

Abante Pangea

Alberto Espelosín escribe este mes sobre la **aportación de valor de la selección de acciones** al fondo, teniendo en cuenta el contexto actual del mercado y que la cobertura ha restado rentabilidad.

En concreto, destaca: “Abante Pangea ha tenido **una rentabilidad positiva del 0,44% en mayo**, con un nivel de inversión en renta variable del 35% de media e incluyendo en dicho resultado la pérdida de valor de la posición corta en el S&P 500 y en el Nasdaq 100”. Esto se debe al buen resultado que han dado **los grandes valores defensivos** que compró a final del año pasado.

El gestor de **Abante Pangea** considera que existe una **burbuja** en ambos índices estadounidenses y señala que nos enfrentamos al **final de un ciclo de bolsa** y al inicio de una corrección que, “en el caso del Nasdaq, puede ser del 20-25%. En el del S&P 500, el final del ciclo podría darse en los 2.450-2.500”. Por ello, “comprar a estos niveles lo único que garantiza es la posibilidad de incurrir en pérdidas de doble dígito a tres años vista”.

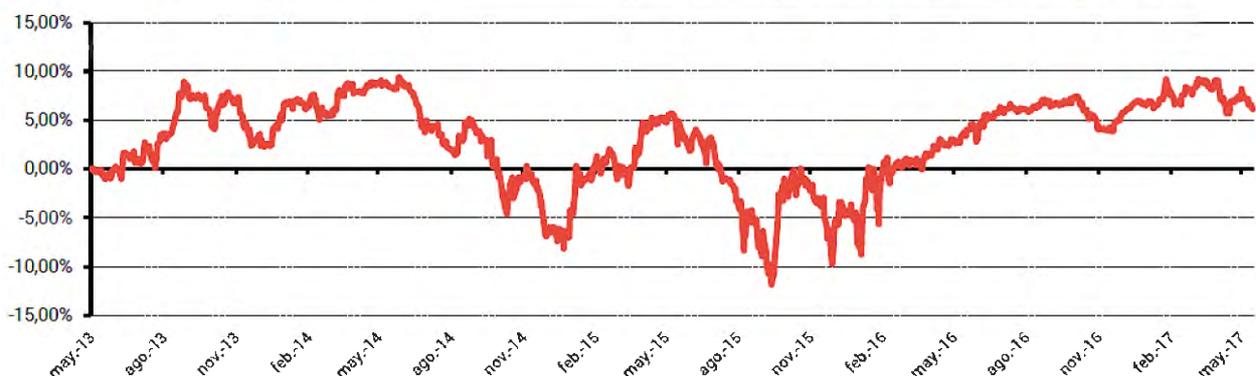
Explica que **la cartera de Abante Pangea está preparada para evitar pérdidas**, o incluso generar ganancias, si el mercado cae y asegura que “es un buen momento para tomar decisiones para **proteger los beneficios acumulados** y poder adentrarse en el mercado con mayor margen de seguridad cuando se produzca el primer ajuste de burbuja, que ya es una realidad en el Nasdaq”.

Espelosín analiza también en su carta la situación del **oro**, activo que considera seguro, y de las **petroleras**, así como el dilema de los **bancos** dada la actual situación de los tipos de interés.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-may-17
Valor liquidativo 10,614€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2017	-0,04%	0,45%	1,85%	-3,10%	0,44%								
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%
2013	2,49%				-0,61%	2,30%	-0,15%	3,10%	2,82%	-0,99%	-1,69%	-2,17%	



