

Abante Pangea

Alberto Espelosín escribe en su carta que este año vendrá “marcado por la vuelta a la normalidad” en los mercados. Es decir, “una situación de tipos bajos derivados de la no existencia de una inflación significativa, a pesar de que, temporalmente, los precios se pueden disparar a niveles muy por encima de lo normal”.

El gestor de **Abante Pangea** destaca la generación de valor del fondo y explica cómo lo ha posicionado en este inicio de año.

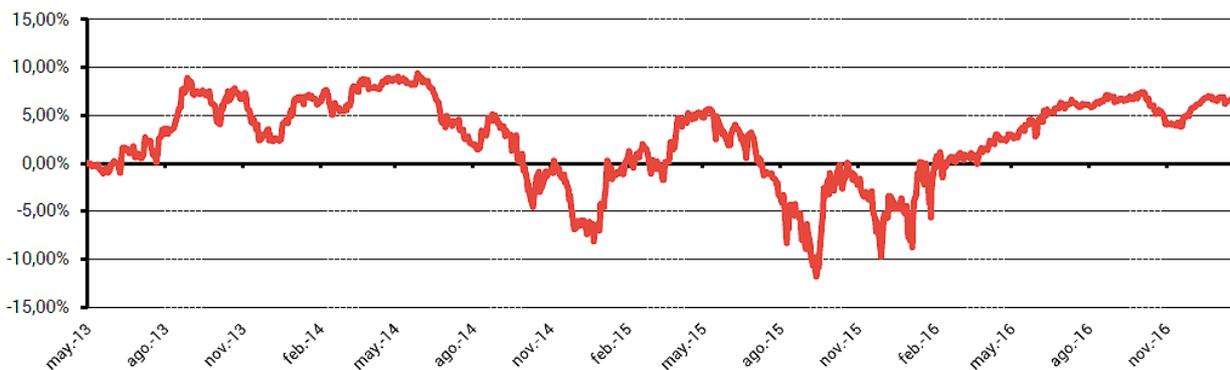
Espelosín señala que no tiene dudas “en comprar bonos estadounidenses al 3%”, una rentabilidad que considera “excelente”, teniendo en cuenta el escenario de bajo crecimiento global actual.

Además, explica que el margen de seguridad para invertir en defensivas “es muy alto” y afirma: “Creo que estar largo de defensivas y corto de S&P 500 es una opción muy razonable para conseguir una rentabilidad positiva a pesar de que el mercado pueda empezar a ‘curvear’”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-ene-17
Valor liquidativo 10,660€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2017	-0,04%												
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%



twitter



linkedin



youtube



unience



abanteasesores.com

Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2017 ABANTE PANGAEA FUND													
	ene-17												TOTAL
Acciones	0,36	0,00	0,36										
Pharol	0,80												
E.ON	0,16												
CIR	0,05												
C&C Group	0,04												
Telekom Austria	0,04												
Veolia	0,01												
Syngenta	0,01												
Innogy	0,01												
Pangaea Oncology	0,01												
TDC	0,01												
BT Group	0,01												
Novartis	0,01												
ERG	0,01												
Delta Lloyd	0,00												
EDP Renoveis	0,00												
Orange	0,00												
Nordex	0,00												
British Sky	-0,01												
Carrefour	-0,01												
Koninklijke Ahold	-0,01												
Groupe Eurotunnel	-0,01												
Heineken	-0,02												
Danone	-0,03												
Enel	-0,05												
Telecom Italia	-0,06												
Nokia	-0,07												
Marie Brizard	-0,09												
Technicolor	-0,16												
Engie	-0,29												
DERIVADOS	-0,21												-0,21
DIVISA Y RENTA FIJA	-0,20												-0,20
TOTAL RESULTADO CARTERA	-0,04	0,00	-0,04										

Pangea inicia 2017 con generación de alfa: pese a que el Euro Stoxx 50 ha caído un 1,8% en enero, la cartera de acciones del fondo ha subido un 0,36%, estando invertida, de media, al 35%. La cartera ha estado cubierta en su totalidad y la cobertura solo ha restado un 0,2%, pese a que el S&P 500 ha ganado un 1,87%. Esto pone de relieve la generación de valor; la cobertura debería haber restado un 0,65%, pero se ha evitado gracias a la flexibilidad en la gestión del fondo, que genera rentabilidad. Además, la volatilidad se ha mantenido en niveles bajos, en el 5,2 en 250 sesiones.

