

Abante Pangea · Alberto Espelosín

7 de julio de 2015

<https://www.abanteasesores.com>

Alberto Espelosín comenta en su carta que junio ha estado marcado por las **pérdidas generalizadas en todos los índices** como consecuencia de la crisis en **Grecia**. El euro se ha mostrado fuerte en un escenario poco propicio y cerró en 1,1147, dice. Además, señala que, si se observa la evolución del oro, “nadie diría que está cayendo una tormenta en Grecia”, un asunto sobre el que invita a reflexionar.

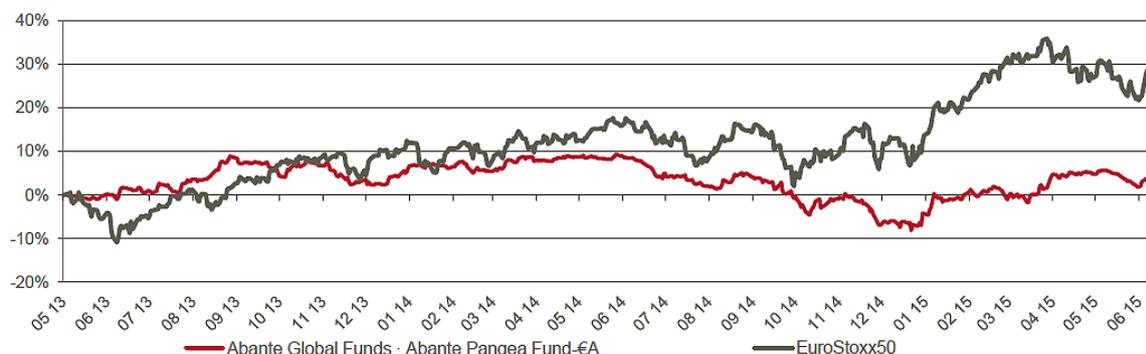
Sobre **Grecia** afirma que “el problema seguirá siendo el mismo y es que no puede pagar la deuda actual haga lo que haga”. Y sobre el segundo gran foco de atención de este verano, dice que “**la subida, o no, de tipos de la Fed** es el gran tema que se va a ir solapando al griego”. En su opinión “la incertidumbre está servida, ya que los últimos datos de empleo justifican un incremento, pero las cifras de salarios, no”.

Espelosín explica que “la gestión dinámica y flexible de la **cobertura del fondo** está aportando mucho valor en los primeros meses del año; le suma 0,51 puntos”, pese a que debería haber restado cerca de cuatro puntos. La **cartera de contado** ha tenido un comportamiento negativo, ya que ha sufrido la mala evolución de los índices europeos. Así, la cartera ha caído un 3,29% frente al retroceso del 4,1% del Euro Stoxx 50.

El gestor de **Abante Pangea** escribe que los inversores tienen este verano una buena oportunidad de repasar los fondos de renta fija que tengan en cartera, ya que “quizá de fija tengan poco”. Espelosín espera en los 3.250-3.350 puntos un primer rebote del Euro Stoxx 50 y que en el S&P 500 vigilará la zona de los 2.035 puntos, “cuya pérdida puede llevarnos hacia los 1.980 y, posteriormente, a los 1.850.

Termina explicando que la idea global del fondo “es preservar las ganancias acumuladas vendiendo compañías que han llegado ya cerca de sus precios objetivos”.

	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%
	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%
2015	Fondo	9,66%	5,22%	2,31%	-2,72%	6,90%	-0,02%	-2,02%					
	Eurostoxx 50	8,83%	6,52%	7,39%	2,73%	-2,21%	-1,24%	-4,10%					



@abanteasesores



Abante

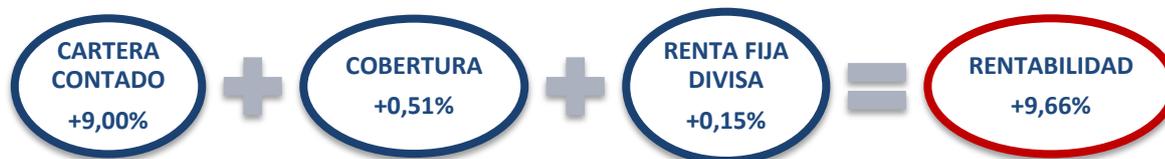


abanteasesores.com

abante

Carta del Gestor

Durante el primer semestre del año 2015 el desglose de rentabilidad de Pangea es el siguiente:



