

abante Pangea Insights

Por Alberto Espelosín

27 de agosto de 2013

www.abanteasesores.com

Número IV

Platón y el pavo de Nassim Taleb

La conferencia de Nassim Taleb antes de verano me hizo seguir reflexionando sobre lo que desde hace tiempo se ha convertido en una obsesión para mí: protegerme de mis propios errores y buscar ese segundo nivel de pensamiento del que tantas veces habla Howard Marks, básicamente buscarle la vuelta a lo que pienso.

Sin rumbo definido decidí en verano ir en busca del famoso carnicero del que habla Taleb, el que alimenta al pavo todos los días para darle confianza. El pavo lo ve como un ser querido hasta que en el día de Acción de Gracias su parecer cambia de forma radical. La búsqueda no fue sencilla, más bien tórrida, y me llevó hasta un pequeño pueblo de Sevilla llamado Lebrija. Nada más llegar le pregunte al “butcher” (Diego “El Parrao”): “¿Qué dijo el pavo de Taleb el día de Acción de Gracias?”, y con naturalidad me contestó: “No sabía qué hacer, estaba desorientado, no sabía tomar una decisión”- y repetía constantemente -“pero si tú y yo éramos amigos, pero si éste no es el escenario normal, esto no estaba previsto”. Esa noche no hice más que pensar en el pavo y la reacción del mercado cuando la orgía de liquidez de la FED se acabe.



Al día siguiente me había citado a las siete de la tarde en la playa de la Barrosa con un famoso analista de T. Rowe Price, Luis Fañanas Martínez, uno de los mejores exponentes españoles en el extranjero del “value investing”. El objetivo era pasear durante tres horas con el agua hasta la tibia y degustar un buen pescado a pie de playa por la noche. Luis me hizo una brillante exposición de las excelencias del “value investing” y de su firme convencimiento como herramienta de éxito. Me sugirió que no debo tocar tantas disciplinas (macro, “value”, “momentum”, restructuración, técnico, etc..) y por unas horas me hizo

recordar la esencia de la inversión y, como dos platónicos, cada uno defendimos nuestros modelos. La cena fue excelente y ya de madrugada regresé a Medina-Sidonia a pensar en mi visión de mercado y sobre si realmente algunas veces nos extralimitamos en el desarrollo de nuestras teorías pensando que sólo existe un dogma o teoría de inversión.

A los pocos días volví a Madrid a una cena de “Rodríguez” donde me cité con Santiago, Joaquín y José Luis. Rápidamente surgió el tema de la visión platónica del mercado por parte de los gestores e incluso avanzamos hacia el radicalismo de las posturas de inversión. Estuve atento a pesar de que a los integrantes de la cena podría parecerles que no hacía caso, pero una vez más mi cerebro era torpedeado por lo que de repente se está convirtiendo en un miedo a estar convencido de estar “fuera del mercado”. Por un instante pensé que el pavo de Taleb podría ser yo, que podría estar fallando en mis previsiones en las que tengo plena confianza e incluso todo se acentuó cuando días después paseando por los pastos de Arrobi (Burguete) vi un grupo de preciosos terneros color canela, todos tumbados, y de repente uno negro de pie; ¡joh dios mío, el propio Black Swan de Taleb en versión vaca!!



