

Abante Pangea

Alberto Espelosín destaca en su carta mensual la evolución que ha tenido este mes **Abante Pangea**, que ha tenido un comportamiento relativo mejor que el mercado. En concreto, **el fondo se ha revalorizado un 2,95%**, mientras que los principales índices han registrado rentabilidades negativas: el Stoxx 600 se ha dejado un 2,3%, el Nasdaq 100 un 4,3%, el MSCI World un 2,4% y el S&P 500 un 2,7%.

“El buen comportamiento de Pangea se ha debido, por un lado, a la posición corta en el Nasdaq 100, que ha contribuido de forma positiva. Y, también, a un mejor comportamiento de la cartera de valores en términos relativos, ya que, por primera vez en meses, **se empieza a percibir un mejor comportamiento de las defensivas frente a las cíclicas**”, explica Espelosín.

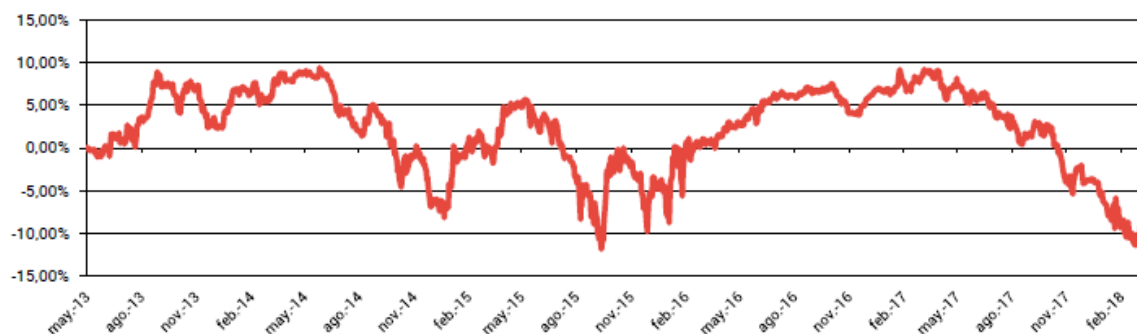
El gestor también resalta en su carta que el posicionamiento más defensivo del fondo y el buen comportamiento que ha tenido Europa frente a Estados Unidos han sido los ingredientes que han hecho posible que Pangea esté avanzando en el proceso de ir reduciendo el riesgo de mercado y, así, la exposición neta a renta variable está por encima del 10%. “El mundo sin las tecnológicas, en términos de valoración, no está caro y, por eso, **creo que la estrategia de Pangea a medio plazo es la correcta**”, concluye.

Por último, Espelosín hace balance del comportamiento de sus principales posiciones y destaca la **alta calidad de la cartera de valores** que tiene ahora mismo Pangea. Así, habla de TDC, de Deutsche Telekom y de KPN, entre otras, que son sus principales posiciones, al tiempo que explica que si el mercado cae, quiere incrementar poco a poco su peso en valores que acaba de comenzar a comprar como Telefónica, Logista, BAE Systems y Fresenius.

EVOLUCION HISTORICA

Datos a 30-mar-18
Valor liquidativo 9,326€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2018	-3,24%	-5,01%	-1,05%	2,95%								
2017	-9,6%	-0,04%	0,45%	1,85%	-3,10%	0,44%	-0,06%	-2,28%	-3,03%	2,10%	-2,42%	-3,87%
2016	11,41%	4,64%	-0,53%	1,09%	2,31%	0,35%	1,74%	1,08%	0,13%	0,05%	-0,45%	-1,72%
2015	1,99%	5,22%	2,31%	-2,72%	6,90%	-0,02%	-2,02%	-3,74%	-3,45%	-5,56%	8,58%	-1,98%
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%
2013	2,49%				-0,61%	2,30%	-0,15%	3,10%	2,82%	-0,99%	-1,69%	-2,17%



twitter



linkedin



youtube



finect



abanteasesores.com

Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2018 ABANTE PANGAEA FUND													
	ene.-18	feb.-18	mar.-18	abr.-18	may.-18	jun.-18	jul.-18	ago.-18	sep.-18	oct.-18	nov.-18	dic.-18	TOTAL
Acciones	-0,75	-2,61	-0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-3,49
TDC	0,13	0,58	0,00										0,71
Telecom Italia	0,03	0,13	0,31										0,47
Goldcorp	0,21	-0,17	0,20										0,24
Nokia	0,00	0,25	-0,03										0,22
Glaxosmithkline	0,02	0,01	0,17										0,20
Almirall	0,06	-0,01	0,12										0,17
Koninklijke Ahold	-0,04	0,07	0,08										0,12
Buenaventura	0,06	0,03	-0,02										0,08
Centrica	-0,02	0,09	0,00										0,07
Telefonica		0,03	0,02										0,04
LafargeHolcim	0,04												0,04
Carrefour	0,03	0,00											0,03
Bae Systems	0,04	-0,02	0,01										0,03
AB	-0,03	-0,03	0,08										0,03
New Gold		0,00	0,03										0,03
Ceconomy	0,02												0,02
Barrick Gold		-0,02	0,04										0,02
Pangaea Oncology	-0,01	0,01	0,02										0,01
Fresenius			0,00										0,00
Shire	-0,64	-0,38	1,02										0,00
Ivanhoe Mines			0,00										0,00
Koninklijke Boskalis			0,00										0,00
VanEck Vectors Gold Miners ETF			0,00										0,00
Agnico Eagle Mines		0,00	0,00										0,00
Enagas	-0,01	0,01											-0,01
Endesa	-0,02	-0,01	0,02										-0,01
Serco	-0,02	0,00											-0,02
Tesco	0,01	-0,04	0,00										-0,04
Telefonaktiebolaget	-0,08	0,13	-0,11										-0,06
CIR	0,00	-0,08	0,02										-0,06
Logista	0,02	-0,04	-0,06										-0,08
Pharol	-0,15	0,03	-0,01										-0,13
Orange	0,01	-0,12	-0,03										-0,13
C&C Group	0,15	-0,09	-0,20										-0,14
Sanofi	-0,01	-0,15	0,02										-0,14
H&M	-0,10	-0,02	-0,03										-0,16
A.P. Moller-Maersk	-0,01	-0,08	-0,12										-0,20
Bayer	0,02	-0,17	-0,10										-0,25
Arytza	-0,19	-0,02	-0,06										-0,27
Deutsche Telekom	-0,11	-0,21	0,01										-0,31
Metro Wholesale	0,14	-0,13	-0,33										-0,33
Marie Brizard	-0,03	-0,38	0,01										-0,40
BT Group	-0,14	-0,20	-0,12										-0,46
Imperial Brands	-0,13	-0,18	-0,16										-0,48
Merck	-0,06	-0,24	-0,22										-0,53
Koninklijke KPN	-0,04	-0,28	-0,24										-0,57
Technicolor	0,10	-0,86	-0,49										-1,25
DERIVADOS	-4,1	1,5	3,3										0,7
DIVISA Y RENTA FIJA	-0,2	0,1	-0,3										-0,4
TOTAL RESULTADO CARTERA	-5,0	-1,0	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,2



Pangea, por segundo mes consecutivo, ha presentado un comportamiento relativo mejor que el mercado. Así, durante marzo ha subido un 2,95%, frente a la caída del 2,3% del Stoxx 600, del 4,3% del Nasdaq 100, del 2,4% del MSCI World y del 2,7% del S&P 500. Esto hace que en el primer trimestre de 2018 las bolsas mundiales hayan presentado rentabilidades negativas y perfiles de volatilidad que han cambiado de manera notable.

Esto, en realidad, no debería ser un motivo de alarma si se considera que es una mera corrección después de haber vivido un segundo semestre de 2017 con unos niveles de sobrecompra y una baja volatilidad no vistos en la historia. Les recuerdo que, durante el año pasado, la volatilidad del VIX ha estado por debajo de 10 durante más de 50 días y que el Dow Jones llegó a marcar un Índice de fuerza relativa semanal (RSI) de 92, una cifra que no se registraba desde que tenemos datos desde 1870.

En este escenario, uno puede plantearse este trimestre como una corrección sana para reiniciar y tomar posiciones en renta variable o, en cambio, puede pensar que, después de 9 años de subida del mercado estadounidense, nos enfrentamos a un proceso de corrección más significativo a pesar de que Europa solo ha subido un 43% desde 2008, mientras que Estados Unidos se ha revalorizado un 196%.

