

Abante Pangea

Alberto Espelosín destaca que Abante Pangea ha continuado generando alfa en febrero. El fondo ha subido un 0,45% en el mes. La cartera de contado, que ha estado invertida en el nivel del 40% ha logrado una rentabilidad del 2,6%, 1,1 puntos más que el mercado con un riesgo inferior.

En su análisis de **mercado estadounidense**, el gestor de **Abante Pangea** explica que “todos los modelos de valoración dan señales de vértigo en el S&P 500 y creo que es un año sencillo para ganar dinero en el lado corto”, manteniendo la paciencia y evitando hacer locuras como invertir a los niveles actuales, en los que “la probabilidad de incurrir en pérdidas por un periodo de tiempo largo son muy elevadas”.

Así, Espelosín señala que “la **estrategia en los próximos meses** no va a cambiar y el fondo seguirá con su cartera de acciones con un perfil defensivo a la espera de un final del ciclo de S&P 500”

Por otra parte, respecto al **Euro Stoxx 50** dice que el nivel de los 3.450 puntos “puede ser una barrera infranqueable en el corto plazo, por lo que si se supera y el índice se dirige hacia los 3.600, el margen de seguridad para vender será amplio”.

El gestor finaliza la carta escribiendo que el objetivo del fondo para este año “sigue siendo dar rentabilidad positiva en un escenario de mercado que creo que se verá sometido a una mayor volatilidad y a pérdidas de, al menos, un 10% en algún momento del año” y subraya que la cartera actual “ofrece un **potencial de revalorización muy relevante** con un razonable margen de seguridad”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 28-feb-17
Valor liquidativo 10,708€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2017	0,41%	-0,04%	0,45%										
2016	11,4%	4,64%	-0,53%	1,09%	2,31%	0,35%	1,74%	1,08%	0,13%	0,05%	-0,45%	-1,72%	2,30%
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%	-0,44%
2014	-8,43%	4,27%	-0,68%	1,55%	0,41%	0,13%	-0,55%	-2,97%	-1,43%	-0,08%	-4,39%	0,34%	-5,01%



Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2017 ABANTE PANGAEA FUND													
	ene-17	feb-17											TOTAL
Acciones	0,36	2,60	0,00	2,97									
Pharol	0,80	1,48											2,28
CIR	0,05	0,20											0,25
E.ON	0,16	0,06											0,23
Telekom Austria	0,04	0,15											0,19
Danone	-0,03	0,14											0,12
Heineken	-0,02	0,14											0,12
Novartis	0,01	0,10											0,11
Nokia	-0,07	0,16											0,09
TDC	0,01	0,07											0,08
BT Group	0,01	0,05											0,06
Innoqy	0,01	0,03											0,04
Pangaea Oncology	0,01	0,02											0,03
ERG	0,01	0,01											0,02
C&C Group	0,04	-0,03											0,02
Enel	-0,05	0,06											0,02
United Internet		0,01											0,01
Syngenta	0,01												0,01
Veolia	0,01	-0,01											0,00
Enagas		0,00											0,00
Groupe Eurotunnel	-0,01	0,01											0,00
Delta Lloyd	0,00												0,00
Koninklijke Ahold	-0,01	0,01											0,00
EDP Renovéis	0,00	0,00											0,00
Carrefour	-0,01	0,00											-0,01
Refresco Gerber		-0,01											-0,01
British Sky	-0,01												-0,01
Orange	0,00	-0,01											-0,02
Vivendi		-0,02											-0,02
Nordex	0,00	-0,02											-0,03
Enqie	-0,29	0,18											-0,11
Technicolor	-0,16	0,00											-0,16
Telecom Italia	-0,06	-0,10											-0,16
Marie Brizard	-0,09	-0,11											-0,19
DERIVADOS	-0,21	-2,09											-2,30
DIVISA Y RENTA FIJA	-0,20	-0,06											-0,26
TOTAL RESULTADO CARTERA	-0,04	0,45	0,00	0,41									