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

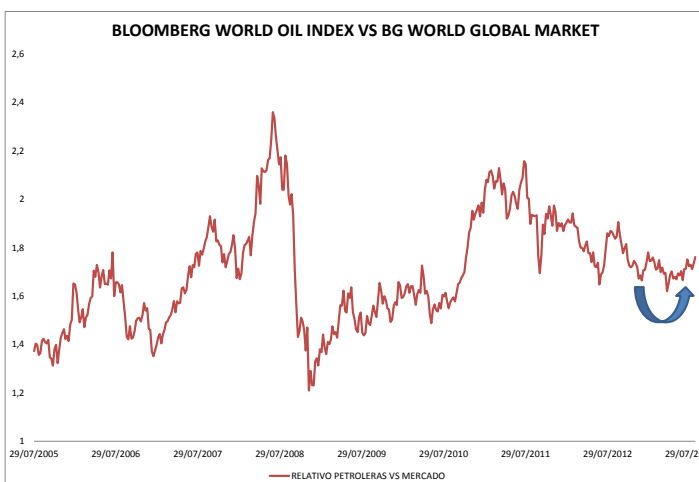
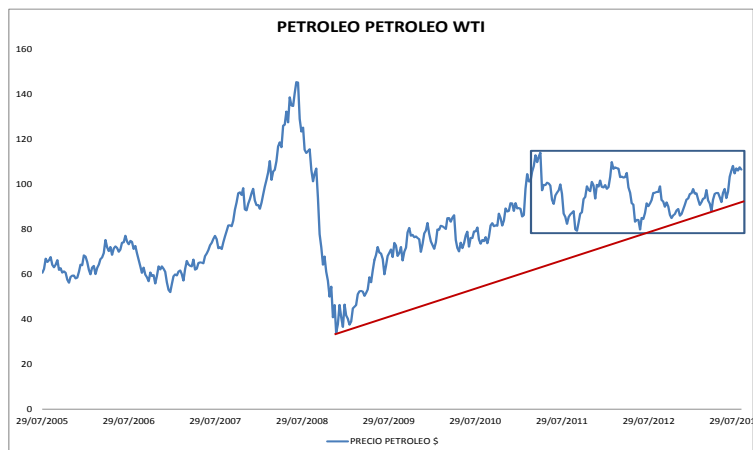
abante)



Recién llegado a mi despacho pensé que sería un momento fantástico para compartir con ustedes mis sucesos imprevistos, que creo que se pueden desarrollar en el mercado tanto hacia una visión como hacia la contraria, y que pueden no estar descontados por el mercado. Todo con el espíritu de que mis teorías queden recogidas y no como hizo Platón de dejar gran parte de los principios y fundamentos fuera de los “diálogos escritos”. Es también un ejercicio de homenaje al pavo para no caer en un exceso de confianza en nuestras tesis.

Evento 1: El final del rango del petróleo

El petróleo abandona el amplio rango lateral (75/115\$) en el que lleva inmerso dos años y lo rompe al alza por la escalada de tensiones en Oriente Medio. La ruptura lleva el petróleo a la zona de los 150\$ y marca un nuevo máximo histórico. Los fantasmas de estancamiento con inflación se aceleran y las bolsas sufren un recorte de más del 20%. A esta difícil situación se une una fuerte crisis en “emergentes no productores de petróleo” con caídas de más del 30% por la situación de los déficit por cuenta corriente, devaluaciones en cadena y subidas de tipos muy fuertes para que no se dispare la inflación.



Las petroleras cuyo comportamiento ha sido muy débil frente al mercado se convierten en el sector estrella durante los próximos seis meses, siendo Total, ENI, Galp y Petrobras opciones de inversión muy interesantes. Después de tres años de generar un “free cash flow yield” por debajo de la rentabilidad por dividendo, el sector consigue darle la vuelta a estas métricas. Una reducción del “capex” y la buena situación financiera del sector con deuda neta sobre EBITDA de apenas 0,9x hace que se produzca una mejora de las valoraciones relativas y el sector abandona su PER relativo en mínimo de los últimos 20 años.



En el lado contrario, el petróleo vuelve al rango bajo, y de repente rompe la tendencia alcista bajando hacia la zona de los 60\$, noticia que es recibida positivamente al principio pero que hace quebrar a la mayor parte de productores de "shale oil". Las inflaciones se hunden, el fantasma de la deflación aparece y poco se puede hacer para luchar contra ella ahora que los balances de los bancos centrales se encuentran exhaustos.