El buen comportamiento de Pangea se ha debido, por un lado, a la posición corta en el Nasdaq 100, que ha contribuido de forma positiva. Y, también, a un mejor comportamiento de la cartera de valores en términos relativos, ya que, por primera vez en meses, se empieza a percibir un mejor comportamiento de las defensivas frente a las cíclicas, en la medida en que algunos indicadores de actividad económica empiezan a presentar signos de debilidad.



Es muy interesante entender el comportamiento sectorial de Stoxx 600 durante marzo, puesto que, a pesar de que el mercado se ha movido al alza durante el último semestre de 2017 por la sensación de que los bancos centrales pueden normalizar los tipos de interés, el sector bancario ha sido el que peor comportamiento ha tenido, con una caída del 6,89%. A medida que han ido pasando los meses, la presión vendedora de dólares por parte de Asia ha provocado la fortaleza del euro y del yen, lo que se ha traducido en un mensaje mucho más *dovish* por parte del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Japón.

Además, cierto segmento del mercado ha comenzado a ver los problemas que están asociados a una normalización de tipos en un escenario de *stock* de deuda muy elevado. De facto, el presidente del BCE, Mario Draghi, ya se ha adelantado y está empleando un tono en el que no se vislumbra ninguna subida de tipos y así, el único mes que ahora está en el calendario es septiembre, cuando está previsto que se acabe el programa de compra de activos. Personalmente, dudo que la subida de tipos llegue en 2019, ya que, probablemente, el BCE tendrá que extender el programa de compra de activos (vía reinversión de los cupones), si no se produce una recuperación basada en los salarios.

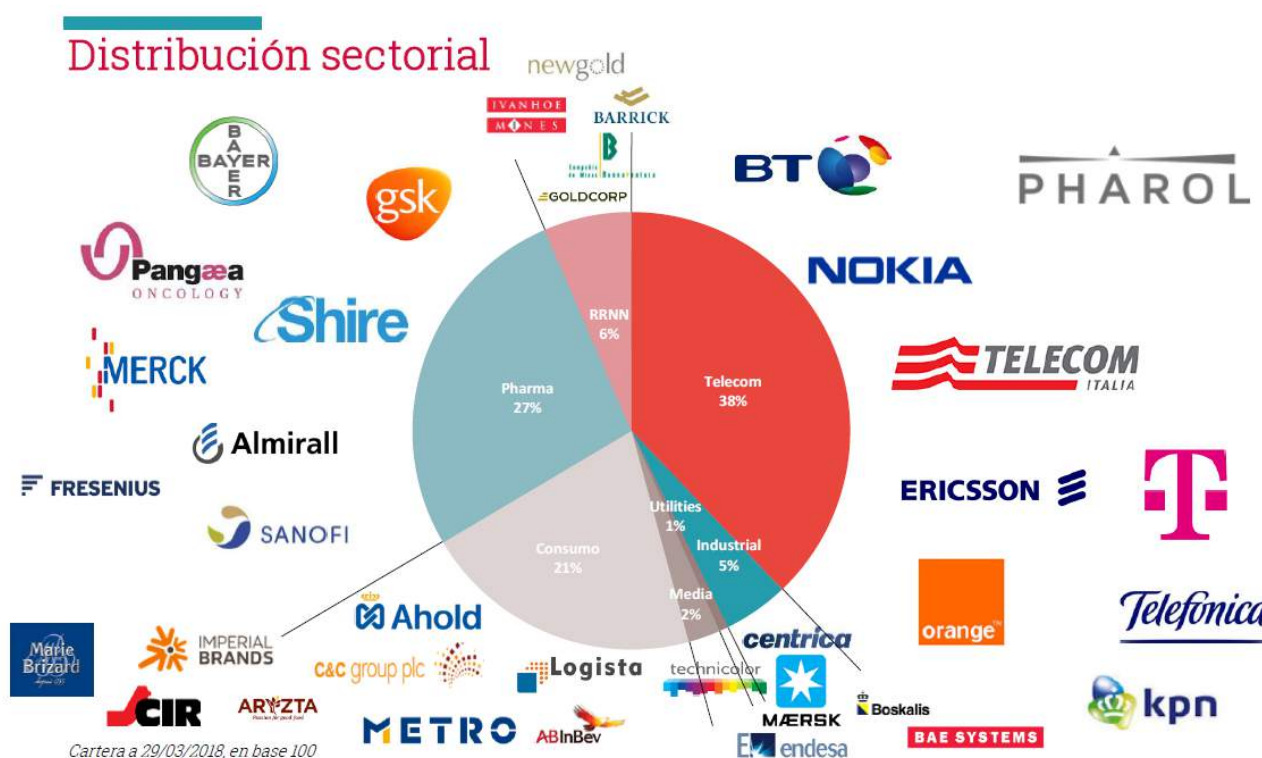
Es decir, no se sorprendan si los tipos no suben hasta finales de 2019 o 2020 o, quizás, lo que puede suceder es que se adopte el modelo japonés y ya no suban. La propia Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y su nuevo inquilino, Jerome Powell, también han dado muestras claras de que las subidas de tipos se harán con moderación y de que, en el largo plazo, otro QE (expansión cuantitativa) no sería descartable. Esto se produce por estar atrapados por un *stock* de deuda sostenible al haber llegado al prestatario de último *resort* que es el Estado, con su capacidad de endeudarse ilimitadamente, siempre que los sistemas geopolíticos se mantengan estables.



El posicionamiento más defensivo del fondo y el buen comportamiento de Europa respecto a Estados Unidos han posibilitado que haya avanzado en el proceso de ir reduciendo el riesgo de mercado de Pangea, cuya exposición neta a renta variable está por encima del 10%.

La calidad de la cartera de valores que tiene Pangea en este momento es muy elevada. Tanto en términos relativos de valoración frente a la cobertura que tenemos en el Nasdaq, que se irá reduciendo a medida que el índice se acerque hacia la zona de 5.850, como por la solidez de las compañías que el fondo atesora en términos de alta rentabilidad por dividendo y alta generación de *free cash-flow*.

La evolución de mis principales posiciones



Al igual que en febrero, el fondo se benefició de la posición histórica en TDC, que fue objeto de una OPA. En marzo, la farmacéutica **Shire** (la mayor posición del fondo), ha subido un 14,8% como consecuencia de los rumores de una posible compra por parte de la japonesa Takeda, aunque seguro que Pfizer y Novartis también mostrarán algún interés, con lo que se pone de manifiesto que todo tiene un precio y que la irracionalidad de valoración que veíamos en esta compañía desde hace 9 meses por fin se ha puesto de manifiesto.

Por su parte, **Deutsche Telekom**, con un *free cash-flow* que cubre 3,2 veces un dividendo del 5%, es la segunda posición del fondo, mientras que **KPN** ha pasado a ocupar la tercera posición, con una compra en marzo de 300.000 acciones a un precio de 2,47 euros por acción. Considero que a este nivel, comprar KPN ha sido una oportunidad histórica ya que, tras la operación de TDC, creo que será la siguiente en estar envuelta en una operación corporativa. Además, cotizando a un *FCF yield* del 8% en 2018 y con una rentabilidad por dividendo del 5,6%, creo que aplicando los múltiplos que los fondos de pensiones, ávidos de buscar *yield* en un mundo a largo plazo de tipos cero, han pagado por TDC, se podrían alcanzar precios cercanos a 4 euros (actualmente cotiza en los 2,44 euros).

Otra de las oportunidades que veo en el mercado, y que he aprovechado para incrementar posiciones, es **Merck GA** (he comprado 5.500 acciones a 77,76 euros). Esta es una compañía, en la que, si vemos los precios de la operación de Glaxo, comprando una división de Novartis, podemos intuir que la infravaloración de la alemana -de las pocas 'farmas' donde el EBITDA va a crecer de forma notable los próximos años-, es una opción de valor muy alta con una generación de FCF por encima del 10% en 2021, a pesar del débil comportamiento de la división de *performance materials*.

Otra compañía que tengo que destacar es **Metro**, que ha sufrido una fuerte caída en marzo. Se ha dejado un 10,3%, hasta los 14,39 euros, capitalizando ahora apenas 5.224 millones de euros, por debajo del valor en libros de sus activos inmobiliarios y muy lejos de la valoración real, siendo un negocio no tan afecto a las 'garras de Amazon'. Las malas relaciones que atraviesan Rusia y Estados Unidos han sido, probablemente, la razón de este mal comportamiento, ya que Metro tiene importantes operaciones en Rusia. Creo que el mercado no está apreciando los cambios internos que se están produciendo en las operaciones europeas y, por ello, he aprovechado para comprar 17.000 acciones a 14,48 euros.

