

Abante Pangea

**Alberto Espelosín** comienza su carta señalando la rentabilidad obtenida en marzo, del 1,85%, “un resultado muy positivo”, explica, teniendo en cuenta que ha estado invertido al 35%. También destaca la generación de alfa en el fondo y dice que afronta “los próximos meses con mucha tranquilidad, ya que la mayor parte de los índices se encuentran en unas zonas de resistencia muy relevantes”.

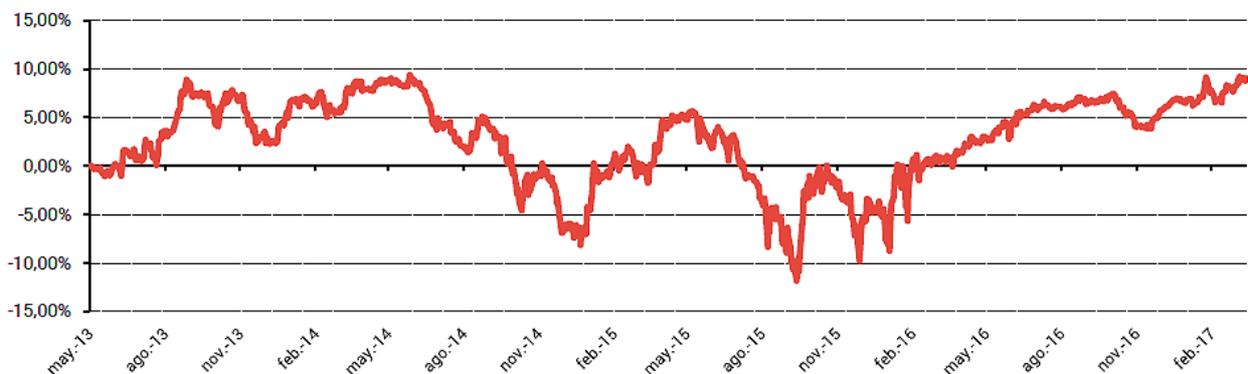
El gestor de **Abante Pangea** analiza la situación de las bolsas estadounidense, europeas y española. Sobre la primera comenta que, dado que los índices se encuentran en máximos históricos, “existe una excelente oportunidad de vender”. Espelosín considera que la inflación desde ahora y hasta el verano se relajará y la consecuencia será la “muerte del *reflation trade*”.

Respecto a Europa dice que “ha llegado el momento de reducir la exposición o de cubrir las carteras a la espera de una consolidación” y sobre España escribe: “En los 10.400 del Ibex ya no se da el margen de seguridad necesario”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-mar-17  
Valor liquidativo 10,906€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2017	2,27%	-0,04%	0,45%	1,85%									
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	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	TOTAL
<b>Acciones</b>	<b>0,36</b>	<b>2,60</b>	<b>2,18</b>	<b>0,00</b>	<b>5,14</b>								
Pharol	0,80	1,48	0,45										2,73
Engie	-0,29	0,18	0,49										0,38
CIR	0,05	0,20	0,07										0,32
E.ON	0,16	0,06	0,07										0,30
Telekom Austria	0,04	0,15	0,07										0,26
Telecom Italia	-0,06	-0,10	0,39										0,23
Veolia	0,01	-0,01	0,16										0,16
Danone	-0,03	0,14	0,02										0,14
Groupe Eurotunnel	-0,01	0,01	0,14										0,14
Heineken	-0,02	0,14	0,00										0,12
Nokia	-0,07	0,16	0,01										0,11
Vivendi		-0,02	0,12										0,10
Novartis	0,01	0,10	-0,01										0,09
Orange	0,00	-0,01	0,09										0,07
BT Group	0,01	0,05	0,00										0,06
Enel	-0,05	0,06	0,03										0,05
TDC	0,01	0,07	-0,03										0,05
Innogy	0,01	0,03											0,04
EDF			0,03										0,03
Enagas		0,00	0,02										0,02
ERG	0,01	0,01	0,00										0,02
Pangaea Oncology	0,01	0,02	-0,01										0,02
Refresco Gerber		-0,01	0,02										0,02
Disons Carphone			0,02										0,02
Koninklijke Ahold	-0,01	0,01	0,02										0,02
United Internet		0,01											0,01
Syngenta	0,01												0,01
Novo Nordisk			0,01										0,01
Anytza			0,00										0,00
Serco			0,00										0,00
Delta Lloyd	0,00												0,00
EDP Renovéis	0,00	0,00											0,00
H&M			-0,01										-0,01
British Sky	-0,01												-0,01
Carrefour	-0,01	0,00	0,00										-0,01
Nordex	0,00	-0,02											-0,03
C&C Group	0,04	-0,03	-0,06										-0,05
Technicolor	-0,16	0,00	0,05										-0,11
Marie Brizard	-0,09	-0,11	0,03										-0,17
<b>DERIVADOS</b>	<b>-0,21</b>	<b>-2,09</b>	<b>-0,10</b>										<b>-2,40</b>
<b>DIVISA Y RENTA FIJA</b>	<b>-0,20</b>	<b>-0,06</b>	<b>-0,22</b>										<b>-0,48</b>
<b>TOTAL RESULTADO CARTERA</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,45</b>	<b>1,86</b>	<b>0,00</b>	<b>2,27</b>								