APORTACION RENTABILIDAD CARTERA DE VALORES +9,00%					
Gazprom	1,56	C&C Group	0,09	Deutsche Lufthansa	0,02
Telecom Italia	1,52	Michelin	0,08	Deoleo	0,01
Galp Energia	1,48	J. Sainsbury	0,08	Enel	0,00
BG Group	1,23	Sistema Jsc	0,06	Eldorado Gold	0,00
Carlsberg	1,03	Orange	0,06	Air France	0,00
Tesco	0,80	EDF	0,06	Italcement	0,00
Turquoise Hill Resources	0,69	Suedzucker	0,06	Verbund	-0,01
KPN	0,64	Ansaldo	0,06	Glaxosmithkline	-0,01
Newmont Mining	0,63	Nutreco	0,06	Ivanhoe Mines	-0,02
CIR	0,59	Logista	0,05	Lufthansa	-0,04
Telekom Austria	0,54	Lukoil Holding	0,05	TDC	-0,04
Telefonica Deutschland	0,49	Jaztel	0,05	Goldcorp	-0,06
Sanofi	0,41	Adidas	0,03	E.ON	-0,20
Barrick Gold	0,40	Enel Green Power	0,03	GDF Suez	-0,45
Samsung Electronics	0,39	Centrica	0,02	RWE	-0,70
Arkema	0,31	Refresco Gerber	0,02	OI	-0,81
Glencore	0,31	Banco BPI	0,02	Pharol	-3,07
Antofagasta	0,25	Buenaventura	0,02		
D'ieteren	0,20	K+S	0,02		

El mes de junio ha venido marcado por las **pérdidas generalizadas en todos los índices** como consecuencia de los acontecimientos que están sucediendo en **Grecia**. Europa cayó un 4,1%, mientras que el S&P500 retrocedió un 2,1%. El Nikkei fue el índice que menos perdió, apenas un 1,6%. Grecia, a pesar de estar en el ojo del huracán, solo se dejó un 3,4%, aunque la renta fija helena se colapsó ante el impago de la deuda al FMI.

El **euro** se mostró muy fuerte en un escenario poco propicio para ello y cerró el mes en el 1,1147 frente al 1,0986 a finales de mayo. Aquí se ha notado la mano de Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, para dar señales de normalidad en el mercado de divisas con una probabilidad muy alta de que el **BCE haya defendido la divisa europea** para dar sensación de control al mercado.

Si miramos la evolución del oro, nadie diría que está cayendo una tormenta en Grecia. El metal precioso se depreció un 1,5% en el mes, movimiento lógico, ya que el peso de Grecia es el que es dentro de la economía mundial, pero no está mal pararse un segundo a pensar lo del oro.

“Si usted fuera ciudadano griego piense en el papel tan fundamental que jugaría haber tenido oro en sus manos en vez de papelitos que no sabe muy bien cuánto valen. O imagine que el Banco de Grecia hubiera tenido las 2.451,8 toneladas de oro que posee Italia (España tiene 281,6 toneladas) en lugar de las 112,5 que posee, para poder haber avalado algo mejor esa deuda desproporcionada del 180% sobre PIB, que jamás se pagará sin una quita. En un mundo en el que hay 199 trillones de dólares de deuda frente a los 142 trillones de 2007, para los Estados tener oro en vez de destrozarse papelitos es un tema relevante y necesario”.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