También conviene hablar en esta carta de **British Telecom**, que es otro valor muy castigado, que acumula pérdidas del 53% desde 2015, cuando cotizaba a 500 peniques. A los niveles actuales de 227 peniques ofrece una oportunidad, un vez que el mercado ha más que descontado el tema del fondo de pensiones, los derechos de fútbol y el hecho de que las inversiones en Openreach pudieran ser mayor de las previstas. El potencial es superior al 30% en valoración, con una rentabilidad por dividendo superior al 6% y, por eso, he añadido en marzo 110.000 acciones por debajo de 220 peniques, frente al cierre de 227,5 peniques.

Bayer es otra de las compañías que va tomando un peso relevante en el fondo. Una vez resuelta la regulación en cuanto a la compra de Monsanto, cotiza a un PER 11 de 2019, con una rentabilidad por dividendo del 3,3% y con un *FCF yield* esperado para 2020 del 7,5%, algo que es irreplicable para una compañía difícil de replicar, por lo que se han añadido 2.500 acciones, a un precio de 90,2 euros, frente a los 91,8 euros de cierre del mes.

En **Sanofi** sigo manteniendo compras por debajo de 65 euros. Se trata de un valor seguro en la medida que la compramos por debajo de esos niveles a un PER 13 en 2018, con una rentabilidad por dividendo del 5% y un *FCF yield* del 7%; en un entorno de mercado, en el que se empezará a primar el margen de seguridad en detrimento del descuento de expectativas de compañías que serán difíciles que cumplan las previsiones irreales que se han formado en este mundo de tipos cero o de creación de costumbres, que pueden ser modas pasajeras.

Por otro lado, sigo pensando que comprar **GlaxoSmithKline** por debajo de 1.300 peniques y recibir un dividendo por encima del 5% no es mala opción, aunque la compañía debería concentrarse un poco más en reducir la deuda. Además, tampoco pasaría nada si baja el dividendo al 4%, porque lo que de verdad importa es que el EBITDA va a crecer hasta los 10.000 millones de libras, desde los 8.400 de 2017.

Voy a hablar también de **Ahold**, que ha demostrado lo que es: una compañía de valor, con unos multiplicadores que a los que hemos comprado por debajo de 16 euros, nos ha dado margen de seguridad suficiente. Por su parte, **ABI Anheuser-Busch Inbev** ha funcionado muy bien desde que la compramos. Nos aporta estabilidad y, si bien es cierto que el endeudamiento es elevado, es un líder mundial difícil de replicar y una máquina de generar *free cash-flow*.

Para mí, la gran decepción del año sigue siendo **Technicolor**. A pesar de las reuniones mantenidas con la compañía, sigue presionada por la subida de los precios de las memorias que destrozan los márgenes -amén de una ejecución del plan estratégico muy floja-, aunque a los precios actuales es ya un regalo para potenciales compradores como Cisco Systems y, además, ya se ha vendido la división de patentes.

CIR sigue ofreciendo un descuento sobre su valor *holding* de más del 50%, con una caja neta positiva de 334 millones euros, una capitalización bursátil de 854 y una autocartera del 15%. Así, constituye una proposición de valor única y, por ello, les recomiendo que sigan a Rodolfo de Benedetti en alguno de sus vídeos, que conoce a la perfección lo que es invertir en valor.

Otra cuestión relevante es que la ponderación en **Maersk** se ha subido al 2% y se han comprado 300 acciones a 9.371 coronas danesas en marzo. Todo el ruido de la guerra comercial ha provocado que caiga un 35% desde los máximos del año pasado y, aún con eso, es una compañía excelente, con una historia de reestructuración donde el FCF puede alcanzar los 3.500 millones de dólares, lo que supondría un *FCF yield* en dos años del 11%.

Lo mejor que se puede decir de **OI** es que ya ha salido de la protección judicial y los accionistas de **Pharol** ya sabemos qué dilución tenemos. A partir de ahora, empezará el baile de novios en torno a un caramelo que puede valer entre 15.000 o 18.000 millones de reales, por lo que el 8% con el que se queda Pharol, hace factible que podamos vender la posición que nos queda en la zona de 0,35-



0,40 euros. Además, China Telecom y TIM Brasil son candidatas a fusionarse en una operación en la que las sinergias podrían ser de más de 20.000 millones de reales. Quién sabe si al final llegaremos a la zona de 0,50, si soy paciente y espero a esa posible fusión.

Si el mercado cae, quiero aumentar poco a poco el peso en compañías en las que acabo de empezar a tomar posiciones, como Telefónica, Logista, BAE Systems y Fresenius.

Algunos inversores me han preguntado recientemente por **Aryzta**. La primera compra de esta compañía la hice a principios de 2017 y, por suerte, vendí 79.000 acciones a 35,18. La verdad es que el cambio de directivos era apetecible y la historia de reestructuración interesante, pero la tardanza en vender activos y los sucesivos malos resultados de Estados Unidos me hicieron tomar la decisión de vender. Actualmente, el peso de la compañía en el fondo es de un 0,5%, con 23.000 acciones de las que 5.813 se han comprado en 21,33 francos suizos. Sigo pensando que es clave la venta de activos y conseguir una reducción de deuda de 1 billón de euros en 2021. También creo que se puede llegar a un FCF por encima de 150 millones en julio de 2020, con lo que una valoración a un *FCF yield* del 6% justifica en el medio plazo una valoración de al menos 2.800 millones de francos suizos, frente a los 1.964 millones de hoy, con lo que seguiré prestando atención a esta posible opción de reestructuración a unos precios que ya son muy razonables.

La posible ruptura del oro en la zona de 1.360 dólares y el valor del dinero

La inversión en mineras de oro y metales pesa un 4,8% y, si el precio del oro sigue cayendo, se irá incrementando. Creo que, tanto por fundamentales de oferta y demanda, como por los posibles acontecimientos que podemos ver en 2018, puede ser un activo que dé una sorpresa relevante. Así, considero que si supera la zona 1.360 o 1.380 dólares el 'cisne amarillo' se puede ir a niveles máximos en la zona de 1.800 dólares, con parada inicial en los 1.600 dólares, lo que haría que el HUI Index pudiera más que doblar su cotización desde estos niveles. Aplicando la fórmula de la regresión entre el oro y el HUI Index, un oro a 1.400 dólares haría subir el HUI Index hasta 264 puntos desde los 175 actuales. Si quieren la fórmula para calcular el posible precio que no se ve bien en el gráfico es: $HUI\ Index = 0,459 * Precio\ oro - 377,98$.

Les recomiendo que en este apasionado debate sobre las criptomonedas y la tecnología *blockchain* miren la iniciativa que ha lanzado Goldcorp, para que entiendan que una cosa es la especulación de los bitcoins y otra, la tecnología.

VANCOUVER, March 29, 2018 /CNW/ - Goldcorp Inc. (TSX: G, NYSE: GG) ("Goldcorp") and Tradewind Markets, Inc. ("Tradewind"), a financial technology company revolutionizing the way gold trades, announced that Goldcorp deposited the first gold onto Tradewind's blockchain, known as VaultChain™, as the "genesis block". A genesis block is the first block in a blockchain and represents a tremendous milestone for blockchain technology. Goldcorp's 3,000 ounce gold deposit, valued at US\$4 million,

originated from the storied Red Lake Gold Mines complex and is the first example of blockchain technology being used to record and manage physical precious metals in an institutional setting. Goldcorp will be able to sell gold directly to dealers and banks using the Tradewind platform, expanding access to a new market structure and a highly efficient, electronic pricing and liquidity venue. "We are excited to be an investor in Tradewind and participate in the launch of VaultChain, a cutting-edge technology that integrates physical gold into a blockchain," said David Garofalo, President and CEO at Goldcorp. "We believe physical gold stored on a blockchain will increase the utility of the commodity and, ultimately, drive value in the price of gold. We are thrilled to be an early adopter of this 21st century platform and deposit its first bar of gold." "We are pleased that the genesis block of VaultChain was created with Goldcorp. It is a demonstration of their leadership and vision as an innovator in the gold market and we thank them for their support in launching the Tradewind platform," said Matt Trudeau, President and co-founder of Tradewind. "We believe that our technology will enable gold producers like Goldcorp to overcome existing limitations and move into the electronic age." Tradewind and Goldcorp will collaborate to continue building the platform and add value for producers, dealers, refineries and investors. Tradewind was a #DisruptMining finalist in 2017, the mining innovation accelerator designed to encourage new technologies and ideas to solve some of the biggest challenges in mining. Mr. Garofalo added, "We believe Tradewind has the potential to change the gold investment industry like the introduction of ETFs did over 10 years ago."



twitter



linkedin



youtube



finect



abanteasesores.com

El otro día, con una compañera de trabajo de Venezuela, me atreví a preguntarle por cómo es la vida en un país en el que la moneda se devalúa de forma permanente y por la introducción del petro, la criptomoneda que ha creado el presidente venezolano, Nicolás Maduro, y que se supone que está respaldada por un barril de petróleo.