Pangea ha seguido generando alfa en febrero, con una subida del 0,45%, en un entorno en el que el Euro Stoxx 50 ha subido un 1,7% y el S&P 500 un 3,7%. La cartera de contado ha estado invertida en la zona del 40% y, con este nivel, la rentabilidad que ha conseguido es del 2,6%, 1,1 puntos más que el mercado, con un riesgo muy inferior. La fuerte subida del S&P 500 ha provocado que la cobertura haya restado dos puntos. Así, en conjunto ha sido un mes positivo y afrontamos tácticamente los siguientes meses en una buena disposición, ya que, en el caso de una corrección del mercado estadounidense, empezaremos a monetizar la posición corta en ese índice. Se ha incrementado la cobertura en el S&P 500, compensándola con una posición larga en el futuro de dividendos de 2017 del Euro Stoxx 50, lo que nos permite ajustar la beta de la posición, dado que, por el momento, los días que corrige Europa lo hace en mayor cuantía que el índice estadounidense.

Dicho esto, la estrategia en los próximos meses no va a cambiar y el fondo seguirá con su cartera de acciones con un perfil defensivo a la espera de un final del ciclo de S&P 500 que, dado su fisonomía de quinta onda de Elliott, puede estar distribuyendo un periodo largo, cuyo final puede ser la zona de 2.460 puntos, aunque el margen de seguridad para ganar dinero este activado desde los



2.350. Con la salida a bolsa de Snapchat, cuya valoración llegó en el segundo día de cotización a los 40.000 millones de dólares, doy por declarada la burbuja del S&P 500 de 2017.

Como dice Howard Marks, invertir consiste, exactamente, en manejarse con el futuro y como ninguno de nosotros puede saber el futuro con certeza, el riesgo es ineludible, así que manejarse con el riesgo es esencial. Es poco probable tener éxito de forma consistente si uno no se ha manejado explícitamente con el riesgo. Por ello, entender el riesgo, reconocerlo y controlarlo es básico para poder intentar tener éxito. Releyendo las frases de Marks y contestando a las preguntas que nos propone hacernos para llegar el segundo nivel de pensamiento, creo que estamos cerca de tener éxito en la posición corta del S&P 500.

¿Cuál es rango de posibles escenarios futuros? **Potencial subida del índice de un 5% hasta 2.500 puntos en una última pata de euforia y posible corrección del 15% por ajuste del PER 12 meses forward, que cotiza con una prima del 30% en un ciclo de beneficios maduro.**

¿Cuál de todos esos escenarios creo que es el que va a suceder? **Aunque no pueda tener claro que se vaya a producir un mercado bajista, lo que sí parece claro que puede suceder es que con volatilidades tan bajas y niveles de sobrecompra tan elevados, por encima de 75 RSI, y con casi 100 días sin una variación del 1%, se produzca al menos una corrección de, como mínimo, el 7% sin dañar la estructura alcista del índice. Esto proporcionaría más retorno que la potencial subida que llevaría a PER 20 del 12 meses forward, multiplicador que en los últimos 100 años ha sido de 12 o 14,2 veces en los últimos 10 años.**

¿Qué probabilidad tengo de estar en lo cierto? **Creo que cerca del 80%.**

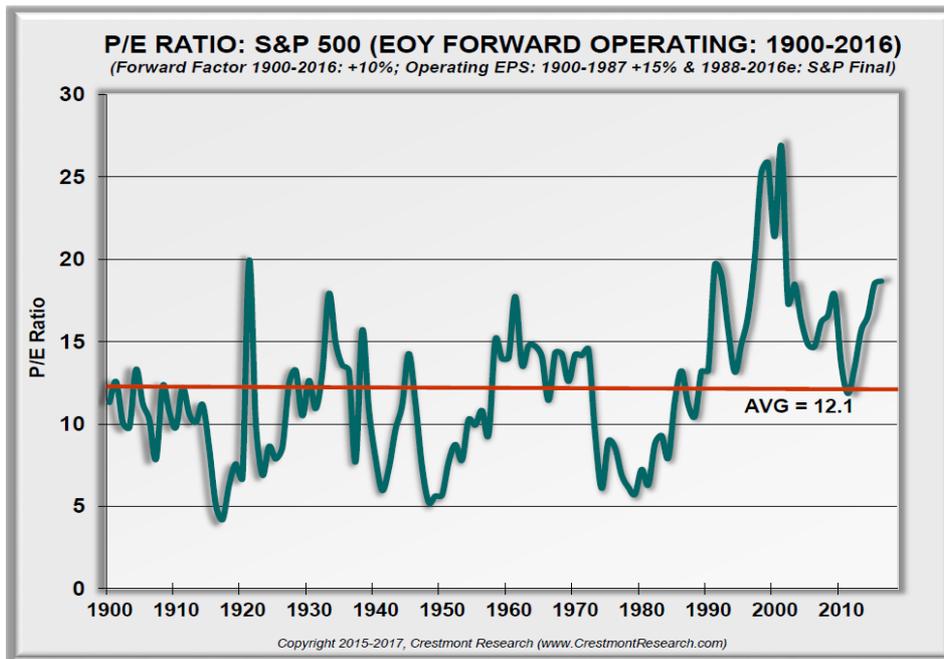
¿Qué opina el consenso? **Empieza a estar despistado y persiguiendo el precio, debido a que el S&P 500 ha llegado al precio objetivo de más del 80% de los estrategas.**