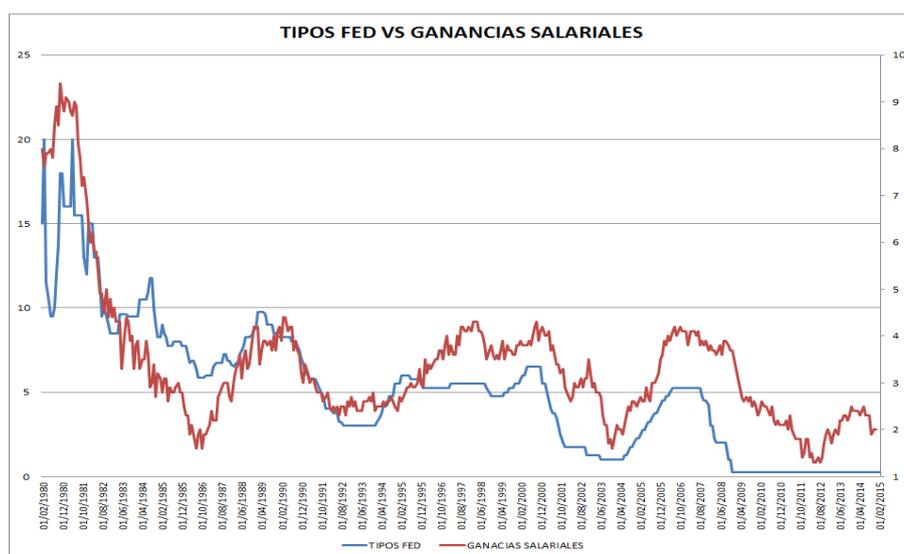
abante

El bono alemán a 10 años continuó con su escalada, aunque la volatilidad durante el mes fue reduciéndose para acabar en el 0,76%. Buena oportunidad este verano de **repasar los fondos de renta fija que tengan** en cartera y que en la situación actual de represión financiera se han convertido en pequeñas cajas negras en búsqueda de rentabilidad. Quizá tengan productos que de fija tengan poco.

Habrà muchas apuestas de cómo va a ser el verano en términos de volatilidad y de sustos o alegrías. Seguro que titulares va haber muchos, ya que me imagino que Grecia dejará de pagar el 20 de julio al BCE el vencimiento de deuda de 3.500 millones de euros. Hay que estar alerta ante los posibles eventos que pueda haber y, para ello, les invito a que lean el último Pangea Insights, "[Ejercicios de verano 2015](#)", en el que doy las pautas de las cosas sobre las que trabajaré este verano.

No sé cuánto tiempo tardará la tragicomedia griega en avanzar, intuyo que más de lo que pensamos, pero creo que el tema del verano va pasar de Grecia a Estados Unidos y la famosa reunión de la Reserva Federal del 27 de septiembre. **La subida, o no, de tipos de la Fed es el gran tema** que se va a ir solapando al griego y la incertidumbre está servida, ya que los últimos datos de **empleo** justifican un incremento, pero las cifras de **salarios**, no. Esto pone de manifiesto que la mejora del empleo en EEUU se debe, en gran parte, a la continua bajada de la tasa de participación, que ronda ya el 62,6% frente al 67% del año 2000. La fragilidad en el crecimiento de los salarios pone de manifiesto la baja calidad del trabajo generado y concuerda muy bien con lo sucedido en Alemania en la reforma Schroeder: se crea en empleo pero con menores salarios debido a la globalización del empleo y a la opresión de la tecnología sobre el hombre.

“La Fed se encuentra ante uno de los mayores dilemas de la historia y tiene que resolver las claves de este de aquí a final de año. Y este dilema consiste en que sin un crecimiento de salarios por encima del 2,5% no es posible hablar de un modelo de crecimiento sostenible basado en un consumo que permita normalizar los tipos después de siete años manteniéndolos en el 0%, situación que ha provocado una represión financiera que destruye la economía en el largo plazo al no invertir las compañías por su preferencia ante la opción de recomprar sus activos cotizados en bolsa. Una sensación al mercado de que no se suben los tipos porque la economía no acaba de tirar acabará haciendo mella en la expansión de multiplicadores y hará necesario un dólar débil en un escenario en el que Europa no se lo puede permitir con lo que la volatilidad estará servida”.