Evento 2: La caída libre del dólar

Llega Septiembre y la FED, lejos de reducir el balance, lo mantiene. Mientras, en Europa los bancos siguen devolviendo el dinero al BCE y no se pone en marcha ninguna expansión adicional de balance. El euro rompe el mini rango de corto plazo (1,275/ 1,34 cuadro verde) y avanza hacia la zona de 1,37/1,4, nivel que es roto al alza y el euro se fortalece hasta la zona de los 1,50. Después de estabilizarse en ese nivel, Europa entra en una profunda recesión por la caída de las exportaciones y falta de competitividad. El PIB de Alemania cae un 2% con una demanda interna muy debilitada y unas exportaciones negativas. Lejos de favorecer una mayor expansión monetaria en la Eurozona, Alemania se enroca en sus teorías de austeridad y el euro rompe al alza el 1,50, lo que en términos técnicos se interpreta como un hombro-cabeza-hombro invertido (1,5/1,25 en semanal) y manda el euro hacia los 1,8, creando la madre de todas las recesiones en Europa.



En el lado contrario, el euro rompe la línea de tendencia alcista en los 1.245 por un mayor apoyo del BCE a las políticas expansivas de Balance y una reducción del balance de la FED mayor de la esperada, lo que hace que el euro se vaya hacia la zona de los 1,20 y rota esa zona vaya en caída libre hasta la paridad. El PIB europeo se dispara, al igual que los beneficios corporativos, que por primera vez son revisados al alza más de un 20%, y el Eurostoxx 50 se encamina hacia la zona de los 3.500 puntos después de pulverizar la mítica resistencia de los 3.000 puntos.

Evento 3: El poder de la media de 200 en semanal del SP500

En Septiembre se produce el esperado "tapering" en una cifra esperada por el consenso. En un primer momento, el S&P500 corrige ligeramente rompiendo el nivel de los 1.635 puntos pero a continuación, por aquello del estacional y "Octubre", el mercado cae algo más hasta la zona de 1.550 puntos lo que se ve normal y sano por parte de los abnegados buscadores de explicaciones. De repente, el mercado ante una peor situación de los emergentes, rompe la zona de 1.550 puntos y se encamina hacia la media de 200 sesiones, que por esos días debería estar en la zona de los 1.380 puntos (hoy línea rosa 1.310 puntos) donde se encuentra la línea de tendencia principal del mercado alcista desde 2009. El pánico a un cambio de ciclo se adueña del mercado dando paso a un mercado bajista con suelo en los 1.068 puntos, nivel que se alcanza en 2015. La revisión de beneficios se produce de forma automática y vuelven hacia la zona de los 90 desde los 98\$ de 2012 o 109\$ estimado para 2013.



En el lado contrario, la orgía de la FED sigue alimentando las líneas de crédito y la exuberancia lleva al S&P500 a la zona de los 1.850 puntos donde inicia una corrección hasta la zona de los 1.580 puntos. En la zona de los 1.850, el BPA estimado para S&P500 en el 2015 se establece en 125\$ y el mercado establece que PER 16 es razonable, con lo que el S&P500 se encamina hacia la mítica cifra de los 2.000 puntos ante el asombro de los bajistas y mayor gozo de la CNBC, que hace record histórico de audiencia. Rick Santelli presenta su dimisión como periodista de la famosa cadena y la mayor parte de los bajistas capitulan ante las importantes pérdidas en sus carteras.

Evento 4: La sorprendente decisión de China



Con la devaluación de las divisas emergentes en general, China pierde algo de peso en exportaciones y junto con un menor crecimiento de los salarios y la demanda interna, su ritmo de crecimiento de PIB baja hasta niveles del 4/5%. Surgen distintos escándalos financieros relacionados con la financiación del inmobiliario y las autoridades deben intervenir el sistema financiero para evitar un colapso. China sorprende y lleva a cabo una política de austeridad con una digestión ordenada de la burbuja inmobiliaria sin expandir crédito para suplir la demanda interna. Deciden no crear una burbuja sobre otra burbuja y cimentar el futuro crecimiento en base a ahorro resucitando a Hayek y a toda la Escuela Austriaca. El Shanghai

Composite reacciona inicialmente con una debacle y lejos de intentar la ruptura de los 2.500 puntos se hunde a la zona de los 1.695 y hace nuevos mínimos por debajo de 1.600. Desde ahí inicia un nuevo mercado alcista con una recuperación de beneficios basada en una mejora de márgenes por absorción de capacidad ociosa y menor crecimiento de los salarios. 2015 y 2016 son años en los que China lo hace sustancialmente mejor que Estados Unidos.