¿En qué difieren mis expectativas de la opinión del consenso? **No discrepo del consenso de BPA (beneficio por acción) que puede estar en 125 -130 dólares, en lo que difieren mis expectativas es en que ese beneficio solo es por el tema fiscal y considero que el mercado no quiere ver que inflación, tipos más elevados, salarios al alza y un dólar apreciándose no son variables que justifiquen, en un ciclo maduro de beneficios, pagar primas del 34% en el PER 12 meses forward.**

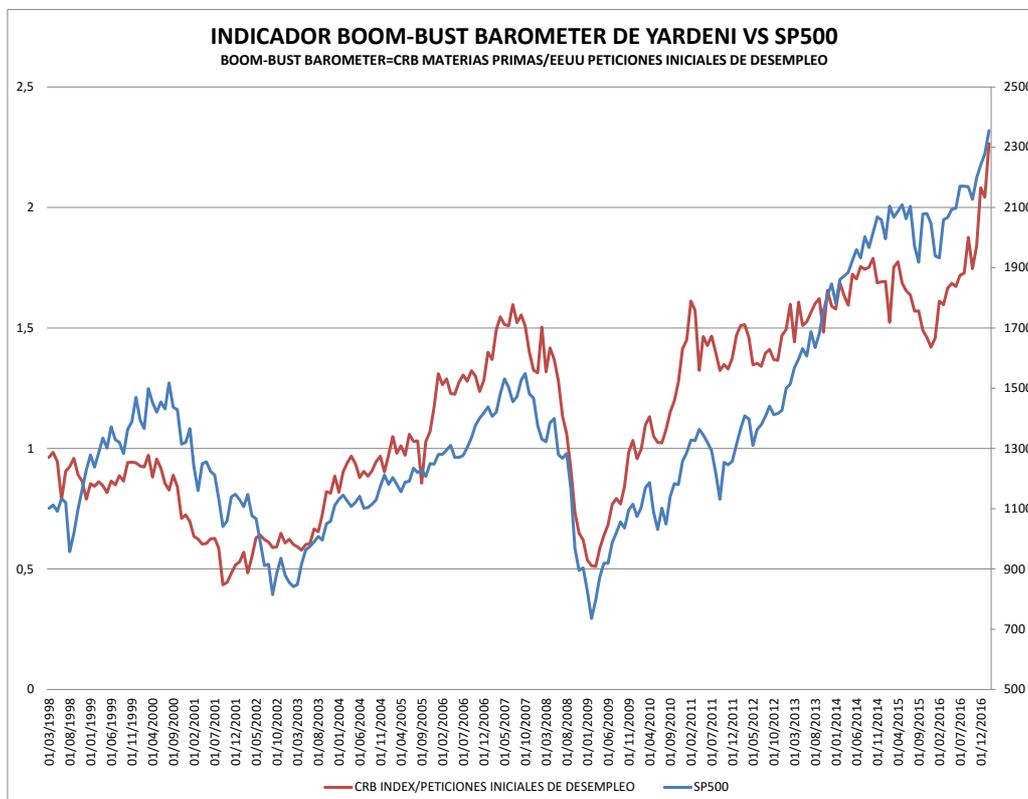
No seguiré haciéndome preguntas, pero todos los modelos de valoración dan señales de vértigo en el S&P 500 y creo que es un año sencillo para ganar dinero en el lado corto, con paciencia y no haciendo la locura de invertir a estos niveles, en los que la probabilidad de incurrir en pérdidas por un periodo de tiempo largo son muy elevadas.

