

Abante Pangea

Alberto Espelosín analiza en la carta cómo se ha comportado el mercado norteamericano durante el mes de julio y pone el acento en los cinco meses que faltan para finalizar 2017. Los principales índices estadounidenses han pisado el acelerador y han finalizado julio en nuevos máximos históricos, lo que ha perjudicado al fondo, que mantiene posiciones cortas sobre el Nasdaq 100 y el S&P 500. Con todo, **la cartera de renta variable se revaloriza un 3,9%** en el año (estando invertido de media al 40%), frente a la subida del 4,8% del Eurostoxx 50.

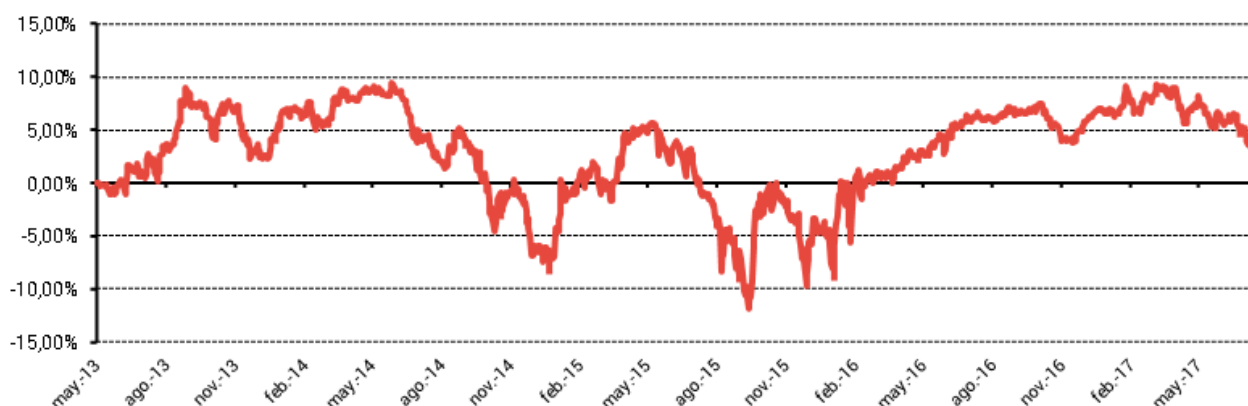
El gestor de **Abante Pangea** espera despedir 2017 con una rentabilidad de entre el 4 y el 5%, puesto que “que no es factible mantener estos niveles de volatilidad en mínimos y los de complacencia en máximos”. Espelosín recuerda que, en la historia de la bolsa estadounidense, en el 93% de los ejercicios hemos visto al menos una corrección del 5% y este año aún no ha sucedido, por lo que **“el fondo está cerca de monetizar su posición corta tanto del Nasdaq 100 como de S&P 500”**. Y aquí sostiene que la caída del mercado es “inminente” y habla de las probabilidades reales de ver, en los próximos seis meses, al Nasdaq 100 en 5.100 puntos y al S&P 500 en 2.250 puntos.

Espelosín mira también hacia las actuaciones de los bancos centrales, con la era de las políticas expansivas cercana a su fin, y sostiene que los próximos retos económicos son la **digitalización** que sustituye al factor trabajo y el **envejecimiento poblacional**.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-jul-17
Valor liquidativo 10,366€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2017	-2,79%	-0,04%	0,45%	1,85%	-3,10%	0,44%	-0,06%	-2,28%					
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%



