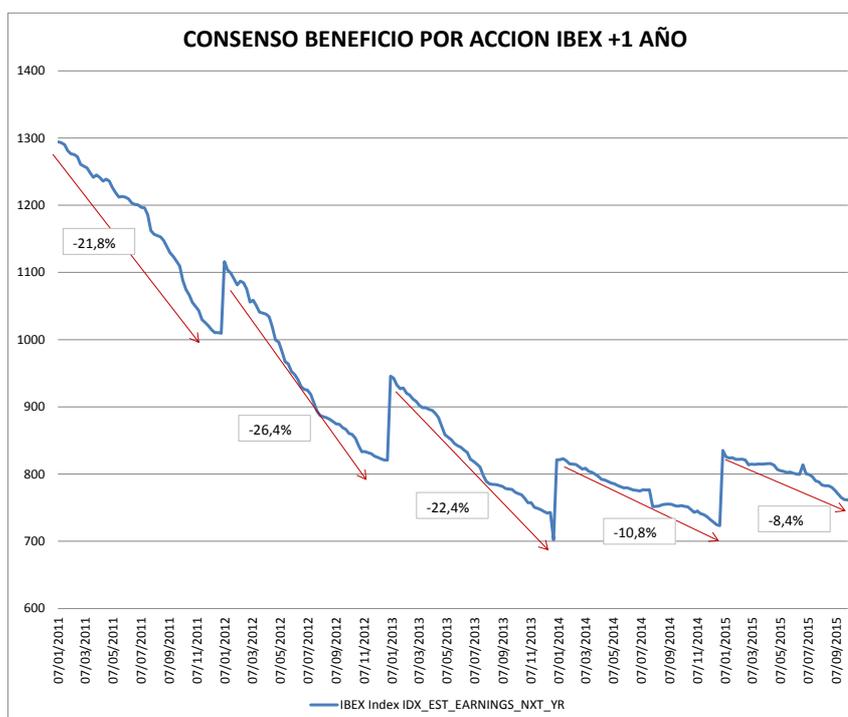


A aquellos que todavía no crean en que las bolsas son racionales y son máquinas de descontar beneficios, les propongo la siguiente tabla en la que tienen la evolución de cada uno de los sectores europeos y los índices generales con la evolución en precio desde los máximos de 2007 y los beneficios esperados para este año y el siguiente. La relación es bastante perfecta y se aprecia una disparidad de comportamiento intersectorial muy relevante.

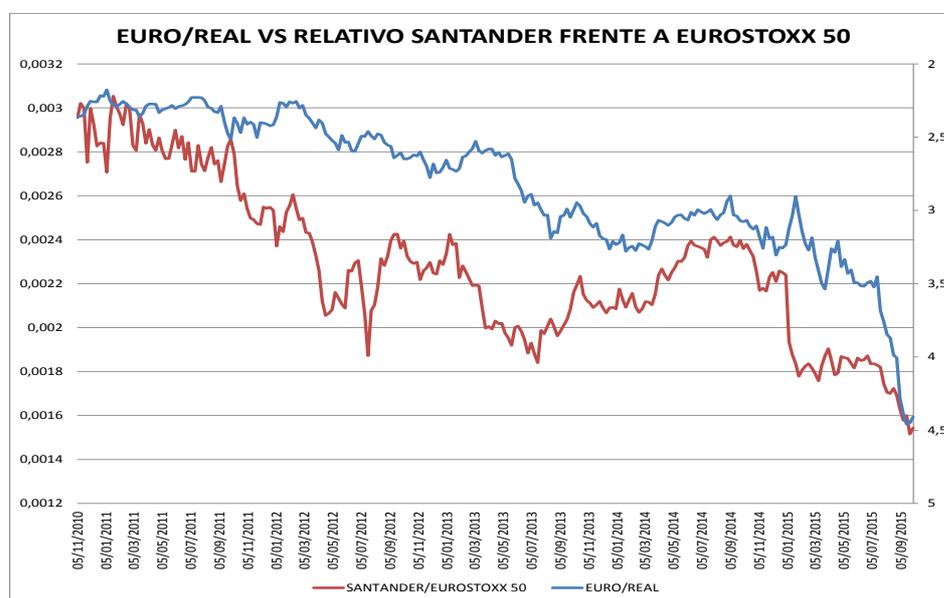
Básicamente, los peores sectores son bancos y los relacionados con materias primas, el resto puede que estén en máximos. Realmente, Europa con un peso del 25% en bancos y 15,5% en materias primas necesita que ambos arranquen y solo lo harán en la medida en que haya menos provisiones, algo que no sucede por el momento, y por una debilidad del dólar, que tampoco es muy factible sin que Europa se vea muy negativamente afectada, aunque sería darles la vida a los emergentes, muy necesitados de que su financiación en dólares no suba.