Pagar PER 19x por los beneficios forward es tentar al margen de seguridad, más aún cuando los beneficios se enfrentan a unas variables que, con la excepción del tema impositivo, son todas negativas (salarios más altos, inflación más elevada, tipos al alza, dólar apreciado, menor demanda de emergentes como consecuencia del proteccionismo y la ausencia de medidas de expansión monetaria o QE).

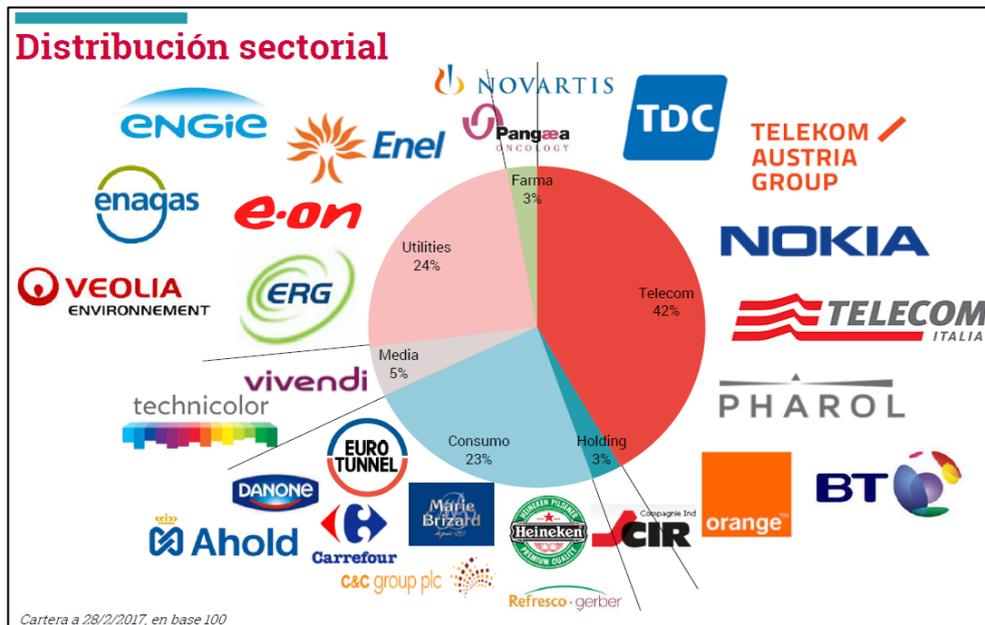




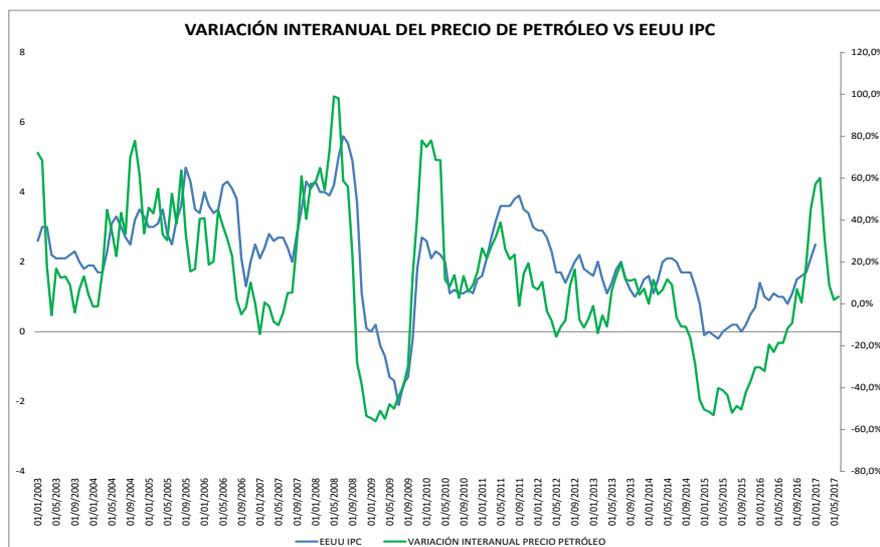
Todos los modelos de valoración de activos chirrían cuando metemos el S&P 500, no les quiero aburrir con todos, pero les dejo el modelo que el profesor Yardeni diseñó, en el que se compara la evolución de las materias primas con la de las peticiones de desempleo. Su correlación con el comportamiento de bolsa es claro y creo que nos está dando una señal evidente de final de ciclo.