Este año vendrá marcado por la vuelta a la normalidad, es decir, una situación de tipos bajos derivados de la no existencia de una inflación significativa, a pesar de que, temporalmente (hasta marzo), los precios se pueden disparar a niveles muy por encima de lo normal. El escenario *postrumpiano* de *reflation trade* se irá difuminando y la mochila de deuda que el mundo lleva encima provocará que la situación de baja productividad y menor incremento de la población determine niveles de crecimiento modestos como los últimos años. Tipos por encima del 3% son impensables para la economía estadounidense, dado que eso provocaría directamente una recesión al ocasionar una caída del inmobiliario, al haber menores ganancias reales de los trabajadores como consecuencia de la inflación y de unos salarios que no crecen al mismo ritmo, una reducción de la demanda de crédito al consumo que está en máximos históricos y también provocaría que la bolsa cayera al volver la correlación a ser negativa.



Uno de los mayores riesgos que tenemos, del cual se habla poco, es que el petróleo supere la barrera de los 55 dólares. Este nivel conlleva unas implicaciones alcistas que podrían elevar el precio hasta los 70 dólares. Y ahí la inflación sí que se podría ir de las manos, por encima del 3% de forma sostenida, lo que tendría unos efectos muy negativos en términos de perdida adquisitiva real.

No tengo dudas en comprar bonos estadounidenses al 3%. Es una excelente rentabilidad, teniendo en cuenta el escenario de bajo crecimiento global 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 provocado el crecimiento de los populismos. Unos populismos que están a años luz de tener la fórmula para generar crecimiento y afrontar los problemas del envejecimiento poblacional, de las altas deudas gubernamentales y de la amenaza de la tecnología sobre los salarios.

Sigo pensando que el bono estadounidense debe volver por debajo del 2% en los próximos 12 meses. Por ello, y en vista del siguiente gráfico, se puede entender muy bien la estrategia con la que he posicionado el fondo en este inicio de 2017: largo de defensivas europeas frente a cíclicas.