La verdad es que aprendí mucho en la conversación, fue una clase de política de tipo de cambio y de concepción del valor del dinero y el valor de la vida. Mi compañera me habló del barrio Petare de Caracas, donde rige un orden monetario complejo y donde la escasez de efectivo es preocupante.

También me habló de la importancia de los dólares y su fluctuación en el mercado negro y del panal, una nueva moneda equivalente a 5.000 bolívares, que ha sido organizada por el colectivo Comunal El Panal 2021, junto a la autodenominada Fuerza Patriótica Alexis Vive en la Parroquia de Catia, en la populosa zona 23 de Enero en el Oeste de Caracas, en una comunidad afín al fallecido Chávez, que ha creado el Banco Banpanal, donde la gente canjea los bolívares por estos nuevos billetes impresos por ellos a su criterio y con los que se hacen las transacciones de compra de alimentos y otras cosas.

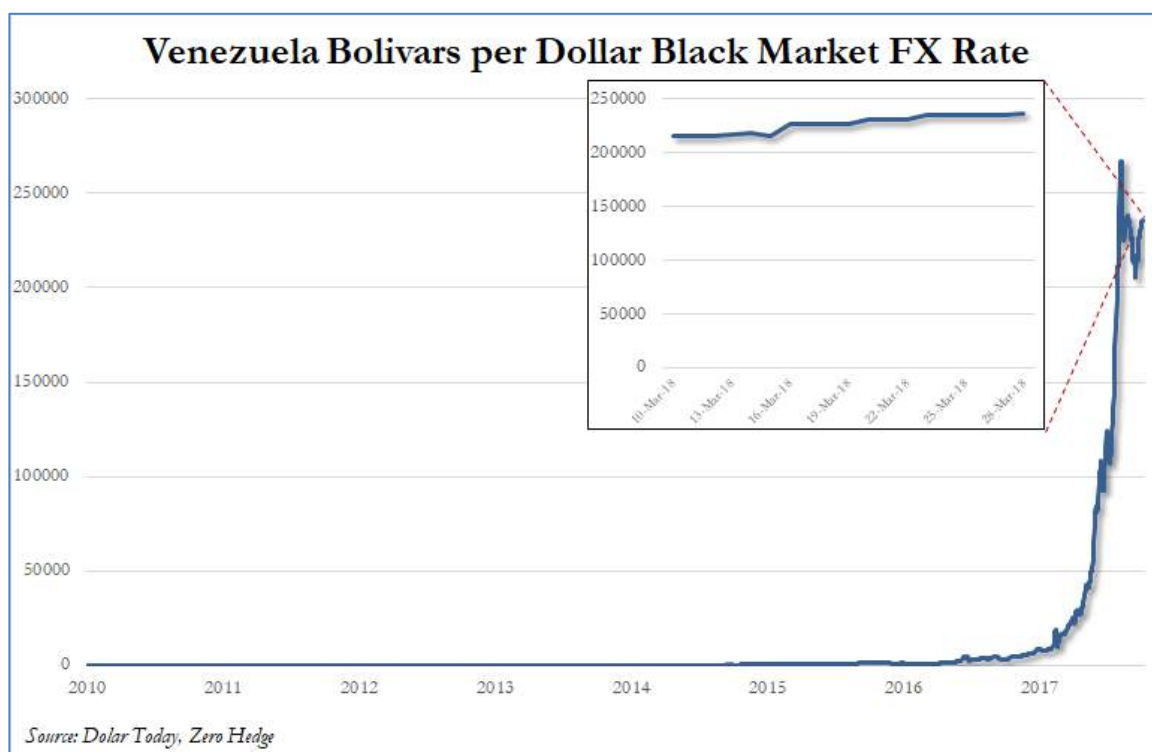
La verdad es que nada nuevo si vemos la gran cantidad de monedas emitidas en comunidades para intercambios en aquel país, tales como el momoy, el cimarrón, el relámpago del Catatumbo, el guaiquerí, la lionza, el paria, el tamunangue, el tipocoro, el turimiquere y el zambo.



Cuando escuchas testimonios de este tipo, te das cuenta de la suerte de vivir en regímenes democráticos estables que permiten tener *fiat currencies* (dinero fiduciario) y del diferente concepto del valor del dinero y, por ende, de la importancia de la plata y el oro para algunos países como China, Rusia, India y Turquía, que son los principales bancos centrales compradores de oro.

En países con semejante problemática sociopolítica, también te das cuenta de que para el particular es más seguro una moneda que un lingote depositado en Canadá. A pesar de los pesares, el oro sigue siendo dinero y debe formar parte de cualquier cartera globalizada, en la que la importancia de los países emergentes es cada vez mayor.

Les recomiendo que alguna tarde de sábado o domingo, profundicen en internet en este tema de Venezuela, porque es una buena lección de lo que es el dinero y no se pierdan el tema del pago de materias primas con el yuan chino, que dará mucho de qué hablar en los próximos meses. Me alegro de haber tenido esta conversación y el atrevimiento de preguntar para seguir aprendiendo en lo que es uno de los temas más apasionantes que para mí existen: el valor del dinero y las mercancías y la formación de los precios según las condiciones sociopolíticas y del lugar en el que te encuentres.



La regulación empieza a tener su relevancia en las tecnológicas

El resumen de la cartera de Pangea es sencillo: compañías de calidad a buenos precios, con margen de seguridad. Además, sigo con el objetivo prioritario de ir reduciendo el riesgo de mercado a medida que el Nasdaq vaya cayendo hacia la zona de los 5.850 puntos. Este mes, se ha dado la oportunidad, y la he aprovechado, para elevar la exposición neta por encima del 10%.

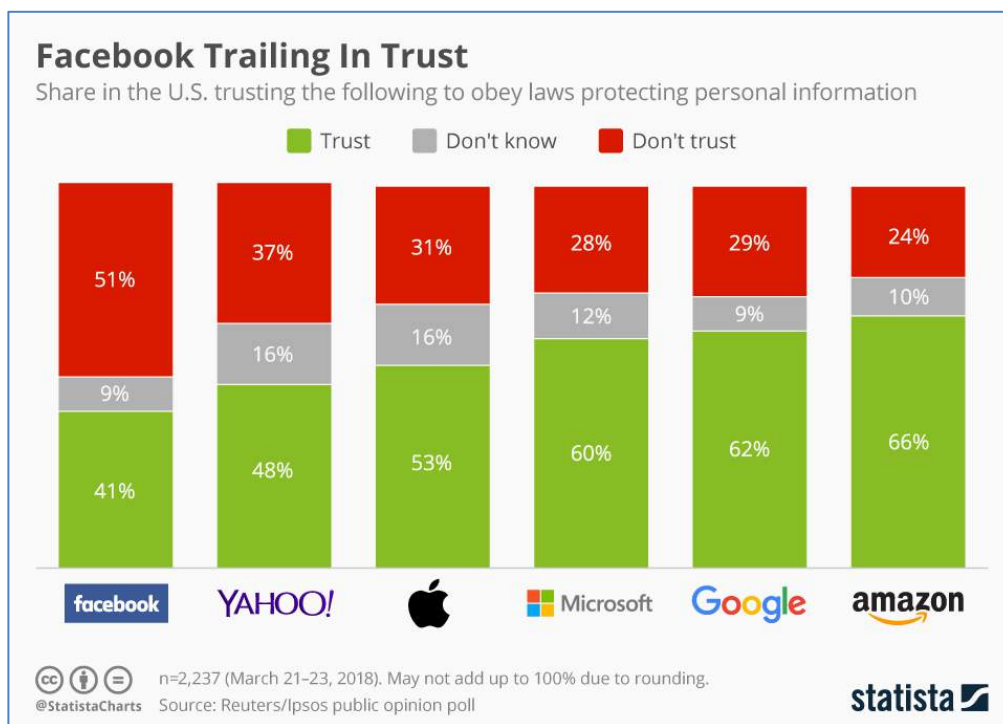
La generación de alfa con la selección de valores está empezando a dar sus frutos y espero futuras bajadas para concentrar todos los esfuerzos -como he ido comentando desde finales de 2017-, en la selección de valores y reducir el riesgo de mercado directo, todo ello dentro de la flexibilidad que permite Pangea y con los tiempos que nos permitan monetizar la posición corta del Nasdaq 100, que creo que es muy factible, dado el cambio de tendencia que se está produciendo.