Creo que la cartera de acciones representada en el siguiente gráfico tiene un margen de seguridad amplio para obtener un mejor comportamiento que el S&P 500.

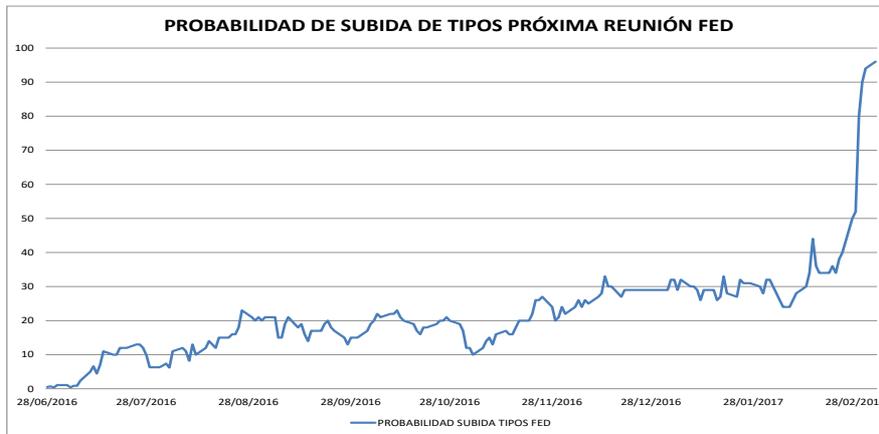


Mi escenario central continúa siendo que las limitaciones de la economía estadounidense, por su elevado nivel de deuda, hacen inviable una subida del bono a 10 años a la zona del 3% y que las inflaciones de los últimos meses a medida, y siempre que el petróleo no suba de 60 dólares, se van a reducir de manera importante los próximos meses, por lo que se pondrá fin a la sensación de *reflation trade* (vuelta a la inflación después de años con incrementos mínimos de precios o, incluso, deflación), a lo que se unirá el reconocimiento de la difícil ejecución del modelo del presidente de Estados Unidos, Donald Trump. En el corto plazo, en marzo, la negociación del techo de la deuda puede generar los primeros problemas del mandato de Trump.

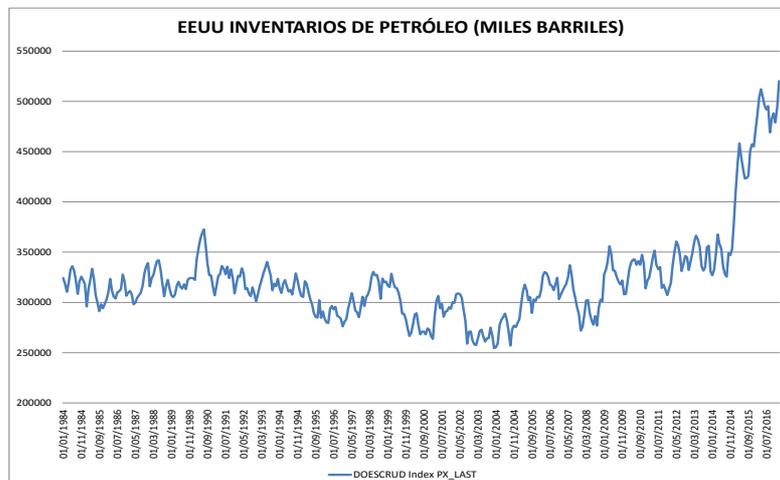


En el gráfico anterior he simulado un precio del petróleo estable en la zona de los 53 dólares hasta julio de 2017 y, como se puede ver en estos meses, hacemos los máximos de bases comparativas y, por ende, los máximos de inflación, motivo por el cual la presión sobre los tipos de interés se va a empezar a diluir en la primavera-verano de forma rápida, lo que debería provocar, a su vez, que el dólar pudiera iniciar un proceso de bajada hacia la zona de 1,12 respecto al euro.