RELACION ENTRE LA VARIACION DEL PRECIO Y LA VARIACION DE LOS BENEFICIOS										
	Max 07	Hoy	DIF PRECIO 15 VS 07	BPA 07	BPA 16	BPA 15	BPA 14	BPA 16/15	DIF BPA 15 VS 07	DIF BPA 16 VS 07
Eurostoxx 50	4.572,0	3.172,0	-30,6%	344,0	248,1	230,2	144,0	7,8%	-33,1%	-27,9%
Stoxx 600	401,0	355,4	-11,4%	29,2	25,3	23,1	16,2	9%	-20,9%	-13,4%
Autos	418,5	467,5	11,7%	32,1	60,1	52,9	40,9	14%	64,7%	87,2%
Quimicas	498,9	798,9	60,1%	29,1	54,3	49,0	36,9	11%	68,2%	86,7%
Alimentacion	337,3	604,7	79,3%	16,4	30,3	28,2	21,9	8%	71,6%	84,9%
Telecoms	391,1	331,5	-15,2%	20,2	19,1	17,1	14,3	12%	-15,3%	-5,2%
Retail	385,5	340,6	-11,7%	22,1	19,6	17,3	12,7	13%	-21,6%	-11,3%
Seguros	305,1	262,5	-14,0%	28,6	25,0	24,2	20,3	3%	-15,4%	-12,7%
Farma	471,7	767,9	62,8%	23,1	43,9	40,4	28,1	9%	75,0%	90,3%
Petroleras	472,7	271,4	-42,6%	38,8	18,7	17,0	21,3	10%	-56,3%	-51,8%
Recursos Basicos	803,0	278,3	-65,3%	52,1	21,1	17,7	17,3	19%	-66,0%	-59,5%
Tecnologia	354,7	317,7	-10,4%	13,6	19,8	16,9	11,1	17%	24,2%	45,7%
Electricas	563,7	296,6	-47,4%	35,4	21,3	21,2	6,1	0%	-40,1%	-39,8%
Bancos	541,3	189,7	-65,0%	47,2	19,0	17,3	4,2	10%	-63,4%	-59,8%

El Ibx 35 ha caído desde los máximos de abril en 11.866 puntos un 19,5% y para seguir profundizando en valoraciones, es un buen ejemplo, ya que el BPA (beneficio por acción) estimado para 2016 se sitúa ahora en 759 puntos, lo que supone un 8,6% menos de lo que se estimaba a principios de año y es que, como se ve en el gráfico de abajo, el consenso es optimista por naturaleza y siempre se revisa a la baja. Por tanto la caída del Ibx de un 7% en el año se justifica por la menor expectativa de beneficios para 2016, beneficios, que claro que están creciendo, son un 102% superiores a los 378 de 2012, pero no se pueden estirar más por el optimismo permanente.



Esa revisión de beneficios en el Ibex se debe en gran medida a la **depreciación del real brasileño** y es que el selectivo español no es un reflejo de la economía española, sino el índice que mejor correlaciona con las monedas sudamericanas. El fuerte peso de Santander y Telefónica en Brasil, junto con la caída de las estimaciones de beneficios de Repsol, han sido las causas de esa bajada de estimación de beneficios desde 830 hasta 759. Si aplicamos un PER de 12 veces a los 759 puntos de BPA de 2016, tenemos un precio objetivo para el Ibex de 9.110 puntos, que mejoraría en la medida en que hubiera revisión positiva de resultados, que por el momento no se espera. Hay que tener en cuenta que estamos tomando datos de 2016, con lo que cabe la posibilidad de que sean revisados a la baja, como todos los años, y solo al alza si el real se aprecia como resultado de una mejora del petróleo y una depreciación del dólar, dos cuestiones que tendrían consecuencias muy negativas en la expansión del PER, debido a los efectos negativos que estas variables provocarían en el PIB español.



Saben que he mantenido una **importante posición corta sobre el índice americano** que, por fin, está dando sus frutos. A pesar del optimismo reinante, la tozudez de los beneficios es importante y es que, finalmente, el consenso para este año espera una caída de beneficios en el S&P 500, lo que ha provocado la caída del índice. Como en la mayor parte de los mercados, la caída de beneficios se debe a las petroleras e industrias asociadas a las materias primas.

En la primera tabla de abajo se repite la rutina, el consenso de BPA para el S&P 500 ha sido sistemáticamente optimista y se ha revisado a la baja desde 137,19 dólares que se esperaban para este año 2015 hasta los 110,98 dólares en la realidad (-1,7% respecto a 2014 y por primera vez caen desde 2009). Una revisión de 26 puntos de beneficios es la cruda realidad de por qué el S&P 500 ha caído un 12,5% desde máximos y es poco en comparación teniendo en cuenta la revisión de beneficios. Ya se ha encargado el consenso de poner la estimación de 2016 en 129,37 dólares, lo que supone un crecimiento de BPA del 16,5% y aplicando 17x a esos beneficios da para que los *homos ovinus* crean en el nivel de los 2.200 como una valoración razonable. Pero, ¿cómo va a ser posible que los beneficios crezcan un 16,5%? Solo se podría dar dicha situación con una caída importante del dólar, la no subida de salarios, la subida del petróleo y la no normalización de tipos. Al final, entenderán que el consenso de 2016 acabará más en la zona de los 116 puntos, que si aplicamos 17x daría 1.972 o 1.798

puntos y si aplicamos el PER medio de 15,5x, la media da 1.885 puntos, un nivel más realista que pesimista. Tengan paciencia, que por debajo del 1.800 podrán comprar.