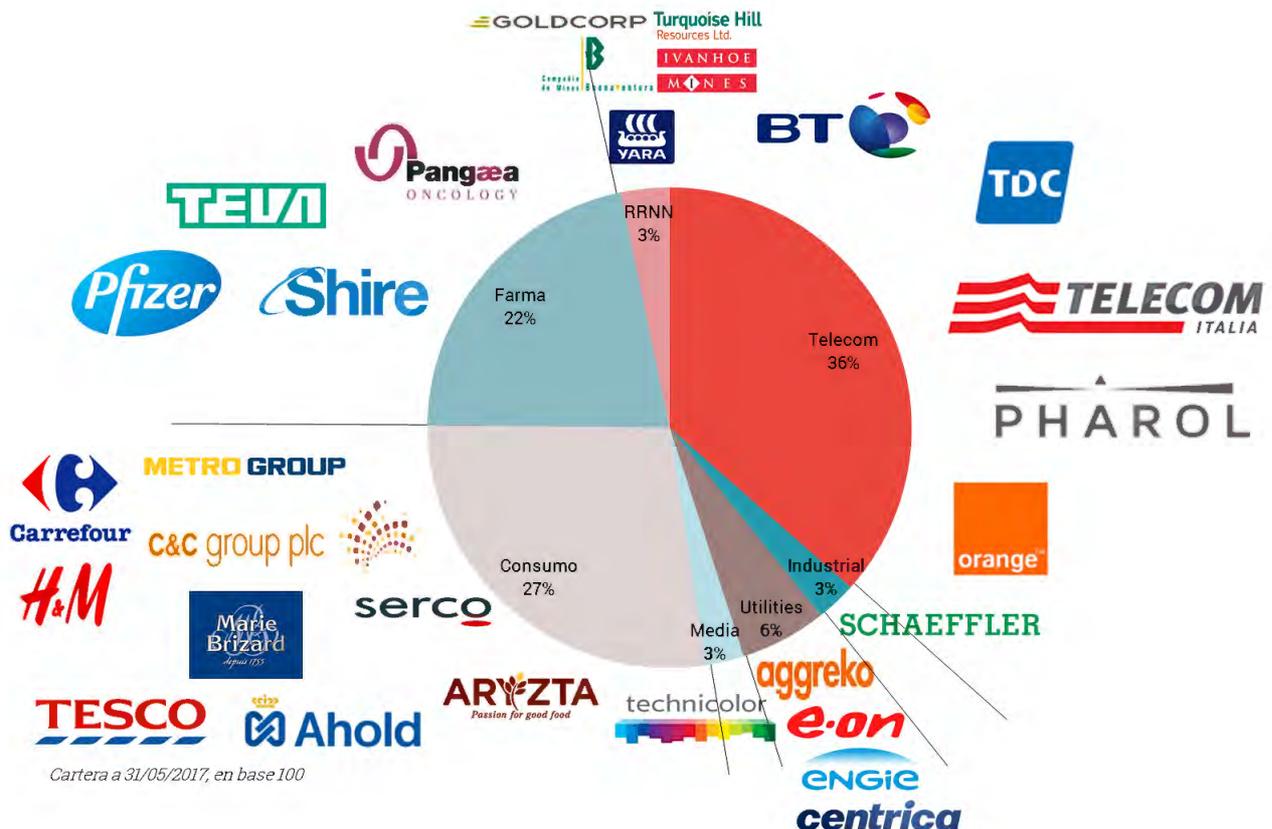
Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2017 ABANTE PANGAEA FUND													
	ene.-17	feb.-17	mar.-17	abr.-17	may.-17	jun.-17	jul.-17	ago.-17	sep.-17	oct.-17	nov.-17	dic.-17	TOTAL
Acciones	0,36	2,60	2,18	-2,28	1,83	0,00	4,70						
Pharol	0,80	1,48	0,45	-2,13	0,49								1,09
Engie	-0,29	0,18	0,49	-0,02	0,11								0,47
E.ON	0,16	0,06	0,07	-0,03	0,10								0,37
Telekom Austria	0,04	0,15	0,07	0,01	0,06								0,33
CIR	0,05	0,20	0,07	0,00									0,32
Orange	0,00	-0,01	0,09	-0,06	0,30								0,31
Telecom Italia	-0,06	-0,10	0,39	-0,10	0,13								0,26
EDF			0,03	0,00	0,23								0,25
TDC	0,01	0,07	-0,03	0,03	0,13								0,21
Groupe Eurotunnel	-0,01	0,01	0,14	0,06	0,00								0,20
Vivendi		-0,02	0,12	0,02	0,08								0,20
Danone	-0,03	0,14	0,02	0,01	0,05								0,20
Veolia	0,01	-0,01	0,16	0,01	0,01								0,18
Carrefour	-0,01	0,00	0,00	-0,01	0,17								0,16
Heineken	-0,02	0,14	0,00										0,12
Refresco Gerber		-0,01	0,02	0,10									0,12
Nokia	-0,07	0,16	0,01										0,11
Novartis	0,01	0,10	-0,01	0,01	0,00								0,10
Koninklijke KPN			0,01	-0,03	0,10								0,07
Koninklijke Ahold	-0,01	0,01	0,01	-0,06	0,11								0,06
Enel	-0,05	0,06	0,03										0,05
Centrica				0,00	0,05								0,04
Innogy	0,01	0,03											0,04
Disons Carphone			0,02	0,02									0,04