twitter



linkedin



youtube



finect



abanteasesores.com

Carta del Gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2017 ABANTE PANGEA 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	-0,53	-0,31	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,86
Pharol	0,80	1,48	0,45	-2,13	0,49	0,52	0,40						2,02
Engie	-0,29	0,18	0,49	-0,02	0,11	0,01							0,48
Telecom Italia	-0,06	-0,10	0,39	-0,10	0,13	-0,12	0,33						0,47
E.ON	0,16	0,06	0,07	-0,03	0,10	0,06							0,44
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
EDF			0,03	0,00	0,23								0,25
Orange	0,00	-0,01	0,09	-0,06	0,30	-0,15	0,05						0,22
Teva Pharma					-0,10	0,31	0,00						0,21
Groupe Eurotunnel	-0,01	0,01	0,14	0,06	0,00		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
TDC	0,01	0,07	-0,03	0,03	0,13	-0,07	0,04						0,18
Carrefour	-0,01	0,00	0,00	-0,01	0,17	0,00	-0,01						0,15
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
Pfizer					0,01	0,04							0,06
Enel	-0,05	0,06	0,03										0,05
Innogy	0,01	0,03											0,04
Centrica				0,00	0,05	-0,01	0,00						0,04
Disons Carphone			0,02	0,02									0,04
Buenaventura					0,01	0,00	0,03						0,04
Invanhoe					-0,01	0,01	0,02						0,03
Petrofac						0,03							0,03
Enagas		0,00	0,02	0,00									0,03
Zodiac Aerospace							0,02						0,02
Telefonaktiebolaget				0,01	0,01		0,01						0,02
ERG	0,01	0,01	0,00										0,02
QCI				0,02									0,02
Novo Nordisk			0,01	0,01									0,01
United Internet		0,01											0,01
H&M			-0,01	-0,04	0,02	0,01	0,04						0,01
Syngenta	0,01												0,01
Yara International					0,00	-0,01	0,02						0,01
Koninklijke Boskalis						0,00	0,01						0,01
Telefonica							0,01						0,01
Aggreko					0,00	0,01							0,00
Euronav						0,01	0,00						0,00
Galp						0,00	0,00						0,00
Delta Lloyd	0,00												0,00
EDP Renovéis	0,00	0,00											0,00
SSE							-0,01						-0,01
British Sky	-0,01												-0,01
H&R							-0,01						-0,01
Eni						-0,01	0,00						-0,01
Acerinox							-0,01						-0,01
Turquoise Hill					-0,03	0,01	0,00						-0,02
Serco			0,00	0,01	0,00	-0,01	-0,02						-0,02
B.T. Group	0,01	0,05	0,00	-0,05	-0,04	-0,09	0,10						-0,02
Pangaea Oncology	0,01	0,02	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,02						-0,02
Nordex	0,00	-0,02											-0,03
Imperial Brands							-0,03						-0,03
Arytza			0,00	0,00	-0,03	0,03	-0,06						-0,05
Metro				0,01	-0,02	0,05	-0,12						-0,07
Goldcorp					0,00	-0,06	-0,02						-0,08
Tesco				0,01	-0,01	-0,11	0,03						-0,08
Schaeffler					-0,02	-0,06	-0,03						-0,12
Marie Brizard	-0,09	-0,11	0,03	-0,16	0,17	0,00	-0,04						-0,21
C&C Group	0,04	-0,03	-0,06	0,04	-0,09	-0,07	-0,08						-0,24
Koninklijke Ahold	-0,01	0,01	0,01	-0,06	0,11	-0,49	0,18						-0,25
Metro Wholesale							-0,32						-0,32
Shire				0,00	-0,14	-0,17	-0,01						-0,33
Almirall							-0,50						-0,50
Technicolor	-0,16	0,00	0,05	0,05	-0,01	-0,19	-0,31						-0,57
DERIVADOS	-0,21	-2,09	-0,10	-0,69	-1,13	0,74	-1,57						-5,04
DIVISA Y RENTA FIJA	-0,21	-0,07	-0,23	-0,15	-0,27	-0,27	-0,40						-1,59
TOTAL RESULTADO CARTERA	-0,05	0,44	1,85	-3,12	0,44	-0,06	-2,28	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-2,81



Los índices norteamericanos han seguido con su *rally* alcista y han finalizado el mes de julio marcando nuevos máximos históricos, con subidas del 4,3% para el Nasdaq y del 1,9% para el S&P 500, lo que ha perjudicado al fondo. Durante el pasado mes, la cartera de acciones de Pangea no ha podido compensar los efectos negativos de nuestra posición corta sobre los índices anteriores. La caída del dólar que hemos visto en julio -ha perdido un 3,5% frente al euro- también ha afectado negativamente al fondo. A esto hay que sumar la exposición que tenemos a la libra esterlina, que ha retrocedido un 2,1% frente a la divisa comunitaria.

Por tanto, una caída de la bolsa estadounidense, junto con una ligera apreciación del dólar es lo que el fondo necesita para volver a terreno positivo, ya que la cartera de renta variable sigue teniendo **una posición de generación de *alpha* muy importante**, con una rentabilidad en el año del 3,9% (estando invertido de media al 40%), frente a la subida del 4,8% que acumula el Eurostoxx 50 en lo que llevamos de ejercicio.