Esta carta está hecha, intencionadamente, el domingo 5 de julio por la mañana, antes de que conociera el resultado del referéndum griego. Mucho se ha escrito y comentado las últimas semanas, cada analista parece tener la solución al problema. Gane el “sí” o el “no”, y es mi única aportación al debate, el problema seguirá siendo el mismo y es que **Grecia no puede pagar la actual deuda haga lo que haga**. Por



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

tanto, cuanto antes se lleve a cabo la quita de la deuda por parte de Europa mejor. Y si Europa decide abrirle la puerta a Grecia, ellos no quieren irse, la puerta se podrá quedar entreabierta, pero las primas de riesgo ya nunca más serán iguales.

Aunque ya [lo puse en mi anterior carta](#) les recuerdo que Tsipras escribió en mayo una carta en el periódico francés *Le Monde* titulada “Europa en la encrucijada” y en su último párrafo nos sugiere que volvamos a leer la novela de Hemingway *Por quién doblan las campanas* en la que básicamente se aborda la cuestión de lo que ocurre cuando de un ser único desaparece una parte, más o menos el principio de irreversibilidad del euro.

“If some, however, think or want to believe that this decision concerns only Greece, they are making a grave mistake. I would suggest that they re-read Hemingway’s masterpiece, *For Whom the Bell Tolls*.”

La gestión dinámica y flexible de la cobertura del fondo está aportando mucho valor en los primeros meses del año, en concreto, le suma 0,51 puntos, hecho que me gustaría resaltar, ya que los índices de referencia en el año muestran signo positivo. La cobertura debería haber restado cerca de cuatro puntos, pero el hecho de haber sido **flexibles a la hora de ir cambiando durante el año los índices sobre los que cubríamos el contado** ha sido la clave de este buen resultado. El fondo seguirá cubierto en su práctica totalidad y la posición global de contado girará en torno al 45-55%, no saliéndonos del rango 0-35% de exposición neta.

“Con una cartera de contado con un peso medio del 55% y una cobertura media del 100% que hace que la exposición neta media del fondo sea del 0%, se ha obtenido una rentabilidad del 9.66% frente a un Eurostoxx 50 que lo ha hecho en un 8,83%, con lo que la ecuación rentabilidad/riesgo es muy positiva”.

La cartera de contado ha tenido un comportamiento negativo en el mes, ya que ha sufrido la mala evolución de los índices europeos. Así, la cartera ha caído un 3,29% frente al retroceso del 4,1% del Euro Stoxx 50. La generación de alfa no ha existido esta vez ya que **Pharol** (antigua Portugal Telecom) ha restado 0,69 puntos, que se suman a los 0,39 puntos que ha restado **OI**. Las **eléctricas europeas**, una de las temáticas del fondo, han restado 1,05 puntos dado el mal comportamiento de las alemanas, aunque la mejora de las condiciones del cierre de las plantas de lignito debe hacer que se recuperen de forma notable. A pesar de que la evolución se ha visto afectada por la tragicomedia de Grecia, creo que la **cartera de contado presenta un alto potencial** y ante una eventual caída del Euro Stoxx 50 hacia la zona de 3.250-3.350 se puede incrementar posiciones ligeramente en valores como **Orange** y **Sanofi**.

Con respecto a **Pharol** he de decir que no hay muchas novedades operativas en **OI**, ya que el plan de reestructuración continúa a buen ritmo y los resultados así lo avalan. En términos de Ebitda-capex la compañía ya genera al trimestre cerca de 1.000 millones de reales frente al valor bursátil de 4.800 millones de reales. Por primera vez el nuevo equipo gestor de **Pharol** sale a ver accionistas e inversores y tengo una cita con ellos en el mes de julio. Espero poder confirmar en este encuentro las **perspectivas positivas que tengo sobre el valor**, cuya fuerte caída mensual se basa más en falta de liquidez que en cuestiones operativas.