Parece que el presidente estadounidense, Donald Trump, se leyó la última carta mensual (que recomiendo que se lean si no lo han hecho todavía), y ha puesto el ojo en Amazon como “destructor del factor trabajo”, amén de empezar a plantearse la orden de la Corte Suprema de 1992, en la que decía que los Estados no podía recaudar los impuestos de las compañías que vendieran por catálogo a menos de que la sede estuviera en el Estado, y esto haría que los impuestos que paga Amazon subieran.

Les hablo de Amazon por no hablarles de la que se está liando en Facebook. Parece que los usuarios de esta red social, al ver su vida expuesta, están perdiendo la fe en la compañía de Marck Zuckerberg y, aquí, hay que tener en cuenta que Facebook vive de la publicidad. Les dejo a continuación un gráfico, que refleja la confianza que tienen los ciudadanos estadounidenses en las grandes compañías tecnológicas del país.

También les puedo hablar de Tesla, otro gigante de Estados Unidos, y de que eso de conducir sin manos puede ser peligroso e incluso mortal. Como compañía de coches, Tesla ha llamado a los usuarios del Modelo S para decirles que los tienen que revisar y, todo esto, en una compañía que quema caja sin sentido.





Es decir, creo que el Nasdaq podría seguir subiendo y ahí están los bancos centrales aguantándolo (miren las cuentas del Banco Nacional de Suiza con sus 100 billones de dólares en acciones estadounidenses).

Así, la regulación sobre estos gigantes tecnológicos va a afectar mucho más de lo que pensamos. Google es, sin duda, un buen ejemplo de lo que un monopolio puede hacer con tu vida, como inmiscuirse en lo único que vale algo, que es la intimidad de las personas.

Sigo atento la zona de 6.350 del Nasdaq 100, cuya ruptura llevaría al índice a una horquilla de 6.050 y 5.850, estando la media de 200 sesiones semanales en 4.909. Mi objetivo es ir retirando progresivamente la cobertura, a medida que vayamos llegando a los niveles que he comentado.

Pangea, en estos dos meses, ha demostrado que ante situaciones complejas de mercado se puede comportar de forma positiva y que es una alternativa interesante para aquellos inversores que piensen que el mercado tiene algo de riesgo. Considero que tanto la cartera como la cobertura y su seguimiento tienen la calidez suficiente para ser una buena opción de inversión a estos niveles. Hacía años que no tenía la sensación de tener una cartera de tanta calidad, comprada a precios tan baratos y con muchas compañías susceptibles de ser opadas cuando se produzca la repatriación de dinero estadounidense.

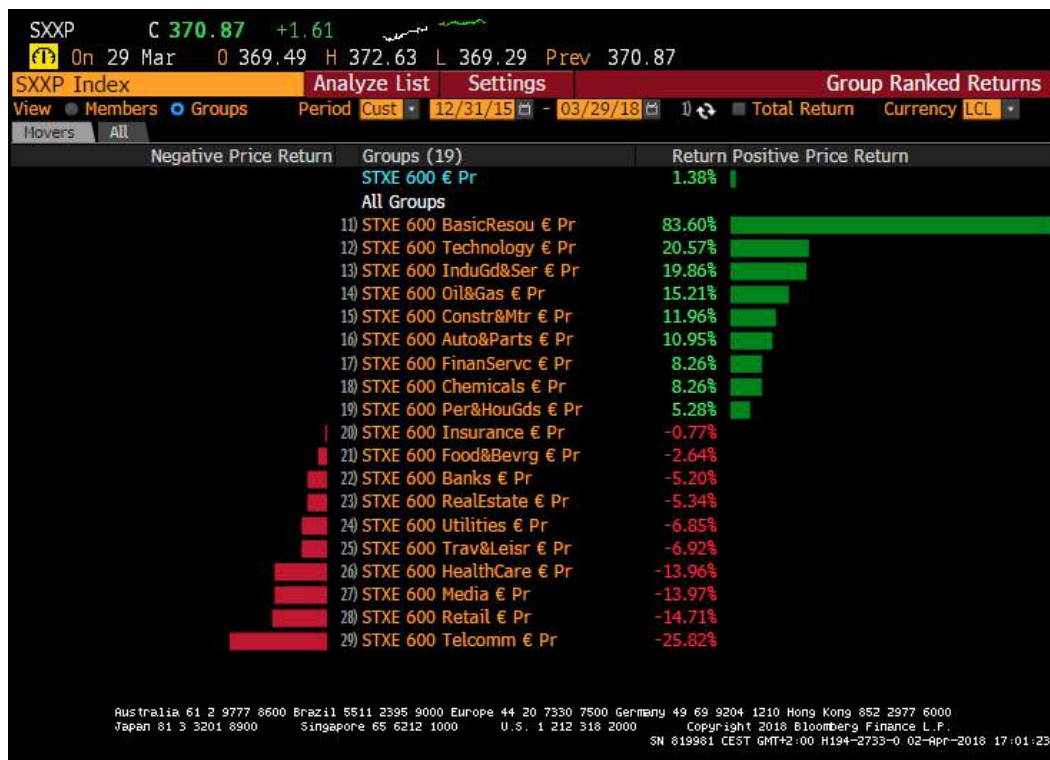


La madre de todas las batallas en la media de 200 sesiones en el S&P 500

Si tuviera que decir cuál es el gráfico que hay que ponerse en los próximos doce meses como salva pantallas para saber si estamos ante una mera corrección sana en un mercado alcista en el que no hay alternativa de inversión o ante el inicio de algo más serio, desde el punto de estar cerca de un cambio de ciclo, creo que lo que hay que mirar es la media de 200 sesiones diaria del S&P 500, situada en 2.587, ya que también ahí converge la línea de tendencia de medio plazo y su ruptura nos mandaría hacia la zona de 2.157 puntos, donde está la línea de tendencia principal del ciclo alcista de 9 años en la que estamos inmersos. En el mundo de máquinas en el que vivimos, entiendo que en ese nivel están puestos todos los ojos, para lo bueno y para lo malo.



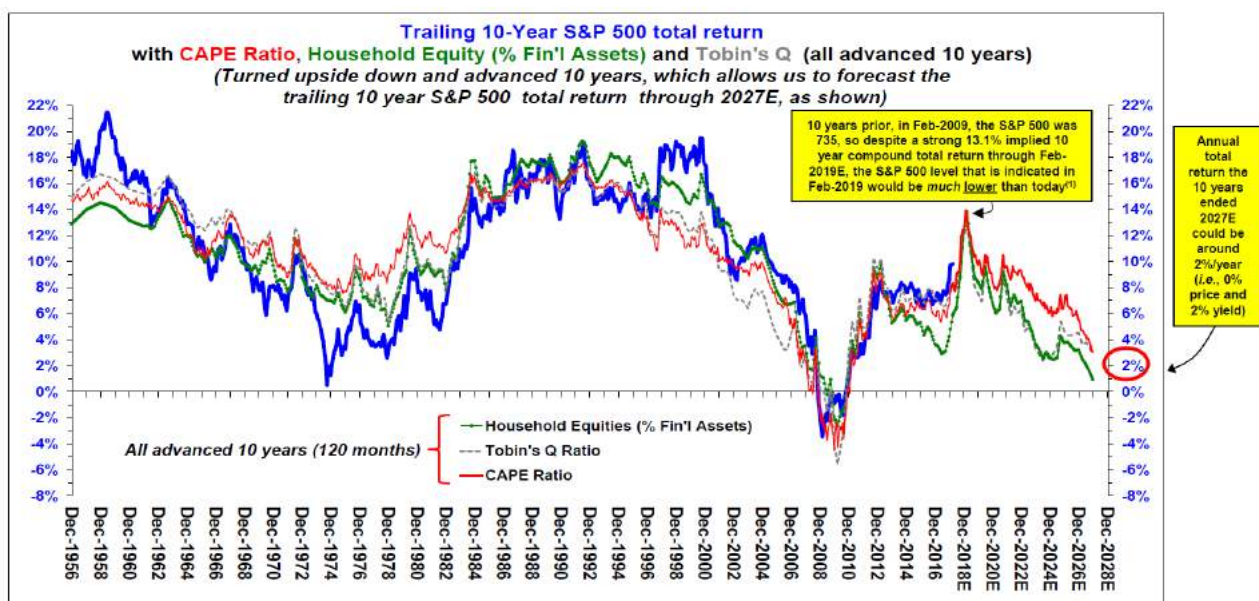
Si esto sucediera, creo que Europa también se vería arrastrada hacia la zona de 3.097 puntos en el Euro Stoxx 50, donde se formaría una muy buena oportunidad de compra. Y creo que el comportamiento sectorial de Europa cambiaría con respecto a lo que ha pasado los últimos tres años, cuando las defensivas han caído con dos dígitos profundos y las cíclicas se han salido, a pesar de que en los últimos tres años el Stoxx 600 solo se ha movido un 1,38%. En esos sectores castigados es donde creo que ahora se encuentra realmente el valor y, por ello, estoy invertido en alguno de ellos.