En el lado contrario, el índice se mueve al alza hacia la zona de los 2.500 puntos en la creencia del mercado que la corrección ha sido excesiva y que China podrá manejar su caída hacia déficit por cuenta corriente.



@abanteasesores



Abante

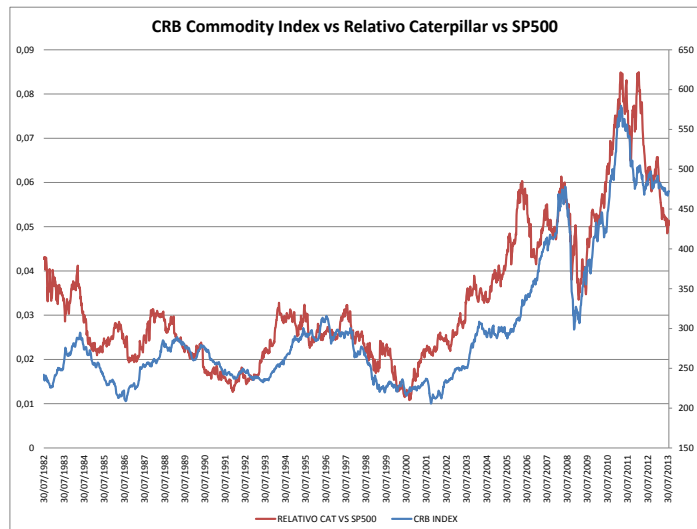


abanteasesores.com

abante)

Evento 5: La FED abandona el QE y empieza el NIP

La Reserva Federal, consciente de que el QE está agotado y que sólo beneficia a los bancos, agrandando las diferencias sociales, decide en un último intento de que la expansión de balance llegue a la sociedad, llevar a cabo un programa nacional de financiación de desarrollo de infraestructuras (NIP = National Infrastructure Program), avalando y comprando bonos de infraestructuras, activando la puesta en marcha de proyectos por valor de 2,5 trillones de dólares, al estilo de lo que se hizo con el ferrocarril en 1860 y con las autopistas en los 60. La tasa de paro vuelve a niveles del 5,5%, los salarios ante escasez de mano de obra vuelven a crecer por encima del 4%, los tipos suben de forma ordenada haciendo la salida del QE no traumática y la bolsa después de visitar la zona de los 1.850/2.000 puntos corrige por una contracción de márgenes asociada a la subida de salarios. Caterpillar aguanta la zona de los 80\$ y vuela por encima de los 120\$ marcando nuevos máximos históricos. La alta velocidad se desarrolla en USA y en Europa: CAF, Ansaldo, Faiveley, Vossloh y Alstom suben más de un 50%. La futura línea Washington-New York-Boston se convierte en la más transitada del mundo con máquinas circulando a 350 km/hora.



En el lado contrario, Caterpillar no se beneficia de este sueño y sigue con su pobre comportamiento frente al S&P500, que correlaciona muy bien con un escenario de materias primas a la baja por menor expansión monetaria.

Evento 6: Inditex vuelve al terreno de los mortales y cae un 15% en un día

Por primera vez en su historia, y al más puro estilo de Burberry y Abercrombie, la gallega presenta un “sales warning” que hace que la acción caiga más de un 15% en un solo día. La cotización cae a la parte baja del canal bajista que ya ha iniciado y desde ahí lo rompe para buscar suelo en la zona de los 75/70, moviéndose a partir de entonces en un gran lateral. Se inicia un fuerte programa de recompra de acciones pero como en