Enagas		0,00	0,02	0,00									0,03
ERG	0,01	0,01	0,00										0,02
OCI				0,02									0,02
Novo Nordisk			0,01	0,01									0,01
Telefonaktiebolaget				0,01	0,01								0,01
Pfizer					0,01								0,01
United Internet		0,01											0,01
Syngenta	0,01												0,01
Serco			0,00	0,01	0,00								0,01
Buenaventura					0,01								0,01
Pangaea Oncology	0,01	0,02	-0,01	0,00	-0,01								0,00
Delta Lloyd	0,00												0,00
Yara International					0,00								0,00
Goldcorp					0,00								0,00
EDP Renovéis	0,00	0,00											0,00
Aggreko					0,00								0,00
Metro				0,01	-0,02								0,00
Invanhoe					-0,01								-0,01
Tesco				0,01	-0,01								-0,01
British Sky	-0,01												-0,01
Schaeffler					-0,02								-0,02
BT Group	0,01	0,05	0,00	-0,05	-0,04								-0,02
Nordex	0,00	-0,02											-0,03
Luqoise Hill					-0,03								-0,03
Arytza			0,00	0,00	-0,03								-0,03
H&M			-0,01	-0,04	0,02								-0,03
Technicolor	-0,16	0,00	0,05	0,05	-0,01								-0,07
C&C Group	0,04	-0,03	-0,06	0,04	-0,09								-0,09
Teva Pharma					-0,10								-0,10
Shire				0,00	-0,14								-0,14
Marie Brizard	-0,09	-0,11	0,03	-0,16	0,17								-0,16
DERIVADOS	-0,21	-2,09	-0,10	-0,69	-1,13								-4,21
DIVISA Y RENTA FIJA	-0,21	-0,07	-0,23	-0,15	-0,27								-0,92
TOTAL RESULTADO CARTERA	-0,05	0,44	1,85	-3,12	0,44	0,00	-0,47						