Barry B. Bannister se ha cambiado de acera

Todos tenemos nuestras debilidades. A mí, particularmente, el Sr. Bannister de Stifel Nicolaus me parece uno de los mejores estrategas que he visto en mi vida desde la perspectiva de visión global y documentación. De la misma forma que Mislav Matejka de JP Morgan o Christopher Potts de Kepler en Europa. En cualquier caso, ellos son publicadores habituales, pero realmente analistas como Albert Edwards, Bob Janjuah, James Montier, Richard Koo y Dylan Grice, que no escriben con periodicidad, son para mí lecturas obligadas de estrategias, necesarias para entender el mundo complejo en el que vivimos, en el que no existe una única solución o verdad y simplemente hay que acostumbrarse al nuevo orden que tenemos y ser capaz de sobrevivir cada uno con sus habilidades.

Yendo al grano y después de echar flores al personal y, dado que Barry fue de los primeros en poner precios objetivos al S&P 500 en la zona de 2.850 cuando parecía una locura, el otro día, en un magnífico informe titulado "The Fed's "forced error": it's time to start moving to more defensive position", estableció un precio objetivo para el S&P 500 en el primer trimestre de 2019 en 2.100 puntos y aquí, hago hincapié en que estoy hablando de uno de los que mejor capturó el super ciclo alcista de bolsa. Su método basado en el CAPE Ratio, el porcentaje de activos financieros de las familias y la Q de Tobin, establece que el retorno esperado para los próximos diez años en el S&P 500 es de un 2%, incluyendo el dividendo.



Source: S&P 500 total return see Appendix data, Federal Reserve and Bloomberg data, U.S. National Accounts (Flow of Funds), Stifel format and estimates.

(1) As noted in the yellow box above (within the chart boundary), in Feb-2019E the S&P 500 total return spikes to 13.1% for the trailing 10 years. Using the Feb-2009 S&P 500 month-end closing low of 735 during the Financial Crisis and multiplying by the price return (excluding dividend yield) from Feb-2009 to Feb-2019E of 11.0%/year for the 10 years equals 2,087 for the S&P 500 in Feb-2019E. The formula is: for the 10 years ended Feb-2019E, the indicated 13.1% total return minus 2.1% dividend yield⁽¹⁾ = $[735 \times (1.110^{10})] = 2,087$ by Feb-2019E.

Es un privilegio aprender de mentes tan brillantes todos los días y poder tener la oportunidad de leer sus excelentes trabajos cargados de honestidad intelectual. Les dejo también las declaraciones del economista jefe de Saxo Bank, Steen Jakobsen, que parece ser que también se ha cambiado de acera al declarar posibles caídas del 25 o el 30%.

"I think overall we have been pricing in for Goldilocks and we are closer to Frankenstein to be honest," warned Steen Jakobsen, Saxo Bank's outspoken chief economist, during an interview with CNBC, and that divergence from reality could mean markets face a 25-30% correction from a potential sudden recession scenario.

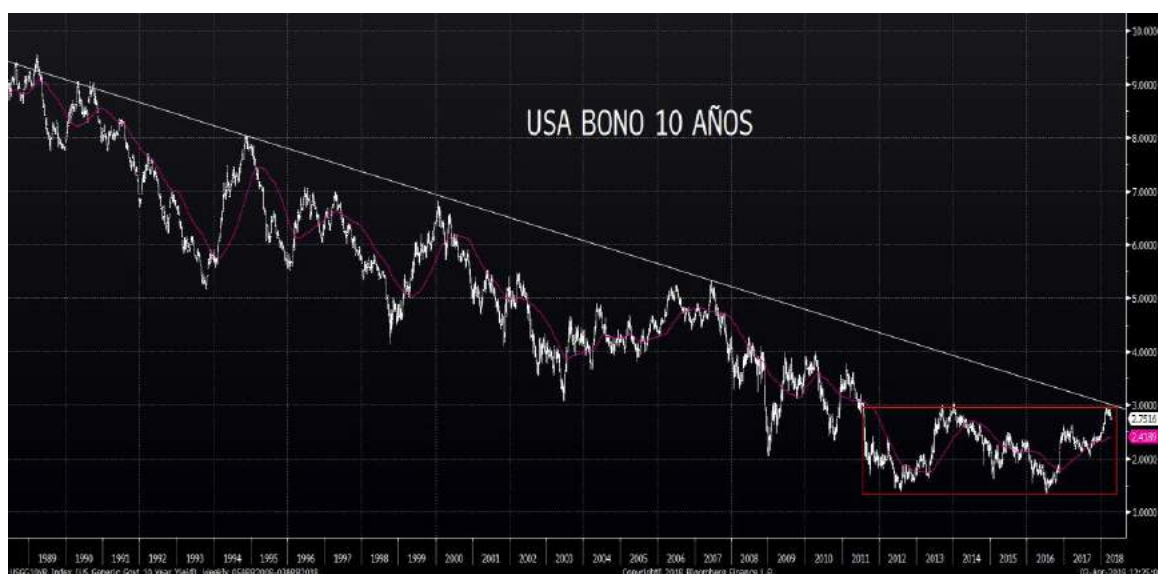
La zona del 3% en el bono estadounidense a 10 años y el *reflation trade* o *deflation debt*

Este sigue siendo uno de los temas clave para determinar el volumen de riesgo o ERP (prima de riesgo del mercado), ya que, una vez más, se ha puesto de manifiesto que en cuanto nos acercamos al 3% saltan las alarmas y, de repente, la deuda de 21 trillones del sistema

estadounidense importa. De un día para otro, leemos titulares del tipo “burbuja de préstamo a estudiantes” que toman relevancia y, de repente, nos damos cuenta de que la morosidad de las tarjetas de crédito está empezando a subir y de que la morosidad de las hipotecas, por primera vez, también está aumentando.

Todo porque una recuperación basada en deuda, sin crecimiento de salarios, hace inevitable que normalizar los tipos sea una tarea complicada y que, probablemente, después de la fase de *reflation trade* que el mercado tanto ha deseado, los ojos se vuelvan hacia la cruda realidad de que, ni el envejecimiento poblacional ni la digitalización, van a hacer que subir los salarios sea una tarea fácil. En este escenario, la convivencia con tipos bajos va para largo y así, que el bono pueda volver por debajo del 2% si los salarios no suben, es complicado, pero probablemente no hay otro sistema en un mundo que acumule 217 trillones de dólares de deuda.

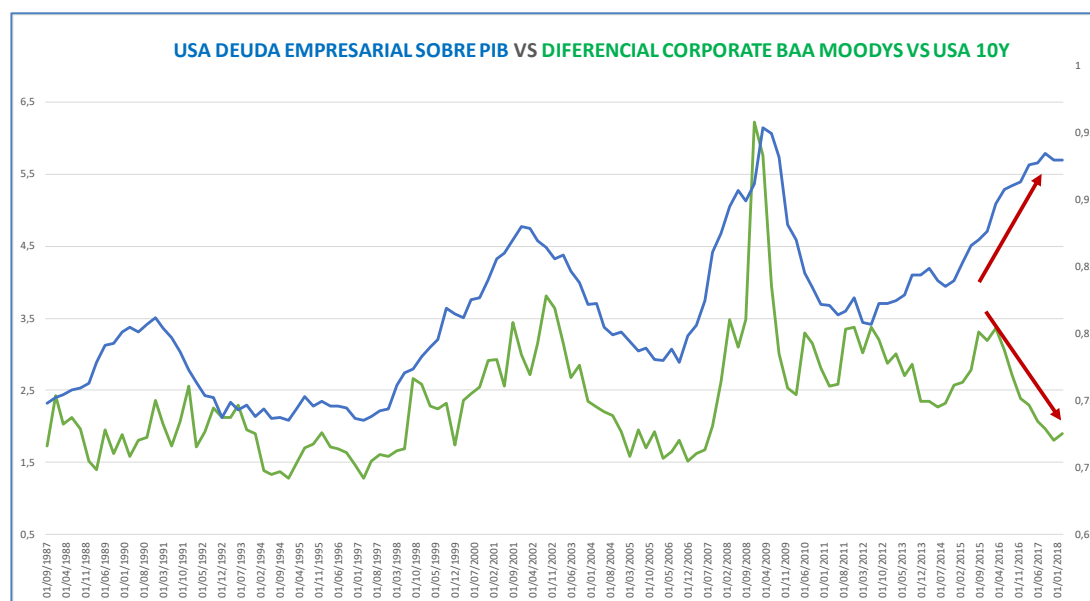
Todo esto es muy relevante, ya que después de un periodo de larga expansión del PER podríamos pasar a un modelo de contracción o normalización del PER si los bancos centrales no son capaces de salir de la trampa de la deuda. La sostenibilidad o no del modelo en el que vivimos depende evidentemente de la capacidad ilimitada de mantener la deuda en un sistema de *fiat currencies*, pero en realidad, cuanto más tiempo se estire la cuerda, más terreno ganará la insatisfacción de los salarios y más cambios geopolíticos habrá y esto sí que puede ser peligroso desde el punto de vista de la sostenibilidad del modelo.