Estamos viendo a medida que pasa el año pérdidas en Europa desde los máximos. Así, el Euro Stoxx 50 se ha dejado un 11%; el Dax, un 12% y el Ibex, un 10%. A medida que nos acercamos a caídas del 15% será lógico ver una mejor valoración del mercado para **tomar posiciones con mayor margen de seguridad**.

Les remito a la [carta mensual de mayo](#) donde veíamos al Euro Stoxx 50 en la zona de 3.300 puntos. La **cartera de contado ha estado sistemáticamente cubierta casi en su totalidad** la mayor parte del mes, aunque los últimos días la exposición neta del fondo estuvo ligeramente por debajo del 10%. Esto no se debe interpretar como un cambio de sesgo, sino más bien la flexibilidad que nos ofrece el rango 0-35% y a



@abanteasesores



Abante

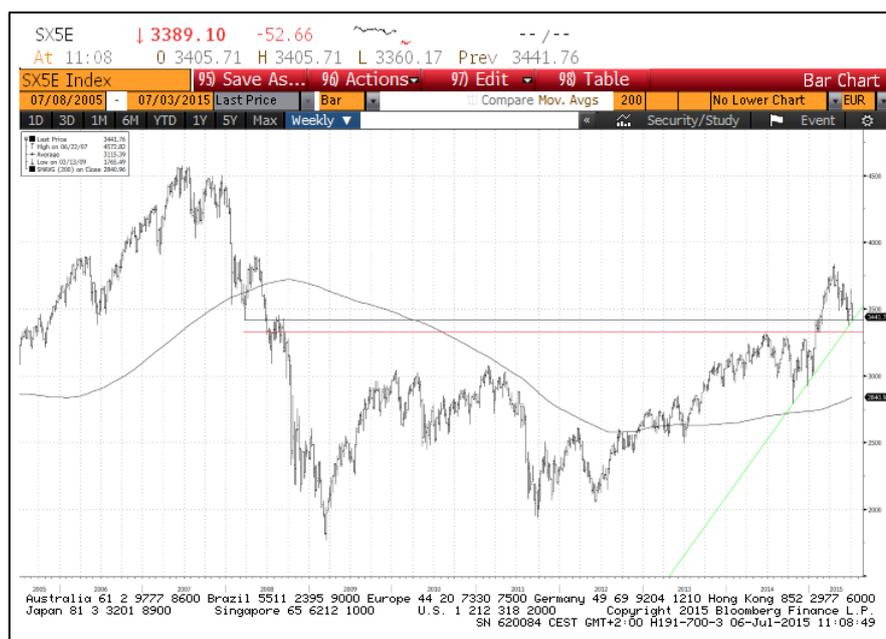


abanteasesores.com

abante)

medida que vayamos hacia el 3.250-3.350 puntos nos adentraremos en la zona media del rango conservador (0-35%).

Teniendo en cuenta que el beneficio por acción del Euro Stoxx 50 a doce meses es de 240 (es muy factible conseguirlo, como lo es llegar a los 255 para el 2016) creo que en los 3.250-3.350 puntos el índice ofrece un PER de 13 veces en el que espero un primer rebote. Por el contrario, creo que el especial buen comportamiento del S&P 500 se puede acabar y sigo vigilando, como comento en [“Ejercicios de verano 2015”](#), la zona de 2.035 puntos, cuya pérdida nos puede llevar hacia los 1.980 y posteriormente a los 1.850, nivel que creo que veremos este año y razón última por la que la cobertura está prácticamente es su totalidad puesta en el S&P 500.



“La idea global es preservar las ganancias acumuladas, bajando tanto el riesgo global de contado como vendiendo las compañías que han llegado ya cerca de sus precios objetivos, al igual que configurar una cartera con una alta rentabilidad por dividendo que proteja el *performance* ante posibles turbulencias del mercado en el periodo estival, caracterizado por la baja liquidez”.

Recomiendo que protejan sus inversiones y que reduzcan los niveles de riesgo de sus perfiles de inversión ante lo que puede ser un periodo de mayor volatilidad.

Un saludo,

Alberto Espelosín, gestor de [Abante Pangea](#).

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 Insights](#)**



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)