Abante Pangea ha tenido una rentabilidad positiva del 0,44% en mayo, con un nivel de inversión en renta variable del 35% de media e incluyendo en dicho resultado la pérdida de valor de la posición corta que teníamos tanto en el S&P 500 como en el tecnológico Nasdaq 100. Este resultado tiene cierto mérito, teniendo en cuenta que el Euro Stoxx 50 ha caído ligeramente y que el S&P 500 ha subido un 1,15% y el Nasdaq, un 3,7%. Y pone de manifiesto que la generación de alfa en la selección de valores ha sido muy alta y ha aportado en el mes un 1,8%.

Además, cabe destacar que la selección de valores, con una cartera invertida de media al 30%, ha generado en el año 4,7 puntos de rentabilidad. Esto significaría en un fondo *long-only*, invertido al 100%, una rentabilidad cercana al 15% frente al 8% de avance del índice europeo. Como dato de generación de valor desde finales de 2015, la selección de valores ha aportado un 13,7% de rentabilidad, con un nivel de inversión medio del 35%, mientras que, en el mismo periodo, el Euro Stoxx 50 ha ganado un 8,1%. Es decir, en 17 meses hemos generado 5 puntos más de rentabilidad que el índice de referencia con un nivel de inversión de un tercio del mismo.

Como se ve en la tabla de inicio de esta carta, los grandes valores defensivos, que compramos a finales de año con amplio margen de seguridad han dado sus resultados y son los causantes de los buenos resultados en la parte de contado. Muchos de ellos han llegado a sus precios objetivos, desapareciendo el mencionado margen de seguridad y, por ello, hemos reducido o eliminado las posiciones. CIR, Refresco, Heineken, Danone, Nokia, Vivendi, Telekom Austria, Eurotunnel y Veolia han sido excelentes compañías que nos han aportado rentabilidad y que esperamos incluir en cartera más adelante si corrigen en precio. Y eso que hace seis meses no las quería nadie.



He realizado cierta rotación en la cartera y, con la misma filosofía de comprar defensivas, he introducido valores a precios muy interesantes, como Teva, Shire y Pfizer, y he incrementado el peso de otros en la caída, como es el caso de BT, Hennes & Mauritz, Yara, Metro, Ahold, Goldcorp, Ivanhoe Mines y Tesco. Con ello, creo que nos posicionamos muy bien para la segunda parte del año, volviendo a tener una cartera defensiva de valores grandes con mucha calidad, que nos debe proteger de la caída de los mercados que la macro y la estrategia me anticipan. Creo que en la segunda parte del año los índices entrarán en terreno negativo y la negociación del techo de la deuda en Estados Unidos puede ser el catalizador de dicho movimiento.

En el lado contrario, la causa por la que el fondo está plano en el año y resta gran parte de la rentabilidad de la cartera de contado, se encuentra nuestra posición corta sobre los índices estadounidenses S&P 500 y Nasdaq, que siguen subiendo y alcanzando cotas máximas históricas. Pero el coste de esta cobertura debe aportar valor positivo en los próximos meses, ya que el margen de seguridad de estar vendidos en Nasdaq, cuando este se encuentra en zona de burbuja, es muy alto. He incrementado la posición de cobertura, compensándola con compras de futuros de dividendo de Euro Stoxx 50 con vencimiento 2017, que tendrán una volatilidad mínima, dado que dichos pagos ya están anunciados y, en muchos casos, ya se han desembolsado. Así, el fondo se encuentra muy protegido ante una posible caída del mercado y, dada la baja beta de las compañías, tiene una posibilidad real de subida.

Creo que en el Nasdaq existe una burbuja de precios. Es más, doy por declarada la Burbuja 2017 FANGT (Facebook, Amazon, Netflix, Google y Tesla). Y, aunque la exuberancia del mercado pueda provocar que el Nasdaq 100 continúe avanzando e intente tocar los 6.000 puntos, creo que nos enfrentamos al final de un ciclo de bolsa y al inicio de una corrección que, en el caso del Nasdaq, puede ser del 20-25%. En el caso del S&P 500, el final del ciclo podría darse en la zona 2.450-2.500, pero creo que en 12 meses podemos ver al índice por debajo de los 2.200 puntos. Esta es la razón por la que mantengo mi cartera excesivamente cubierta. Además, considero que, si se produce una caída del mercado, Abante Pangea puede alcanzar la rentabilidad del 4-5% que espero para los próximos meses, con niveles de volatilidad bajos.