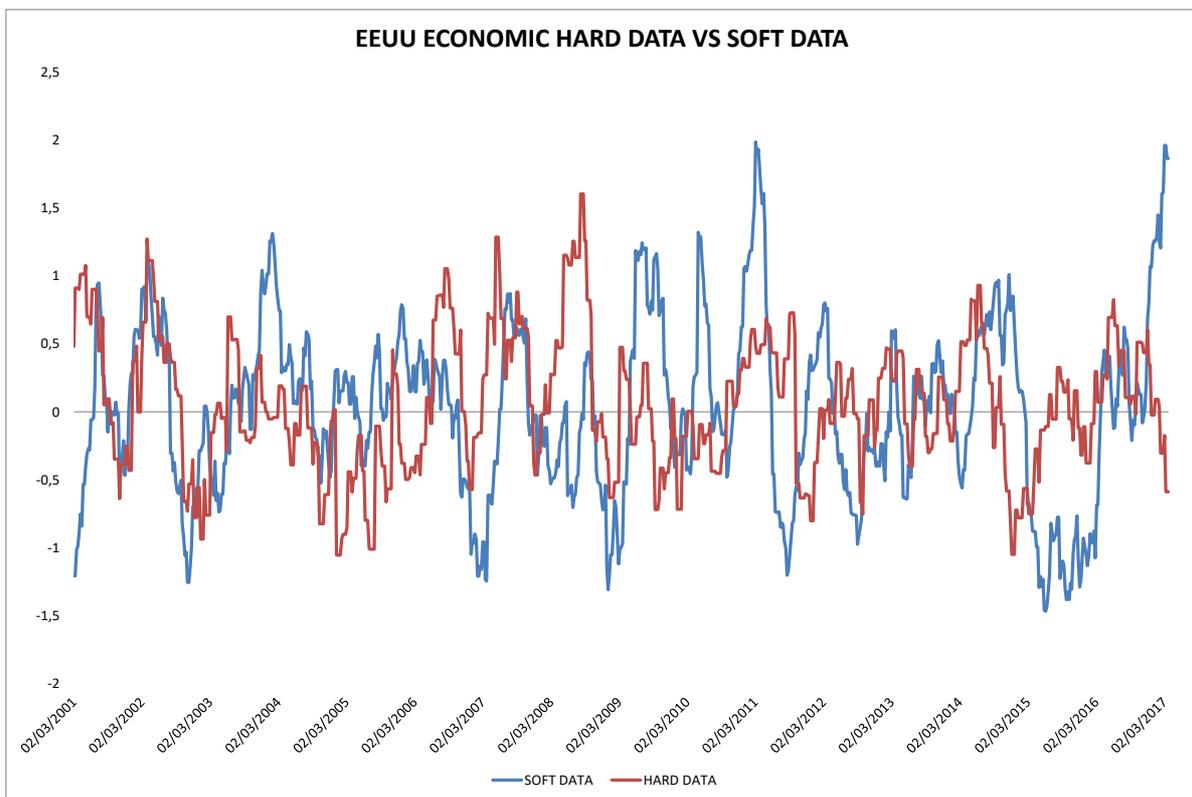
Pangea ha conseguido una rentabilidad del 1,85% en marzo, un resultado muy positivo si lo comparamos con la subida del 5,4% del Euro Stoxx 50 y del 2,9% del Stoxx 600, dado que el fondo ha estado invertido de media un 35%, con la cartera cubierta. La generación de alfa continúa siendo importante: en 2017 acumulamos una rentabilidad del 2,3%, que hemos obtenido con una exposición bruta a renta variable del 35% y con una posición corta sobre el S&P 500, que en el año ha subido un 9,5%.

Afronto los próximos meses con mucha tranquilidad, ya que la mayor parte de los índices se encuentran en unas zonas de resistencia muy relevantes. Por ello, ante eventuales caídas de mercado, el fondo no se vería afectado e, incluso, podría tener resultado positivo. Obtener en el primer trimestre del año una rentabilidad del 2,3% supone estar en la línea con los objetivos anuales