Sigo pensando que el fondo debe terminar 2017 con una rentabilidad de entre el 4-5%, dado que no es factible mantener los niveles de volatilidad en mínimos y los de complacencia en máximos durante los cinco meses que faltan para acabar el año. Y es que, **los niveles de valoración fundamental son extremadamente altos** bajo cualquier medida, y lo mismo sucede con los indicadores técnicos, que piden a gritos una corrección de al menos un 10% para, incluso en el caso alcista, alisar los ángulos verticales de subida.

Que los resultados empresariales son buenos es una realidad, pero también lo es que son unos beneficios en pico de ciclo que en ningún caso son merecedores de un multiplicador de PER tan elevado, solo comparable en épocas de sobrevaloración muy marcadas, y aquí algunos datos: El S&P 500, con un ratio PER Shiller en el percentil 97, con el Q Ratio (valor de reposición de activos) solo superado por el dato de la burbuja del año 2000, y con un "*Buffet Indicator*" en el 131%, siendo la segunda lectura más cara de la historia. Con todo esto puedo decir que **el margen de seguridad está más que agotado y que la caída del mercado es inminente**, ya sea como una pequeña corrección o en forma de lo que puede ser el inicio de un mercado bajista hasta el año 2019. En este punto conviene recordar que, en la historia de la bolsa americana, en el 93% de los años, ha habido al menos una corrección del 5%. Este año todavía no ha sucedido, por lo que ahora más que nunca creo que el fondo está cerca de monetizar su posición corta, tanto del Nasdaq 100 como de S&P 500. Además, en los próximos seis meses existe una probabilidad real de ver el Nasdaq 100 en 5.100 puntos y el SP500 en 2.250 puntos.



Creo, y por ello la exposición del fondo es tan corta frente a Estados Unidos, que la subvención que el mercado de renta variable ha tenido por parte de los bancos centrales está cercana a su fin, ya que no es sostenible si se quiere mantener un orden equilibrado entre el factor capital y el factor trabajo.

Les recuerdo, además, que la inflación no existe, ni estará, y que hemos pasado de la ilusión del *reflation trade* -algo en lo que nunca creí tal y como reflejé en [Trumpazoinflación](#)-, a la necesidad de manejar a los mercados con la dialéctica monetaria precisa para depreciar el dólar y crecer por esa vía en el corto plazo, alimentando así las expectativas del mercado.

La salida del dólar del rango acomodaticio del 1,05/1,15 frente al euro, pone en una situación muy difícil a Draghi que, evidentemente, no puede pensar en la posibilidad de reducir el balance a corto plazo, por el riesgo de ralentización que ello conllevaría. **Europa no puede estar mucho tiempo con el dólar cercano a 1,20** sin correr el riesgo de que los indicadores de actividad se paren en seco.

A la vuelta de verano, el gobierno de Estados Unidos debe empezar a negociar el techo de deuda y ahí pueden venir los problemas reales de 2017, aunque, obviamente, la deuda se ampliará. No podemos seguir con los factores de producción que tenemos en Occidente, ni mantener el Estado de Bienestar, ni pagar la deuda acumulada, por lo que es necesario mantener el sistema subvencionado con nuestras *fiat currencies* y tipos cero, para no entrar en recesión en un mundo donde la deflación de costes laborales unitarios provocada por la globalización seguirá haciendo difícil normalizar los tipos. Más aún cuando nos enfrentamos en los próximos años a los auténticos retos económicos que son la "digitalización que sustituye al factor trabajo" y "el envejecimiento poblacional".

Piensen por un momento, con la deuda que tenemos en el mundo occidental, ¿qué pasaría o qué pasará si los bancos centrales dejan de expandir o de mantener con renovaciones su balance? La respuesta es sencilla, veríamos una recesión sin precedentes. Así, creo que un inversor inteligente, con aspiraciones a preservar el capital, debe prepararse para ese escenario después de un ciclo de bolsa de ocho años que necesita un respiro para convencer a nuevos inversores, que no sean los bancos centrales, de tomar posiciones con margen de seguridad.

¿Cuándo se producirá la ansiada corrección? La verdad es que no lo sé, ya que el futuro, de momento, no es conocido por nadie. Una de las grandes cuestiones de mi profesión de "gestor flexible" es que invertir requiere posicionar el fondo para eventos futuros y, aunque no conozcamos el futuro, debemos manejarnos con él. Como dice Howard Marks, la persona que



en mi humilde opinión mejor ha definido el riesgo (*paper* "Risk Revisited" de septiembre de 2014), el futuro debe verse más que como un resultado fijo que está destinado a ocurrir y susceptible de ser estimado, como un rango de probabilidades de muchos factores que sí que podemos intentar saber. Ahora creo que las probabilidades de ganar dinero estando en el lado corto son muy superiores a la opción de estar esperando a que el S&P 500 alcance la horquilla de los 2.500-2.550 puntos.