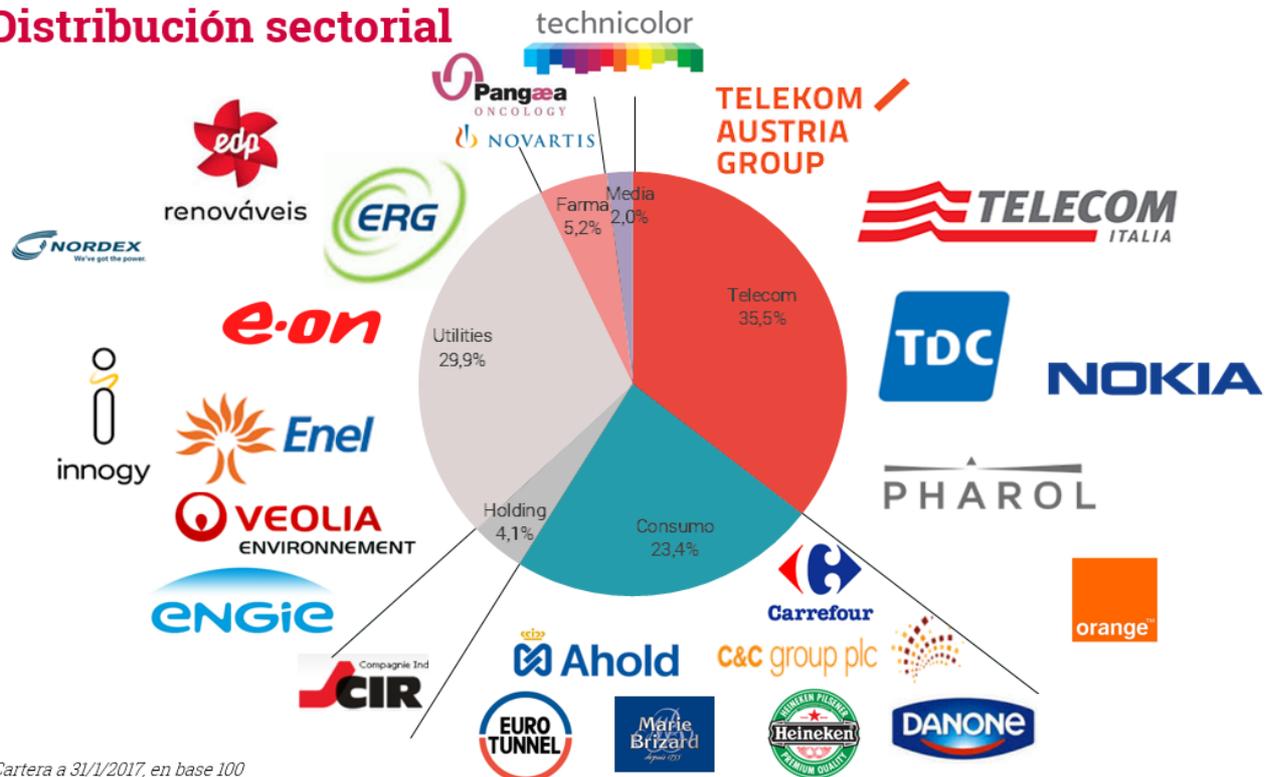


Las defensivas europeas han caído un 24% en relativo frente a las cíclicas y están descontando a los precios actuales, un bono estadounidense en torno al 3,1%, con lo que han recogido sobradamente el escenario ficticio-positivo de *reflation trade*. De esta forma, el margen de seguridad para invertir en defensivas es muy alto, dado que ya está descontada la subida de tipos, que es el peor acontecimiento del mejor escenario. Y lo mejor del escenario favorable, que el bono esté por debajo del 2%, está por venir y marca un potencial de subida del relativo de al menos el 20%.

En este escenario la cartera tiene un sesgo hacia eléctricas, farmacéuticas, compañías de consumo y de telecomunicaciones, sectores de los que he seleccionado las empresas que creo que, además de garantizar un *free cash-flow* sostenible, tienen catalizadores derivados de cambios de estrategia, posibilidad de operaciones corporativas o procesos de reestructuración de los cuales se extraiga el valor real de los activos. A medida que transcurra el año, el flujo hacia estos sectores debe incrementarse en la medida en que se vea que los múltiples 'regalos de Navidad' de Trump no son reales, sin generar una crisis enorme.

Inflación alta, tipos altos, tasas en la frontera, dólar apreciado y salarios poco competitivos son variables que no creo que provoquen que las empresas monten fábricas en Estados Unidos, a no ser que algún directivo quiera hundir el ROE (retorno sobre el capital) de su compañía, con las consecuencias bursátiles que ello conlleva. La bajada de impuestos es un efecto muy positivo, pero los *border tax* pueden diluir bastante ese efecto, así que veremos cómo satisface Trump al trabajador estadounidense que le ha votado y al que, además, le quiere quitar lo poco de sistema del bienestar que Obama instauró.

Distribución sectorial



Cartera a 31/1/2017, en base 100

Mantener un perfil de cartera defensiva en un mundo en que la volatilidad está en niveles mínimos, con la complacencia en máximos, con la justificación de que una personalidad como Trump es la solución a un ciclo más que maduro, creo que es una estrategia que puede ser muy rentable durante 2017, año que vendrá marcado por los derrapes que este nuevo 'presidente-twitterero' nos irá provocando con su política. Las medidas que ha tomado en apenas un mes han causado ya más de un incidente diplomático. La gente inteligente está muy acostumbrada a discrepar y ser consciente de que en el mundo hay muchas visiones, pero, además, la gente inteligente no admite que nadie les trate de forma indigna y prepotente.

Amenazar a Peña Nieto con mandar tropas a México, sacar de sus casillas al primer mandatario australiano, negar el poder judicial y la división de poderes, enfadar al Papa Francisco por tener a los refugiados en ojo de mira y bloqueado al obispo de Irak, acusar a Alemania de manipular el euro, revocar una ley financiera que ha tenido efectos favorables en la gestión del riesgo, hablar de Putin como si fuera un colega de toda la vida y poner a los chinos como el eje del mal, a pesar de haber sido los grandes financiadores de Estados Unidos, han sido los primeros hechos de un hombre que, quizás, pueda tener razón en algunos de sus planteamientos, pero cuyas formas son, desde luego, muy muy peligrosas. Es curioso ver, dado que el S&P 500 está en máximos históricos, cómo el mercado, justifica un personaje al que jamás hubiéramos invitado, siendo candidato, a cenar a casa por miedo a que nuestros invitados de toda la vida nos dejarán de hacer caso por alterar la ortodoxia formal de las reuniones clásicas.

No piensen que le he cogido manía a este hombre o que estoy con una rabieta porque el mercado estadounidense está en máximos y no me da la razón en mi posición corta. Para nada. Durante estos años he estado corto del S&P 500 y con la flexibilidad no me ha ido tan mal en la generación de alfa. Simplemente analizo el margen de seguridad de la situación actual y creo que vender S&P 500 entre 2.300 y 2.400 puntos puede hacer que los retornos sean superiores al 15%, teniendo en cuenta que, con un beneficio por acción (BPA) de 125 dólares en 2017 (optimista frente a los 115 de 2016), lo normal sería aplicar un PER (*Price earning ratio*) 12 meses *forward* de 15,5 veces (media histórica asumiendo la burbuja del 2000). De este análisis se desprende que la bolsa estadounidense no da para más de 1.940 puntos.