Romper la barrera del 3% tendría un efecto muy importante, puesto que la deuda pasaría a ser un problema para el alto *stock* de deuda acumulado, lo que drenaría la renta personal disponible y el efecto pánico por pérdida de control de la Reserva Federal.



En cualquier caso, mi opinión es que la ruptura de la barrera del 3% solo se puede mantener durante un corto espacio temporal, pero no es sostenible, dado que solo sucederá si las inflaciones son sostenibles por encima del 2%, algo que solo se puede dar o con un petróleo por encima de 75 dólares (que generaría recesión), o por crecimientos de salarios por encima del 3%, lo que pondría en jaque el margen de las empresas. Además, un bono por encima del 3% se convierte en una alternativa real a la bolsa.



En el gráfico de arriba podemos ver cómo la deuda sobre PIB de las empresas vuelve a acercarse a máximos históricos, pero, por el contrario, el diferencial de los bonos corporativos con calificación BAA con el bono a 10 años no ha hecho más que bajar. Esto es lógico, por la intervención de la Fed, pero lo que está claro es que desde aquí, lo normal sería que subiera para ajustarse a la realidad de la contracción del balance de la Fed, con lo que la expansión del PER se pararía en seco y de facto se reduciría.

De aquí en adelante, nos enfrentamos a un menor PER, tal y como se desprende del modelo de la Fed 2 para valorar mercados (profesor Yardeni), que introduce el tipo de interés de los BAA de Moody's como sustitución al bono a 10 años estadounidense por la pérdida de este último como referencia para calcular el valor de mercado, ya que las bajadas de *yield* llevan a una expansión infinita del PER, lo que es irreal, hace que nos enfrentemos de aquí en adelante a un menor PER. No es lógico que, con semejante acumulación de deuda de las empresas, el diferencial sea tan bajo. De una forma u otra, el capital ha maximizado todas las condiciones favorables de tipos, salarios, QE, globalización crédito, bajada de impuestos y, todo ello, ya está reflejado en los precios.

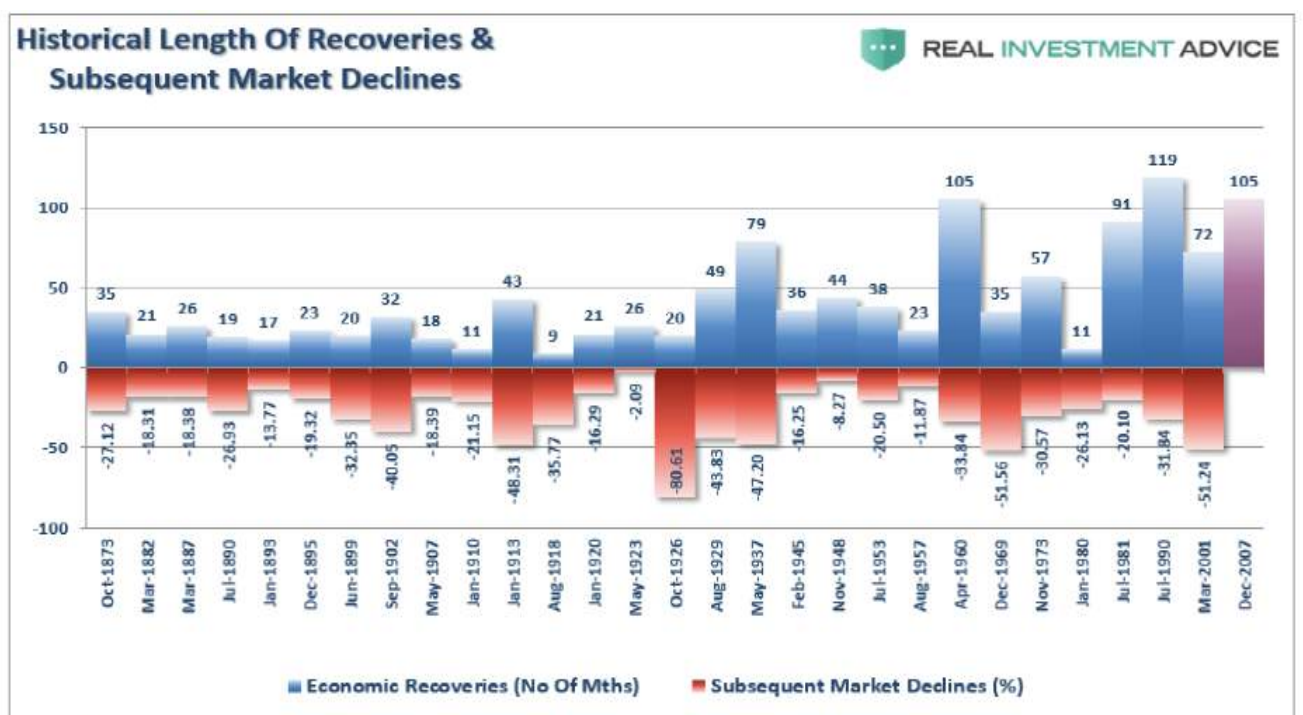
De aquí en adelante solo quedan dos alternativas: la primera, subidas de tipos y subidas de salarios, lo que equivale a menor PER y a una menor generación de beneficios; y, la segunda, parada en el

proceso de subida de tipos o ralentización, sin subida de salarios y con inflaciones bajas, lo que pondrá de manifiesto el paso de *reflation trade* a *deflation trade*, lo que tendrá su efecto contractivo en el PER.

En cualquier caso, son tan potentes las fuerzas deflacionarias de envejecimiento poblacional, deflación de deuda, presión de la digitalización sobre los salarios de los trabajadores y descompensación de bancos centrales con *fiat currencies* y otros con papeles devaluados, que los tipos seguirán bajos por un largo periodo de tiempo y el flujo hacia los mercados de renta variable seguirá siendo muy potente, ya que recuerden que tanto Japón como Europa siguen en programa de expansión monetaria y Estados Unidos podría volver en 2019. Y para aquellos que piensen que hablo en un tono pesimista, se equivocan.

Les digo que miren simplemente el gráfico del S&P 500 que les he puesto anteriormente, y verán que hasta el nivel de 2.200 o 2.150 el mercado alcista sigue intacto. Lo que sucede es que creo que nos hemos pasado de euforia por arriba y simplemente regresamos a la media.

Es complicado hablar de un mercado bajista sistemático si no entramos en recesión -aspecto que no soy capaz de adivinar-, pero también hay que ser realista y pensar que estamos en el segundo ciclo más largo de crecimiento desde 1870 y, además, es un ciclo basado en expansión de deuda, subvencionado con tipos ultra bajos. Pensar, como se ve en el gráfico de abajo, que ya no veremos ciclos es ser demasiado complaciente o confiar *ad eternum* en el modelo de alquimia monetaria, provocadora de desigualdades sociales.