OBSERVATION	Q2,'15	Q3,'15	Q4,15	2015 EST	2016 EST	PRICE	2015 P/E	2016 P/E
31/03/2014	\$33,78	\$34,74	\$36,95	\$137,19		1872,34	13,65	
30/06/2014	\$33,73	\$34,86	\$36,75	\$137,52		1960,23	14,25	
30/09/2014	\$33,61	\$34,28	\$36,43	\$136,07		1972,29	14,49	
31/12/2014	\$32,26	\$33,35	\$34,81	\$130,99		2058,90	15,72	
31/03/2015	\$29,14	\$30,49	\$32,01	\$118,36	\$134,75	2067,89	17,47	15,35
30/06/2015	\$28,42	\$29,75	\$31,49	\$115,47	\$132,36	2063,11	17,87	15,59
Current	\$26,14	\$28,61	\$30,42	\$110,98	\$129,37	1920,03	17,30	14,84

QUARTER	12 MONTH EARNINGS PER S	
END	OPERATING EARNINGS	
	(ests are bottom up)	
ESTIMATES		
12/31/2016	\$129,37	16,6%
12/31/2015	\$110,98	-1,8%
12/31/2014	\$113,01	5,3%
12/31/2013	\$107,30	10,8%
12/31/2012	\$96,82	0,4%
12/31/2011	\$96,44	15,1%
12/31/2010	\$83,77	47,3%
12/31/2009	\$56,86	14,8%
12/31/2008	\$49,51	-40,0%
12/31/2007	\$82,54	-5,9%
12/31/2006	\$87,72	14,7%
12/31/2005	\$76,45	13,0%

RWE + EON + Pharol restan 15 puntos de rentabilidad al fondo durante el año.

Un desafortunado artículo del periódico alemán *Der Spiegel* cuantificando en 30.000 millones de euros el déficit de provisiones nucleares provocó que RWE y EON cayeran un 24% cada uno. He aprovechado para tomar una posición máxima en estas dos compañías elevando el peso de cada una de ellas hasta niveles del 9%, concentración de riesgo que llevo a cabo ante lo que creo que es **una de las mejores oportunidades de inversión de los últimos años** o la mayor exageración del mercado ante unas compañías que siguen teniendo negocios muy relevantes y estables.

El precio medio en la posición de EON es de 10 euros y el de RWE de 14, con precios objetivos que se sitúan en 14 y 18 euros, respectivamente. El mercado parece no querer distinguir entre la deuda económica y financiera, que las provisiones nucleares son a 30 años como mínimo, que el propio regulador ha salido en defensa de ambas compañías, que el informe de los 30.000 millones de euros calculaba esta cifra si descontaban las provisiones al -2% -lo que es irreal-, que hay un negocio regulado además de la generación que pesa el 65% del EBITDA y que se paga 11x sin problemas, que los precios de la electricidad están en niveles mínimos insostenibles para el desarrollo de inversiones en Alemania, etc. Me encuentro muy cómodo con esta posición, aunque nos haya quitado cuatro puntos en el mes.

Si se analiza la primera tabla verán que realmente tres inversiones restan quince puntos al fondo, pero creo que las tres, como he explicado en sucesivas cartas, son situaciones que se pueden recuperar en cualquier momento. El resto de temáticas han funcionado muy bien y me agrada el haber acertado la parte de estrategia, tal y como se refleja en la parte de cobertura que ha aportado mucho valor.

El fondo tiene **muy concentrado el riesgo en el sector eléctrico con las alemanas y Engie**, que ofrece una rentabilidad por dividendo del 7%. Se ha incrementado peso en **TDC** (Tele Denmark) y **Telekom Austria**. Las **mineras de oro** siguen teniendo un peso del 12% y los niveles de compra son muy atractivos y el **cobre** ha sufrido una importante caída, aunque Antofagasta ha aguantado bien el envite.

Hemos **reducido la cobertura** y hemos acabado el mes con el fondo invertido neto en la parte alta del rango conservador 0-35%. Aprovecharé los rebotes que haya para seguir poniendo la cobertura para protegernos de caídas adicionales que espero en los próximos meses. Creo que lo peor de las compañías que tenemos lo hemos visto y, si el mercado vuelve a caer, no creo que las eléctricas alemanas lo hagan peor. Así, el fondo ahora no depende tanto del mercado sino de la fusión de **OI** en Brasil y de la vuelta a la normalidad de las irracionales valoraciones de las eléctricas alemanas. **Pharol** tuvo en el mes una aportación positiva y la evolución operativa de su participada brasileña es, por el momento, muy positiva, aunque urge que el mercado brasileño se consolide, tema que depende en gran medida de lo que haga Telecom Italia en su nueva estrategia.

Gracias por su confianza.

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?

Puede consultar los siguientes enlaces:

-[Ficha del producto](#)

-[Todas las cartas del gestor](#)

-[Pangea Insight](#)