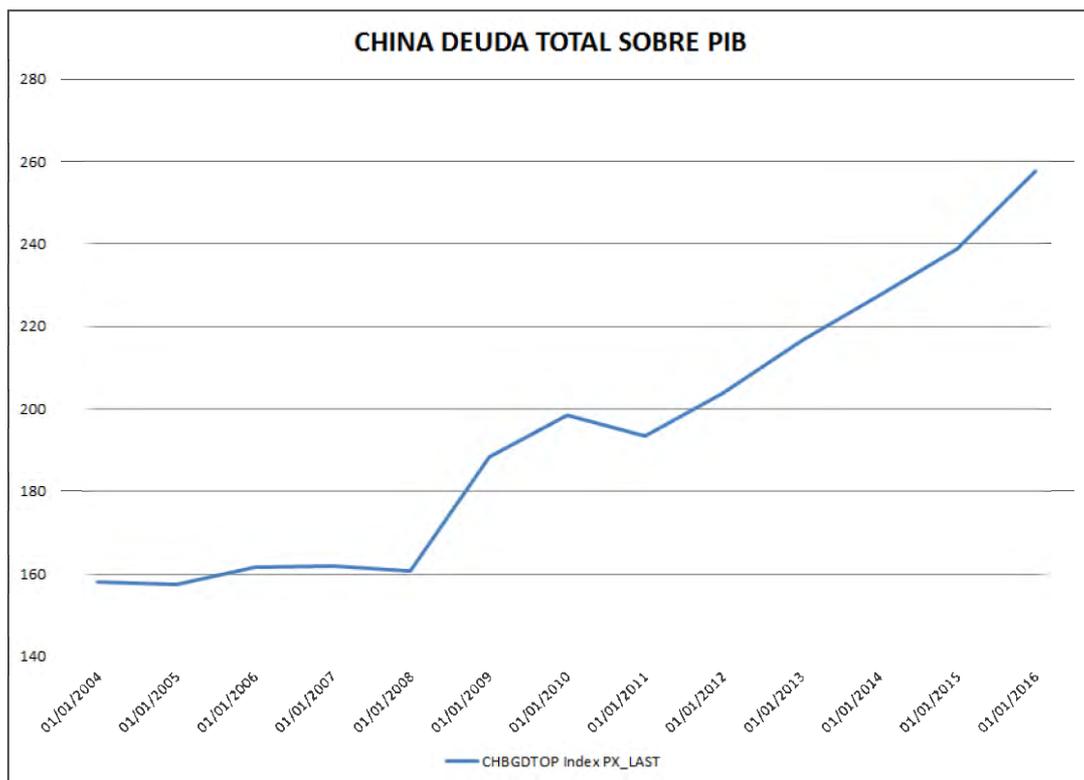
En el caso de estar equivocado, en los niveles actuales del Nasdaq 100, el margen de seguridad es muy alto, ya que, con un RSI (*Relative Strength Index* o índice de fuerza relativa) semanal por encima de 80 -aunque suponga la continuidad de un mercado alcista-, necesita, al menos, un descanso para eliminar la verticalidad de la subida. En este sentido, la puerta de salida puede ser el nivel de los 5.450 puntos, donde existe un hueco importante. Desde los 5.793 puntos de cierre de mayo, supone una caída del 6%, aunque luego quiera subir. Después de una ganancia del 26% desde el comienzo de la presidencia de Donald Trump en Estados Unidos, un descanso es lo más racional. Y la primera parada podría ser la zona comentada, aunque mi objetivo sigue estando por debajo de los 5.000 puntos. En este escenario, Pangea podría obtener cerca de 2 puntos de rentabilidad.



Después de un super ciclo de bolsa en Estados Unidos, comprar a estos niveles lo único que garantiza es la posibilidad de incurrir en pérdidas de doble dígito a tres años vista. Por ello, y a pesar de la retórica de que todo va bien, hay que desconfiar de las valoraciones y supuestos que el mercado está asumiendo para muchas de las compañías de moda. Que, en 2030, Tesla pueda facturar 100 billones de dólares, partiendo de los 11 billones actuales, y que tenga los márgenes *best in class* de BMW y Daimler, es un supuesto que puede resultar muy erróneo. Y, sin embargo, es lo que el mercado acepta como dogma de fe para justificar el valor actual de un valor que quema caja cada trimestre. O que Netflix sea capaz de subir el ARPU (ingreso medio por usuario semanal) desde los 9 dólares actuales hasta los 14 en 2030 y que llegue a los 290 millones de conexiones, frente a los 100 millones actuales, es otro ejemplo de supuestos que el mercado está descontando y cuya fiabilidad es baja.