Todo esto debe hacer que, a pesar de que las probabilidades de subidas de tipos, que se han disparado al 96%, es posible que cuando tengan lugar las reuniones de la Reserva Federal del 15 de marzo y del 3 de mayo, la inflación baje hasta el 1,5% y con ello se reduzcan de manera drástica las expectativas de subidas en las reuniones veraniegas de la Fed.

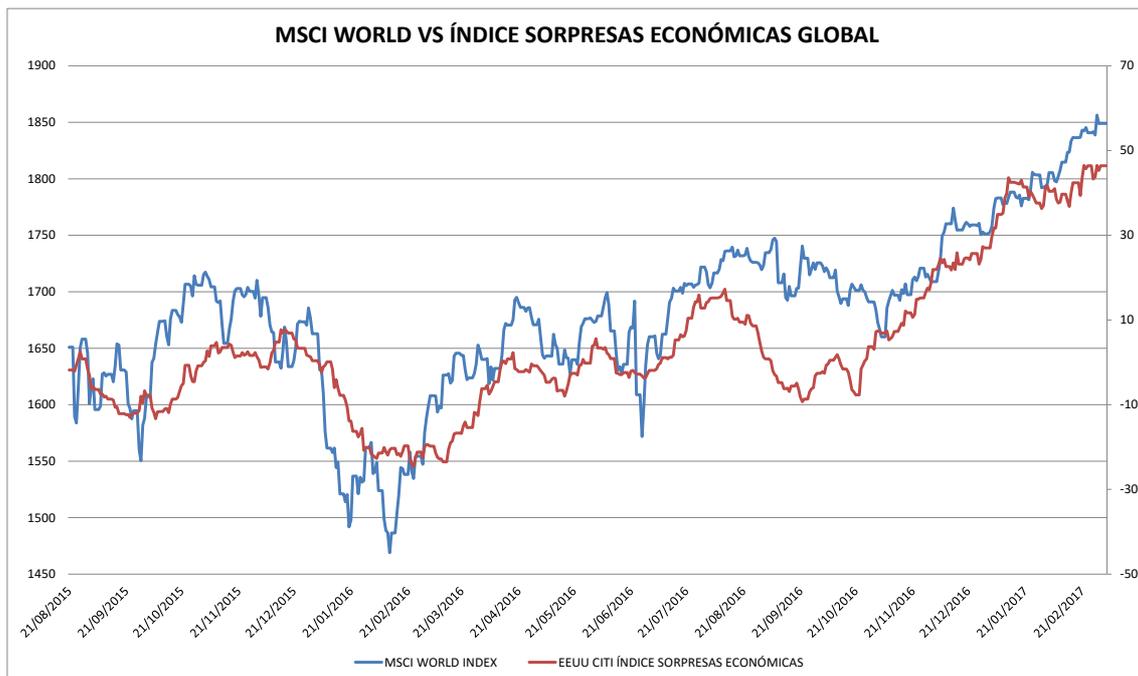


Y no tengan duda de que el escenario de “dulcificación de la inflación” es el que mejor que nos va, puesto que, si el petróleo sube por encima de la resistencia de 55 dólares hacia la de 65-70, tendremos un problema, ya que inflaciones altas sostenidas provocarían una caída de los salarios reales muy notable, así como un incremento del nerviosismo de la Fed y un escenario de empeoramiento de los datos económicos que por el momento van muy bien. Espero que el petróleo no suba, de lo contrario el año puede ser caótico. Me tranquiliza ver que los inventarios de crudo están en niveles muy altos, por lo que no veo una probabilidad alta de incremento del precio, excepto por cuestiones geopolíticas.



No tengo dudas en comprar bonos americanos al 3%. Se trata de una excelente rentabilidad en vista del escenario de bajo crecimiento que el mundo tendrá como consecuencia de la deuda impagable que hemos acumulado para vivir en un mundo globalizado de salarios, en el que la incorrecta asignación de distribución de rentas entre capital y trabajo ha hecho crecer los populismos. Unos movimientos que están a años luz de tener la fórmula para generar crecimiento y afrontar los problemas de envejecimiento poblacional, las altas deudas de los estados y la amenaza de la tecnología sobre los salarios.