Pagar un PER de 18,5 veces por los beneficios *forward* es tentar al margen de seguridad, más aún cuando las variables a las que se enfrentan los beneficios son todas, excepto el tema impositivo, negativas (salarios más altos, inflación más alta, tipos al alza, dólar apreciado, menor demanda de emergentes como consecuencia del proteccionismo, la inexistencia de programas de expansión cuantitativa o *QE*). Creo que estar largo de defensivas y corto de S&P 500 es una opción muy razonable para conseguir una rentabilidad positiva a pesar de que el mercado pueda empezar a 'curvear'.

Sostener la volatilidad entre el 10 y el 12 no es factible con todo lo que queda de año y con todos los acontecimientos que tenemos por delante. Así que creo que comprar opciones *put* con vencimiento en junio fuera de dinero es una elección más que apetecible para cubrir la cartera en estos momentos. Seguir bailando en este mercado sin mucha protección puede salir muy caro. En la tabla siguiente se muestran las correlaciones semanales desde 2002 y en el escenario de una mayor volatilidad los sectores defensivos tienen todas las opciones para hacerlo mejor que las cíclicas, lo mismo sucedería en el caso de que el bono estadounidense vuelva por debajo del 2%.



CORRELACIONES SECTORIALES ULTIMOS 15 AÑOS DEL STOXX 600 CON VARIABLES MACRO					
	VIX	US 10Y	BUND 10Y	OIL	GOLD
STXE 600 HealthCare € Pr	-0,44	0,19	-0,06	0,03	-0,19
STXE 600 Auto&Parts € Pr	-0,48	0,38	0,02	0,17	-0,04
STXE 600 Food&Bevrg € Pr	-0,48	0,16	-0,05	0,12	-0,10
STXE 600 RealEstate € Pr	-0,49	0,19	-0,04	0,23	0,02
STXE 600 Telcomm € Pr	-0,49	0,27	0,01	0,14	-0,13
STXE 600 Utilities € Pr	-0,50	0,23	0,01	0,25	-0,02
STXE 600 BasicResou € Pr	-0,52	0,32	0,01	0,40	0,18
STXE 600 Technology € Pr	-0,52	0,31	-0,04	0,14	-0,08
STXE 600 Retail € Pr	-0,53	0,29	0,00	0,16	-0,07
STXE 600 Oil&Gas € Pr	-0,53	0,32	-0,01	0,46	0,05
STXE 600 Banks € Pr	-0,54	0,40	0,04	0,22	-0,10
STXE 600 Trav&Leisr € Pr	-0,54	0,28	0,01	0,13	-0,08
STXE 600 Insurance € Pr	-0,54	0,35	0,01	0,19	-0,08
STXE 600 Media € Pr	-0,55	0,30	0,00	0,15	-0,09
STXE 600 Chemicals € Pr	-0,56	0,34	0,00	0,26	0,03
STXE 600 Constr&Mtr € Pr	-0,58	0,36	-0,01	0,25	-0,01
STXE 600 Per&HouGds € Pr	-0,59	0,28	-0,01	0,18	-0,07
STXE 600 InduGd&Ser € Pr	-0,60	0,36	-0,01	0,27	0,02
STXE 600 FinanServc € Pr	-0,60	0,34	0,00	0,27	-0,03
Euro Stoxx 50 Pr	-0,62	0,39	0,01	0,25	-0,06
STXE 600 € Pr	-0,63	0,37	-0,01	0,26	-0,06

El recordatorio cada cierto tiempo de que Grecia está quebrada, las elecciones holandesas, la posibilidad de elecciones anticipadas en Italia, las ruidosas (pero poco peligrosas) elecciones francesas y la progresiva pérdida de impulso de Angela Merkel, son los eventos que debe afrontar Europa en los próximos meses. Aunque desde el punto de vista bursátil se utilicen estos hechos para justificar un comportamiento del mercado pobre o excelente, creo que la realidad que hay que mirar es otra.