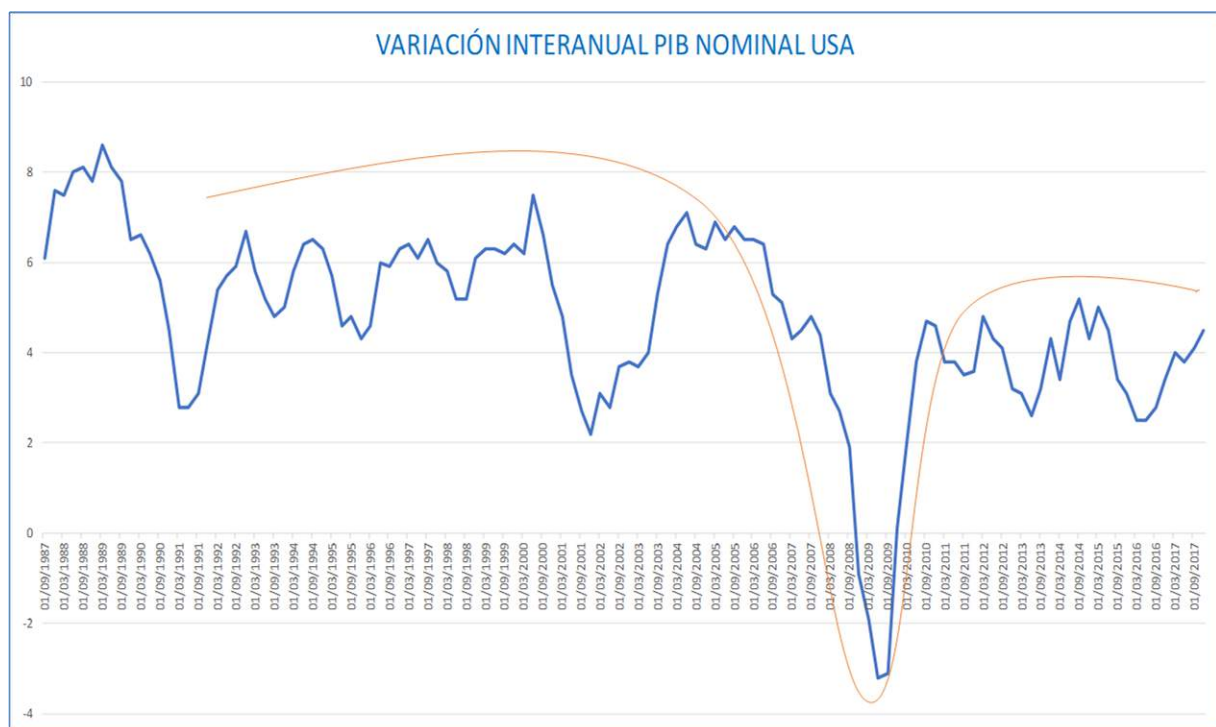


Source: Lance Roberts, Real Investment Advice

Es muy importante ver a largo plazo que no es posible recuperar las economías en base a deuda sin crecimiento de población y sin crecimiento de productividad, razones por las que las economías crecen por encima de la media.

Vivimos en un mundo complejo, en el que estos dos requisitos, que al ser sumados dan el resultado del PIB, están bajo presión. Pero, por otro lado, hemos sido capaces de generar un ciclo muy largo, quizás no muy vigoroso, con respecto a otros ciclos basados en la alternancia de salarios y beneficios, pero es obvio que los bancos centrales han mantenido el ciclo y han sustituido los salarios por tipos bajos y deuda.

A largo plazo se hace difícil volver al ciclo normal, por ello, no creo que sea factible una expansión del PER; y este es uno de los grandes temas de debate, junto con la normalización de los beneficios empresariales, que están muy por encima de la media y con expectativas de que cada año se revisen a la baja.



Es lo que se llama una recuperación en raíz cuadrada profunda, y en este escenario hay un punto en el que el reconocimiento de que no se pueden pagar los segundos multiplicadores de mercado más altos de la historia, después de la burbuja de 2000, se hará presente, pero repito, el mercado alcista sólo se romperá definitivamente si bajamos de la zona de 2.200 puntos en el S&P 500.

Mientras tanto, en 2018, se pueden producir subidas de más de un 10% desde la zona de 2.466 puntos en el S&P 500, o de más de un 15% desde la zona de los 3.100 puntos del Euro Stoxx 50.

Para finalizar, les dejo el gráfico de la velocidad de circulación del dinero para el debate de cómo es posible que, con la expansión monetaria de los bancos centrales no se genere inflación y si realmente la habrá o no (haberla la ha habido) se ve en el inmobiliario y en la bolsa, pero el dinero se queda atascado en el mundo financiero y no se produce el ciclo tipos bajos-inversión-crecimiento de salarios, a pesar de estar las tasas de paro en mínimos históricos. Es lo que tiene la globalización y la digitalización.



Pangea sigue posicionado en un portfolio de compañías europeas con un potencial de subida de más del 20%, en sectores muy castigados en las que la recuperación de beneficios es real y la valoración está en niveles relativos muy bajos, en comparación al mercado. Por eso creo que la oportunidad de invertir en Europa y en las compañías que tengo seleccionadas es muy razonable y con la garantía de que si el mercado cae, el fondo destaca en relativo.

El resumen sería que sin estar en recesión no hay mercado bajista y durante el año 2018 y por la corrección de los excesos de baja volatilidad de 2017, se pueden dar buenas oportunidades a precios razonables, ya que la sobrevaloración de los índices se concentra solo en Estados Unidos, pero el resto de países, en términos de PER medio histórico, puede en algún momento del año ser una oportunidad razonable. Aunque, eso sí, la liquidez no va a ser la misma y sigue latente la burbuja de renta fija y la inmobiliaria en algunos países del mundo.

También uno debe ser consciente de que el ciclo que hemos tenido en algunos sectores está muy maduro y que las condiciones monetarias bajo las que se han dado ciertas subidas de índices no son repetibles.



twitter



linkedin



youtube

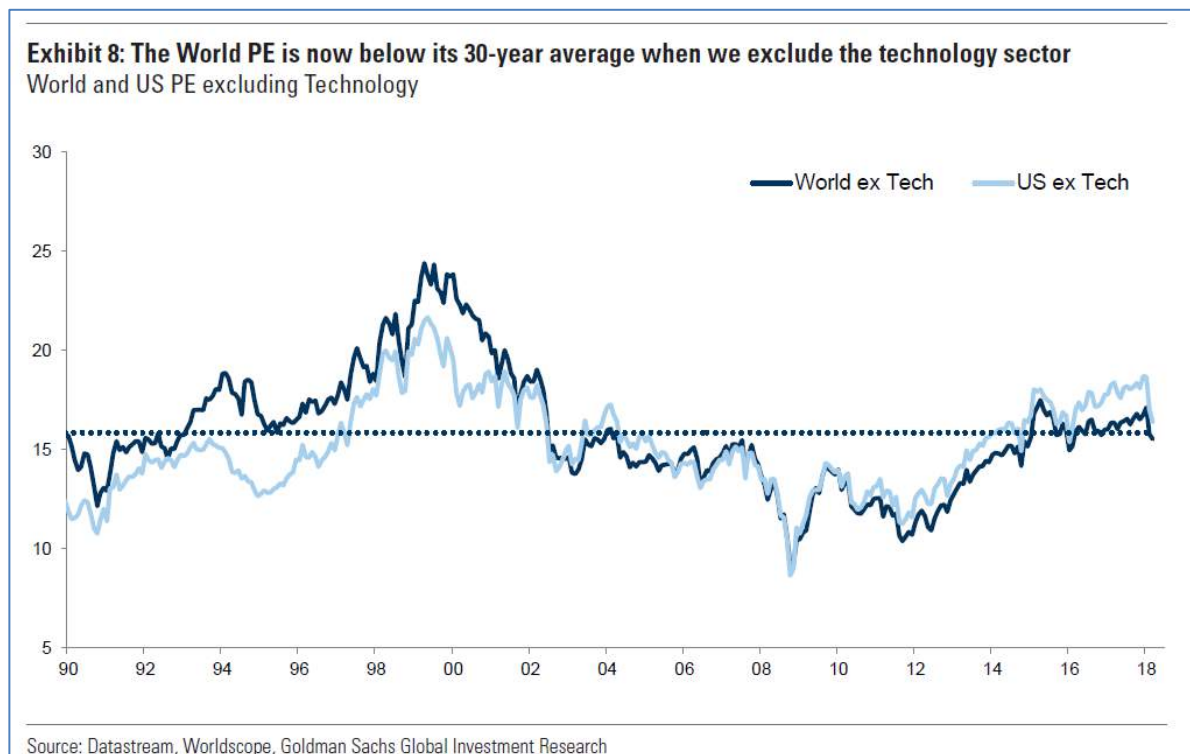


finect



abanteasesores.com

El mundo sin las tecnológicas, en términos de valoración, no está caro y, por eso, creo que la estrategia de Pangea a medio plazo es la correcta. Como se ve en el gráfico siguiente, el PER mundial sin tecnológicas está en la media de los últimos 30 años.



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 6ha sido elaborado a fecha de 06/04/2018 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



twitter



linkedin



youtube



finect



abanteasesores.com