De hecho, el otro día recibí un informe de un analista de Netflix que, en el DCF (descuento de flujos de caja) en el valor terminal, ha puesto una tasa de crecimiento "G" perpetuo a largo plazo del 4%, lo que es, sin duda, un disparate, teniendo en cuenta que Netflix, aunque llegara a 290 millones de conexiones, pasaría a ser un producto maduro, con "G", en el mejor de los casos, de 1, como le pasa a Canal Plus. A quienes les gusten las matemáticas, prueben a poner en una hoja de Excel una fórmula con el valor residual de una compañía y verán cuán manipulable es la "G". Pongan 100 como numerador, como si fuera un *cash-flow*, beneficio o dividendo, y en el denominador pongan una tasa de descuento del 7% y resten la tasa de crecimiento "G", por ejemplo, del 4%. Como verán, el resultado es de 333,33. Pero, si prueban a poner una "G" del 2%, la valoración baja a 200, es decir, un 40% menos. Y si ponemos un 1%, la valoración cae hasta 166. En fin, es lo que tienen las burbujas de precios y Excel, que lo aguantan todo.

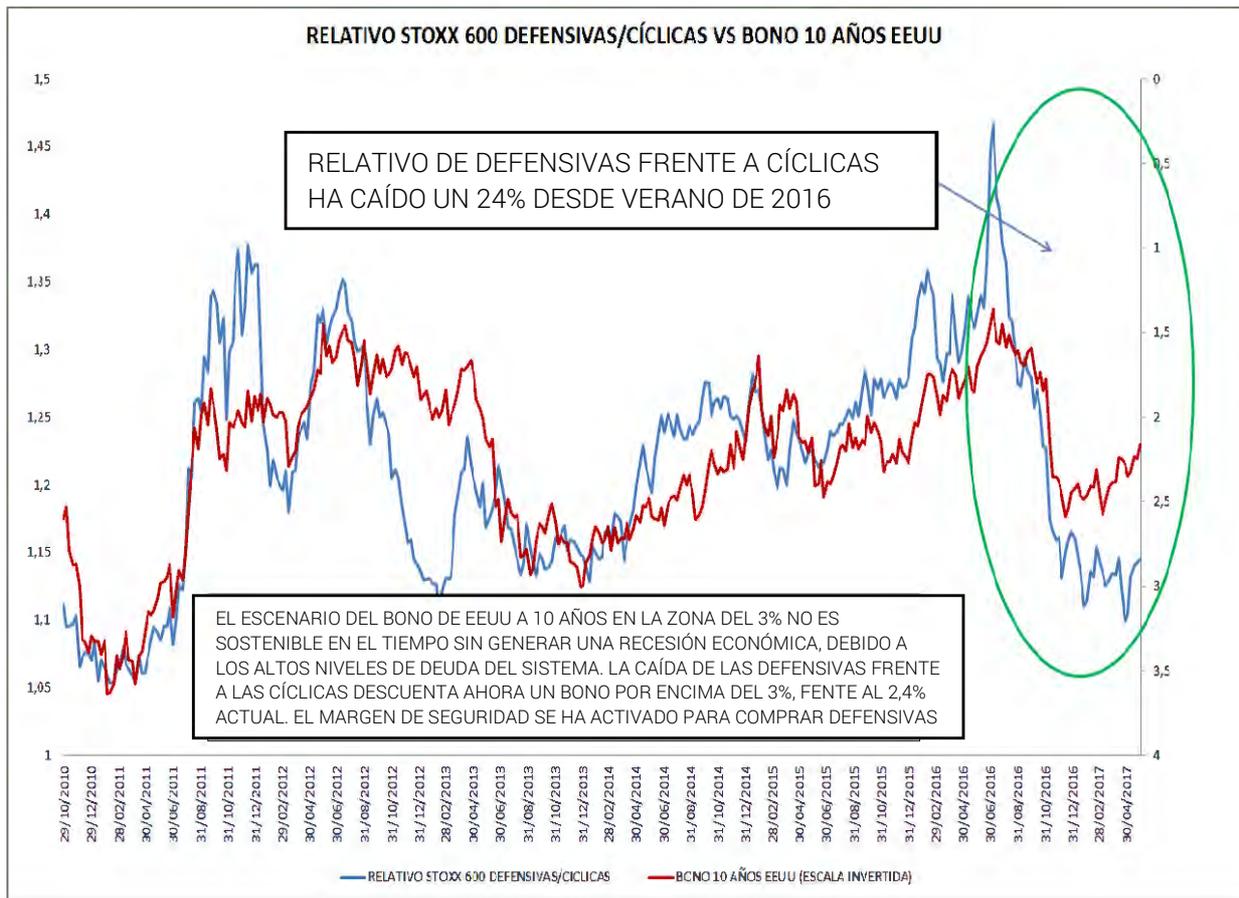
Además de la burbuja del Nasdaq, no hay que olvidar la de la renta fija, que es la madre de todas las burbujas, debido a que los bancos centrales han llevado los tipos a terreno negativo, y también hay que tener presente la megaburbuja -latente- china, subvencionada por el Estado y su oscurantismo burocrático; así como la burbuja inmobiliaria de Canadá, Suecia y otros países; la burbuja de *carry trade* con tipos e inmobiliario en muchos países de Europa y la potencial entrada en burbuja del S&P 500, burbuja que declararé en el momento que el índice supere los 2.500 puntos. Por otro lado, creo que comprar volatilidad, teniendo en cuenta que la media de las últimas siete semanas ha estado en mínimos (por debajo de 11), es una obligación, de la misma forma que lo es proteger la cartera, tal y como he hecho en Pangea.