Desde el punto de vista macro es incontestable que los datos económicos llevan mucho tiempo sorprendiendo al alza y que esta es la última razón del excelente comportamiento de la bolsa mundial, mucho más que las expectativas que Trump ha creado. Lo que uno debe preguntarse es qué puede hacer para esta dinámica. Y yo diría que los datos que están sorprendiendo en los últimos dos meses vienen más por las cifras de las encuestas de expectativas que por los datos reales. Es posible que la sensación de menores salarios reales por inflación y unos tipos al alza provoquen que el ciclo de sorpresas positivas esté cerca de su pico, con el efecto negativo que en las bolsas podría tener.

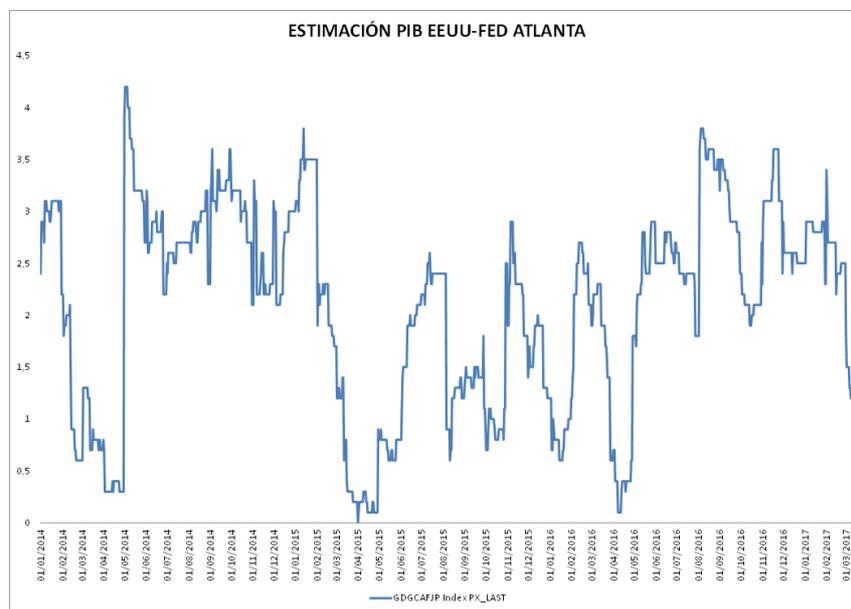


Con respecto a los beneficios en Europa, les anticipo que la estimación de los resultados de 2016, que se situaba en la zona de 210 puntos, ya se ha revisado a la baja hasta los 180 puntos, aun así, el consenso mantiene la estimación de 258 puntos para 2018. El nivel de los 3.450 puntos puede ser una barrera infranqueable en el corto plazo, por lo que si se supera y el índice se dirige hacia los 3.600, el margen de seguridad para vender será amplio, dado que sigo viendo la posibilidad de comprar Euro Stoxx 50 en la zona de los 3.000 puntos en 2017.



El objetivo del fondo para este año sigue siendo dar rentabilidad positiva en un escenario de mercado que creo que se verá sometido a una mayor volatilidad y a pérdidas de, al menos, un 10% en algún momento del año. A nivel de compañías no he encontrado nada en el último mes digno de ser mencionado y sigo reuniéndome con el máximo número de ellas en búsqueda de oportunidades que complementen el portfolio actual. A estos niveles no tengo intención de perseguir los precios y espero pacientemente a mejores oportunidades. La cartera actual ofrece un potencial de revalorización muy relevante con un razonable margen de seguridad.

Por último, les dejo el último dato de estimación del PIB de la FED de Atlanta que como pueden ver ha bajado bruscamente a la zona del 1,2%. Esto contrasta con el positivismo que el índice de sorpresas económicas muestra. ¿Qué es lo que ven los de Atlanta que no ve Trump?



Un saludo

Alberto Espelosín

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Pangea Insight](#)

La información contenida en esta carta informativa es de carácter general y no constituye asesoramiento. Cualquier decisión o actuación basada en su contenido deberá ser objeto de un adecuado asesoramiento personalizado. El documento informativo de la carta mensual ha sido elaborado a fecha de 08/03/2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



twitter



linkedin



youtube



unience



abanteasesores.com