Sigo de lleno en el **proceso de rotación de cartera** y doy la bienvenida a nuevos valores para posicionar el fondo ante el escenario que he descrito. Concentración de las posiciones, valores defensivos de "valor oculto" y una mayor exposición corta hacia el Nasdaq 100, es lo que creo que puede aportar valor en los próximos meses.

Creo haber comprado a muy buenos precios una serie de compañías a las que he dado mayor peso en el fondo durante el último mes. Llevaba tiempo esperando a que sus precios cayeran para aumentar las ponderaciones y así ha sucedido, siendo ahora **Shire, Metro WFS, Ahold, Telecom Italia y Ceconomy** las principales posiciones del fondo, con un potencial de revalorización de todas ellas superior al 40% en los próximos dos años, retorno que no creo que el Nasdaq y el S&P 500 den.

Continúo pensando que la cartera de contado tiene un potencial enorme frente a la posición corta que mantengo en índices americanos, y eso debe ser la fuente de rentabilidad positiva de los próximos años. **Acerinox, Almirall, Boskalis, H&R, Merck, Eurotunnel, Schaeffler, Carrefour, Ericsson e Imperial Brands** vuelven a entrar o entran de nuevas con pesos por debajo del 0,5%, con la idea de ir incrementándolos en la medida en que podamos comprar más barato. A su vez, si el oro corrige a los niveles de 1.215/1.180 dólares por onza, aumentaré la posición en mineras de oro. Por otro lado, **Aryzta, Technicolor, C&C, H&M, Tesco, TDC, Yara y Orange** son valores de los que espero también un alto potencial los próximos años y en los que creo que hay que seguir poco a poco subiendo peso.

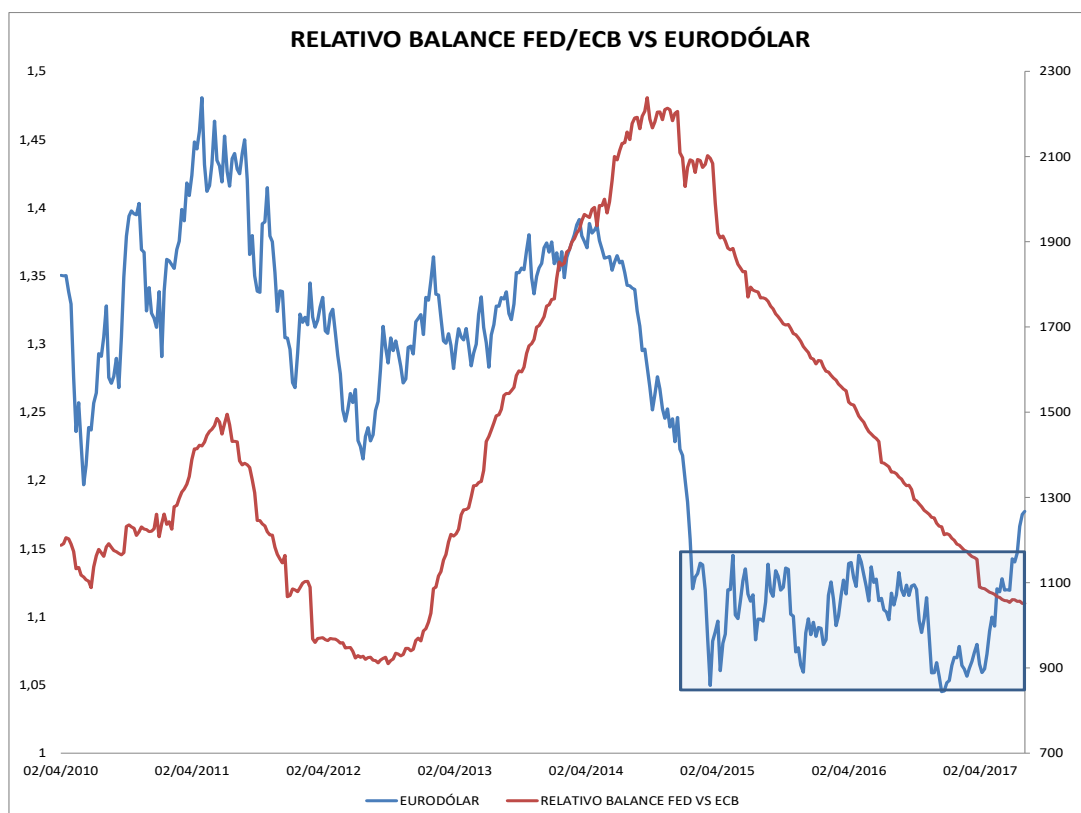
Creo que para aquellos inversores que busquen protección frente a una bolsa americana sobrevalorada y que quieran algo de descorrelación frente al mercado, junto con una dosis de valores de calidad con alto potencial y margen de seguridad, **Pangea se encuentra en una buena disposición para ser una alternativa positiva de aquí a final de año, en un entorno en el que la volatilidad se puede disparar en cualquier momento.** El posicionamiento del fondo debe hacer que, ante caídas del mercado americano, podamos tener retornos positivos.