La estrategia que he mantenido durante todo el año ha sido mantener una cartera defensiva de alta calidad con margen de seguridad y estar cubierto con algo más de exposición corta, compensada con la beta cero de los dividendos, lo que me permite que, en el caso de que vengan caídas del mercado, evitar pérdidas e, incluso, lograr ganancias para, de esta forma, evitar sufrir descensos relevantes y conseguir el objetivo del fondo de dar una rentabilidad positiva del 4-5%.

El objetivo en los valores está muy por encima de las expectativas y, por ello, hemos ido rotando la cartera hacia otros de igual valor estratégico, que debe, ahora, aportar valor. Solo falta para completar la estrategia de este año, que el Nasdaq frene un poco su subida y es ahora cuando se puede producir. Las bases para mantener el fondo largo de defensivas y corto de ciclo son, por un lado, las dificultades que provoca a la economía estadounidense un bono por encima del 2,7-3%, teniendo en cuenta que el país tiene una deuda de 21 trillones, junto con el hecho de que la inflación fue transitoria, debido a las bases comparativas del petróleo. Y, ahora, le mercado empieza a dar el beneficio de la duda a esta tesis de inversión.





Desde el punto de vista técnico, que, con todas las salvedades, creo que nos puede resultar útil, observo que nos encontramos en la quinta onda de Elliott. Y calculo que el final de esta se encuentra muy cerca, dado que, desde el punto de vista fundamental, el mercado se acerca a PER 20 para el beneficio 12 meses *forward*, cuando la media histórica desde 1.900 está en 12,1x.



El cisne amarillo y la zona de 1.280 dólares

Quiero llamarles la atención sobre el precio del oro, ya que, aunque en el corto plazo se puede producir una corrección hacia la zona de los 1.200-1.180 dólares, si rompe la zona de los 1.280, podríamos tener una importante subida hacia los 1.400. Y esto podría suponer que las mineras de oro se revaloricen entre un 20 y un 30%. En cualquier caso, considero que es más seguro para un fondo tener oro físico como activo, en una cartera de baja volatilidad.

Ante la mítica diatriba de que “comprar oro es una estupidez” puesto que ya no genera nada, mi opinión es que este activo sí merece la pena. Y esto es así porque, en el s.XXI, sigue siendo una forma de dinero con la que se pueden realizar transacciones en cualquier parte del mundo. Esto le otorga un valor interesante, sobre todo los países occidentales, globalizados y endeudados, que, con los factores de producción que tienen no pueden generar la suficiente rentabilidad para pagar las deudas asumidas para seguir financiando un Estado del Bienestar que no pueden asumir y que, por el momento, subvencionan devastando sus divisas al imprimirlas de forma ilimitada y llevando los tipos de interés a cero o a terreno negativo, lo que, a su vez, genera represión financiera y burbujas de activos.