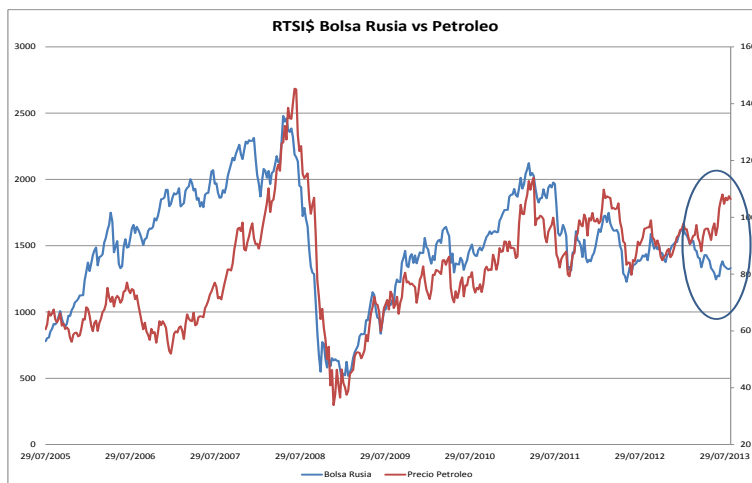


muchas otras situaciones “la moda se pasa” y nuevos formatos hacen la competencia a Inditex. El Ibx en una terrorífica sesión pierde más de un 4% arrastrada por el efecto Inditex.

En el lado contrario, el milagro sigue vivo e Inditex llega al 2016 con una caja neta positiva por encima de 6.000 millones de euros y un EBITDA superior a 5.000 millones de euros, la acción continúa su cabalgada hacia los 125 euros con un BPA 2016 de 5 euros. Los que llevan bajistas desde 60 euros deciden por fin comprarse unos pantalones “pitillo” en las tiendas de Zara.

Evento 7: Rusia sube un 50%

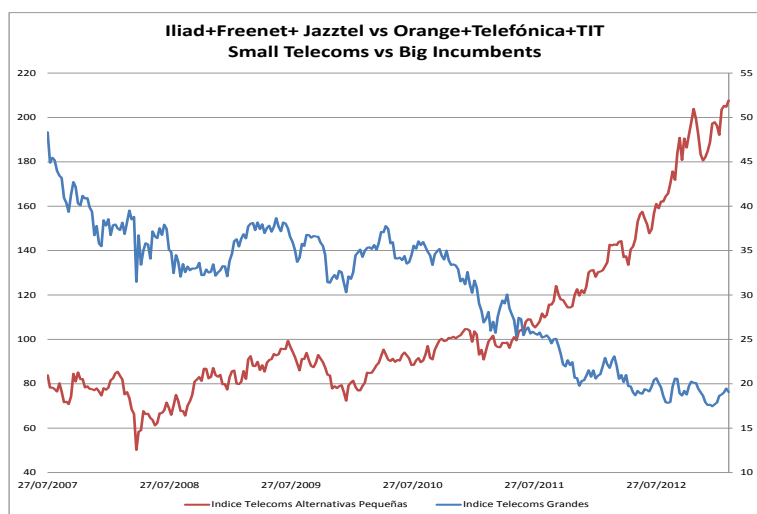
La escapada alcista del petróleo y la subida de las petroleras hace que Rusia salga del ostracismo en el que ha estado desde que tocó 2.134 puntos en 2011 (hoy 1.324 p.). La ausencia de correlación observada recientemente entre el precio del petróleo y el RTSÍ\$ se corrige. El índice que cotiza a PER 6x comienza a subir como una opción muy razonable frente al resto de bolsas que están agotadas en sus máximos, subiendo hasta los 1.800 puntos, que es donde reside la correlación con un petróleo actual en 106, y que coincide con la resistencia principal del mercado bajista que empezó en 2008 cuando tocó un máximo en 2.500.



En el lado contrario, la caída del rublo se acelera hasta 0,027 frente al dólar y el RTSÍ\$ intenta hacer suelo una vez más en el súper soporte de los 1.200 puntos que de perderse abriría una corrección muy seria que sólo podría ser digerida con una buena dosis de vodka, aunque confiamos en ese nivel como una excelente oportunidad de compra.