Los efectos colaterales de la salida del rango 1,05/1,15 del dólar

Ese rango ha sido una zona neutral, mantenida durante los dos últimos años, a pesar de la excepcional expansión del balance del BCE frente a la Fed. Ahora, en cambio, el Banco Central Europeo tiene un dilema importante con el dólar debilitándose por las caídas de la inflación y con el reconocimiento de la dificultad para normalizar tipos por el exigente volumen de deuda de la economía americana, que subvenciona la demanda interna.

Y es que, ese tipo de cambio erosiona la competitividad europea y la posibilidad de reducir el balance se limita. Por eso, Draghi no puede dar un mensaje muy *hawkish* de reducir las compras por el riesgo que supone ver el tipo de cambio en 1,25. En cualquier caso, creo que la vuelta al rango es lo más probable, por lo que incrementar posiciones en dólares es una opción razonable.



La línea de tendencia bajista del Eurostoxx 50 en 3.650

En la segunda parte del año debemos prestar atención al índice europeo ya que, si se produjera la explosión final de júbilo o quinta onda en S&P 500 hacia la zona de 2.570 puntos y en el Nasdaq 100 hacia la zona de 6.200, el Eurostoxx 50 podría intentar romper la resistencia de los 3.650 puntos, que es la línea de tendencia bajista de 2007, con aspiraciones alcistas hacia la zona de 3.860 puntos. El problema es que para que esto ocurra, el petróleo debe ir hacia la zona de 60 dólares por barril y el Euribor no puede estar en el -0,15%, ya que esto limita el comportamiento de petroleras y bancos. Por otro lado, la pérdida de los 3.420 puntos aceleraría la caída hacia los 3.200 puntos.



La imposibilidad de mantener el ángulo vertical de subida del Nasdaq 100

Creo que el Nasdaq se encuentra sumergido en una burbuja y que la sostenibilidad de la subida no es racional sin un descanso por debajo de los 5.000 puntos, para retomar la senda desde un ángulo de subida más moderado. Pangea está vendido de Nasdaq cerca de los 5.500 puntos y creo que antes de final de año monetizaremos esa posición en la zona de 5.100 puntos. Les recomiendo para verano que repasen los ángulos de Gann para entender que, aunque la



exuberancia nos lleve a los 6.200 puntos, estamos condenados sí o sí a una corrección significativa en los próximos 6 o 12 meses.



Estamos asistiendo al episodio de menor volatilidad de la historia, con la mayor intervención de los bancos centrales en los mercados jamás conocida. Este orden de VIX por debajo de 10 no puede sostenerse, con lo que **compren volatilidad, que es una auténtica ganga**. No duden de que la verán por 18 antes de final de año. Estar protegido es lo que toca ahora a pesar de que el coste de la protección suponga pérdidas en el corto plazo.

Para concluir les dejo dos frases del último memorando de Howard Marks, en las que me veo reflejado sin ningún tipo de duda y que me reconfortan cuando los resultados del corto plazo no son los adecuados.

"Since I've written so many cautionary memos, you might conclude that I'm just a born worrier who eventually is made to be right by the operation of the cycle, as is inevitable given enough time. I absolutely cannot disprove that interpretation".

"I think it's better to turn cautious too soon (and thus perhaps underperform for a while) rather than too late, after the downslide has begun, making it hard to trim risk, achieve exits and cut losses".

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?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [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 /07/2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



twitter



linkedin



youtube



finect



abanteasesores.com