El dilema del sector bancos y los tipos de interés

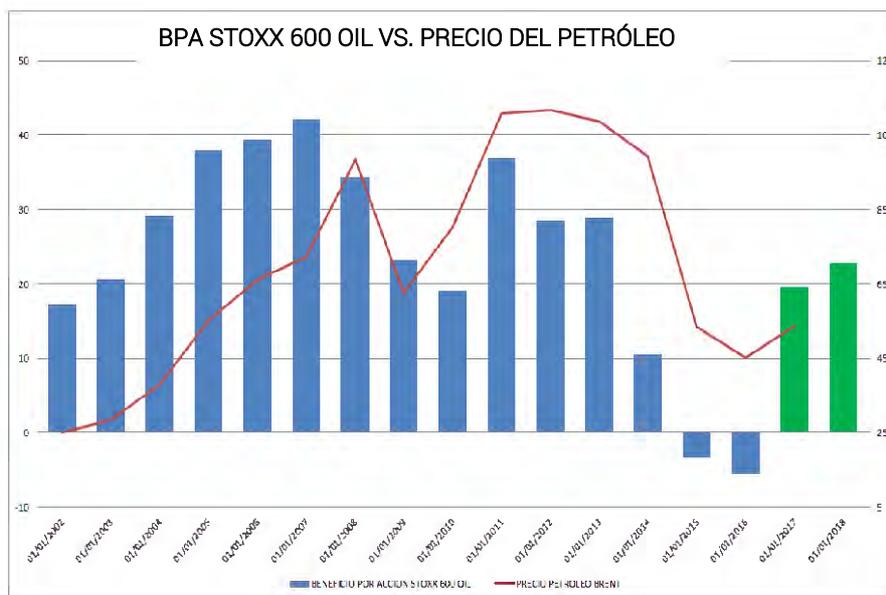
Teniendo en cuenta que, a la mayor parte de los índices bursátiles, cuando se le quitan los componentes financieros, están en máximos, los ojos de los inversores se centran en petroleras y financieras como forma de ponderar las carteras para poder captar rentabilidad en la parte final de ciclo. Lo curioso es que la subida en relativo de bancos solo se va a producir si el bono estadounidense vuelve al rango 2,35-2,7%, puesto que, si no, los bancos pueden decepcionar. Ese rango del bono es bueno para las entidades financieras. Y la clave es la inflación salarial que, por el momento, no está, ni se le espera, por lo que hay que empezar a tener cierta prudencia. Además, en el caso europeo, una subida de tipos duraría poco debido la alta sensibilidad de las economías, que siguen muy endeudadas.



El consenso en las petroleras podría ser revisado a la baja

El petróleo ha sufrido una caída hacia la zona de 47 dólares y viendo el consenso de beneficios para las petroleras europeas, creo que las revisiones se van acelerar a la baja si no se produce una subida del crudo en la segunda parte del año hacia la zona de 60 dólares.

Por el momento, la acumulación de inventarios y el plan de Trump para reducir la reserva estratégica son las razones de la caída del precio, y afecta poco la intención de la OPEP de reducir producción. En cualquier caso, si el petróleo no sube, la expectativa de beneficios es demasiado alta y, por ende, la del Euro Stoxx 50 para 2017, que se sitúa en 235 puntos y que podría ser muy elevada, haciendo que la barrera de los 3.650-3.800 para el Euro Stoxx 50 fuera infranqueable.



En conclusión, es un buen momento para tomar decisiones para proteger los beneficios acumulados y poder adentrarse en el mercado con mayor margen de seguridad cuando se produzca el primer ajuste de burbuja, que ya es una realidad en el Nasdaq. Pangea sigue trabajando en el escenario de obtener rentabilidad positiva en cualquier circunstancia de mercado, tomando decisiones financieras racionales con margen de seguridad.

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 12/06/2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