La razón por la Europa va peor que Estados Unidos es, simplemente, que no tenemos las empresas que ellos tienen, ni somos capaces de generar su ciclo de beneficios, ni tenemos la composición sectorial de sus índices. En Europa, fuera del ruido de la discusión bajistas-alcistas, vamos, poco a poco, caminando hacia esa consecución de unos beneficios normalizados y lo único que nos pasa es que la velocidad crucero máxima, con el permiso de las provisiones de los bancos y siempre que el petróleo no baje de 35 dólares y que Trump no patine, se conseguirá en 2018 o 2019 en la zona de los 260 puntos de BPA. Si aplicamos un PER normalizado de 13-14 veces, tendríamos una valoración normalizada de 3.380-3.640. El mercado debe dosificar esta valoración en un espacio de tiempo que todavía es largo y con muchos eventos macro. Por ello, habrá que ser paciente en este camino hacia la normalización.

YEAR	REAL EPS	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				EUROSTOXX 50 PRICE			AVERAGE SX5E VS MODEL				P/E MIN	P/E MAX	P/E AVG
		12	13	14	15	MIN	MAX	AVG	12	13	14				
2.003	143	1.716	1.859	2.002	2.145	1.850	2.761	2.421	705	562	419	276	12,9	19,3	16,9
2.004	233	2.796	3.029	3.262	3.495	2.580	2.960	2.804	8	-225	-458	-691	11,1	12,7	12,0
2.005	281	3.372	3.653	3.934	4.215	2.924	3.616	3.207	-165	-446	-727	-1.008	10,4	12,9	11,4
2.006	311	3.732	4.043	4.354	4.665	3.408	4.141	3.793	61	-251	-562	-873	11,0	13,3	12,2
2.007	346	4.152	4.498	4.844	5.190	3.906	4.558	4.316	164	-182	-528	-874	11,3	13,2	12,5
2.008	148	1.776	1.924	2.072	2.220	2.166	4.339	3.321	1.545	1.397	1.249	1.101	14,6	29,3	22,4
2.009	194	2.328	2.522	2.716	2.910	1.810	2.992	2.523	195	1	-193	-387	9,3	15,4	13,0
2.010	248	2.976	3.224	3.472	3.720	2.489	3.018	2.780	-196	-444	-692	-940	10,0	12,2	11,2
2.011	174	2.088	2.262	2.436	2.610	1.995	3.068	2.612	524	350	176	2	11,5	17,6	15,0
2.012	163	1.956	2.119	2.282	2.445	2.069	2.660	2.412	456	293	130	-33	12,7	16,3	14,8
2.013	141	1.692	1.833	1.974	2.115	2.512	3.111	2.793	1.101	960	819	678	17,8	22,1	19,8
2.014	166	1.992	2.158	2.324	2.490	2.875	3.315	3.145	1.153	987	821	655	17,3	20,0	18,9
2.015	145	1.740	1.885	2.030	2.175	3.008	3.829	3.443	1.703	1.558	1.413	1.268	20,7	26,4	23,7
2.016	210	2.520	2.730	2.940	3.150	2.680	3.178	2.969	449	239	29	-181	12,8	15,1	14,1
2.017	233	2.796	3.029	3.262	3.495										
2.018	260	3.120	3.380	3.640	3.900										
Average													13,1	17,6	15,6

Por tanto, no podemos hablar de que la bolsa europea lo está haciendo mal. Lo que sucede, simplemente, es que los beneficios, tal y como se ve en la tabla anterior, han sido muy débiles y es ahora cuando podemos empezar a vislumbrar una mejora. De hecho, en los tres primeros trimestres de 2016 el BPA ha sido 159, más que en todo 2015. Aunque no creo que lleguemos a 210 en 2016, dados los resultados de algunos bancos en el último trimestre, sí que es obvio que la senda está marcada para, al menos, obtener 190 puntos de BPA en 2016.

Sigo atentamente la situación de Holanda e Italia, donde sí podemos empezar a tener movimientos convulsos que pueden hacer, aunque parezca mentira, que el presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, acelere el *Quantitative Easing*. Sí, no he perdido el norte. Creo que, sí o sí, este año, si la política se tuerce, pondremos las impresoras mágicas de todo el mundo a funcionar otra vez y, si no, vean cómo están, no solo los bonos portugueses y griegos, sino también los franceses e italianos, que se están disparando a niveles que, sin ser preocupantes, hacen que los sistemas de alerta tengan que estar en máximos.

A nivel de compañías sigo configurando una cartera que permita que en cualquier circunstancia de mercado podamos dar resultado positivo a pesar de que la bolsa experimente retrocesos. Considero que 2017 es un año que, viniendo de un importante rally desde noviembre, merece la pena analizar con calma. Comprar volatilidad, que está muy muy barata, tener paciencia para comprar barato y esperar a las defensivas de calidad para poder capear algún problema si lo hubiera.

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 08/02/2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.