Evento 8: Empieza el baile de fusiones en las Telecoms y no hay quien lo pare

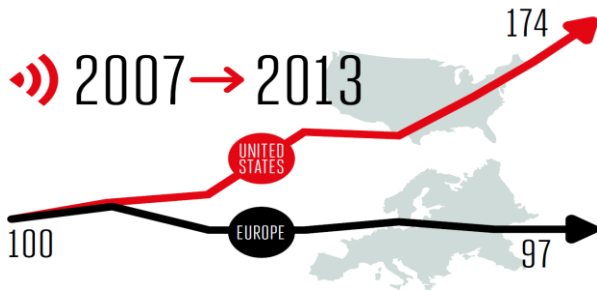
Después de un verano tranquilo la Comisaria de telecomunicaciones Neelie Kroes decide seguir con paso firme su reforma del mercado de telecomunicaciones y crear un único espacio europeo. Después de una década de búsqueda de la competencia y que los pequeños puedan acceder a las redes de los grandes, se siente satisfecha de ver cómo las *telecoms* pequeñas han tenido un comportamiento espectacular frente a las grandes tal y como se ve en los índices sintéticos que mostramos a continuación. Estupefacta y viendo el sufrimiento de las grandes *telecoms* decide levantar la presión sobre ellas para que vuelvan a invertir.



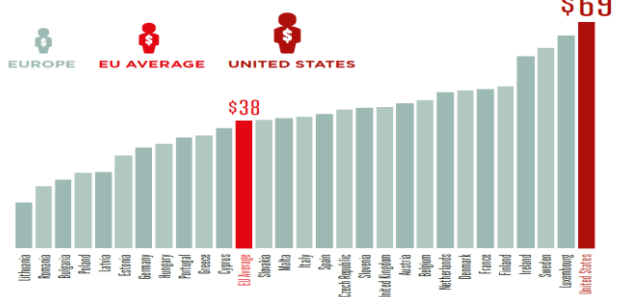
Europa ha perdido por el momento la batalla del 4G frente a Estados Unidos y el diferencial de desarrollo empieza a ser preocupante. Mientras tanto, las grandes *telecoms* se niegan a invertir para que el retorno se lo lleven las pequeñas. Las grandes ganan la partida y la regulación deja de ahogar las cuentas de resultados. Las inversiones vuelven y los ARPU se estabilizan e incluso suben como pasó en USA.

Cotizando las grandes por debajo de PER 10x y EV/EBITDA entre 4,5/5x, habiendo hecho la mayor parte de los “profit warning”, habiendo cortado el dividendo más de un 50% y siendo un sector que no está sobreponderado por los gestores, empieza una carrera frenética por no perderse una subida. Los movimientos de fusiones, que ya han empezado con las operaciones de KPN y Kabel Deutschland se aceleran y se traslada a otras compañías. Surgen rumores de fusiones entre las grandes y los pequeños dominantes son objeto de OPAs hostiles (Belgacom, Swisscom, TKA, Portugal Telecom). Deutsche Telekom retoma la fusión frustrada del 2000 con Telecom Italia. El Stoxx 600 Telecoms sale de su lateralidad, rompe al alza la zona de los 257 puntos y sube hasta la zona de 289, siendo uno de los mejores sectores de los próximos años. La aceleración del proceso de fusiones hace que al cabo de un tiempo el sector vuelva a los máximos de 2007 en 390 puntos (250 hoy).

WIRELESS CAPEX IN EUROPE VERSUS THE U.S.
Index 2007 = 100



MONTHLY REVENUE PER SUBSCRIPTION
Average, 2012 Q1-Q4



En el caso contrario seguiremos aceptando con resignación el error de comprar Telecoms y abnegadamente recordaremos la frase de Kant: “La paciencia es la fortaleza del débil y la impaciencia, la debilidad del fuerte”.



Con estos ocho eventos espero haberles hecho un poco más entretenida la vuelta de verano.

Un saludo