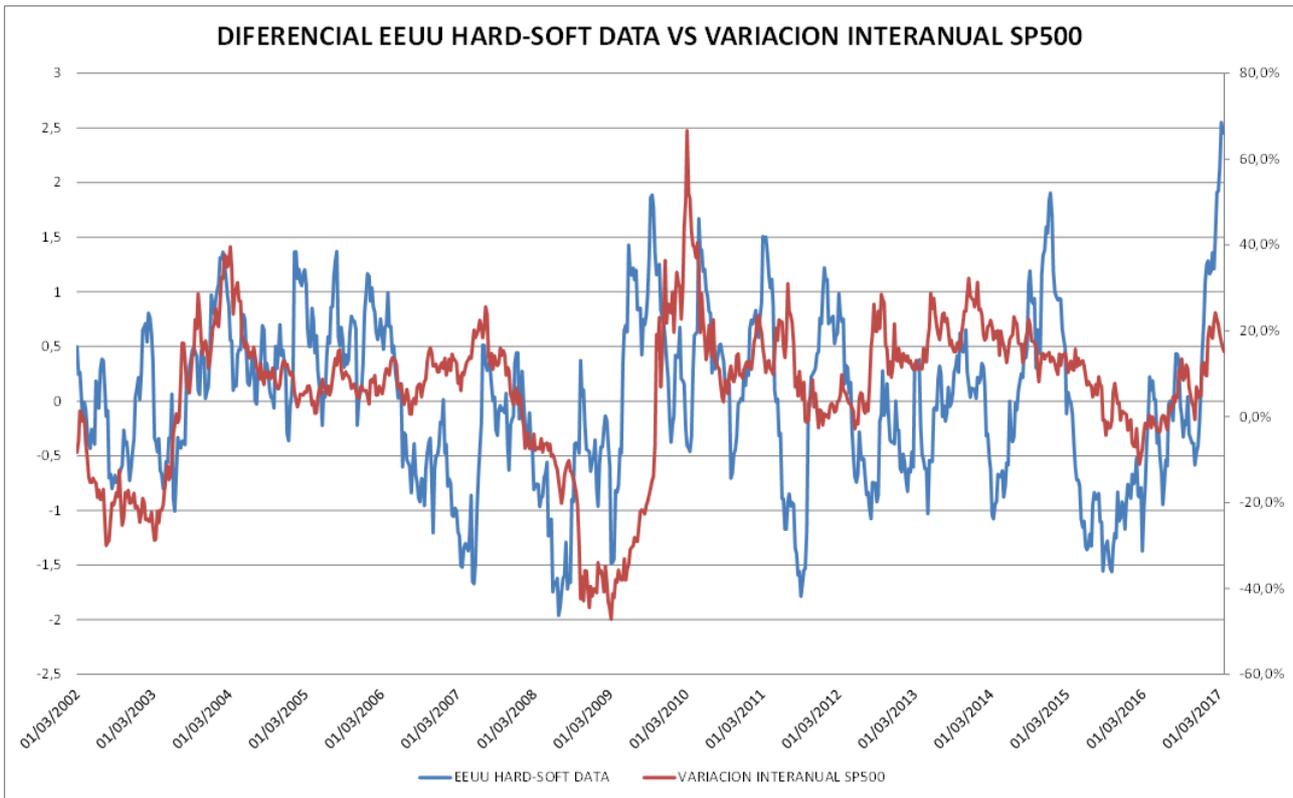


de conseguir un 5% de rentabilidad anual. Sigo pensando que este será un ejercicio en el que los índices estadounidenses se situarán en terreno negativo, razón por la cual la expectativa de monetizar la posición corta del S&P 500 es muy alta y el perfil defensivo de las acciones que tenemos en cartera nos permite que el fondo tenga un comportamiento relativo mejor ante movimientos bruscos del mercado.

El escenario central que manejo desde que escribí [Trumpazoinflación](#) es que la ejecución de los planes de Trump es difícil y que la inflación se irá diluyendo en la medida en la que las bases comparativas del precio del petróleo vayan reduciéndose. Y esto es lo que está empezando a suceder en el mercado, donde los indicadores adelantados muestran caídas de inflación los próximos meses. Podríamos decir que las expectativas *trumpianas* han tocado techo, como se refleja en el siguiente gráfico, en el que observamos cómo el mercado ha estado dominado por los *soft data*, basados en encuestas, mientras que los *hard data*, basados en datos reales de actividad, muestran un comportamiento más pobre.



Los índices estadounidenses, al son de estas expectativas de los *soft data*, hicieron máximos históricos en marzo, dando una excelente oportunidad para vender, ya que, como se ve en el siguiente gráfico, la posibilidad de mantener el diferencial de comportamiento entre los *soft* y *hard* data es muy difícil. Así, la bolsa podría, por su correlación con ese diferencial, mostrar algo más de debilidad en los próximos meses.



El rechazo al plan de Trump para eliminar *Obamacare* ha puesto de manifiesto lo complicado que Trump lo tiene para cumplir sus promesas, que son incumplibles, sin generar un problema económico serio y sin contar con la deuda, que ya ha superado el techo permitido -este debe ser negociado en los próximos meses y afectará al prometido plan fiscal y de infraestructuras-.

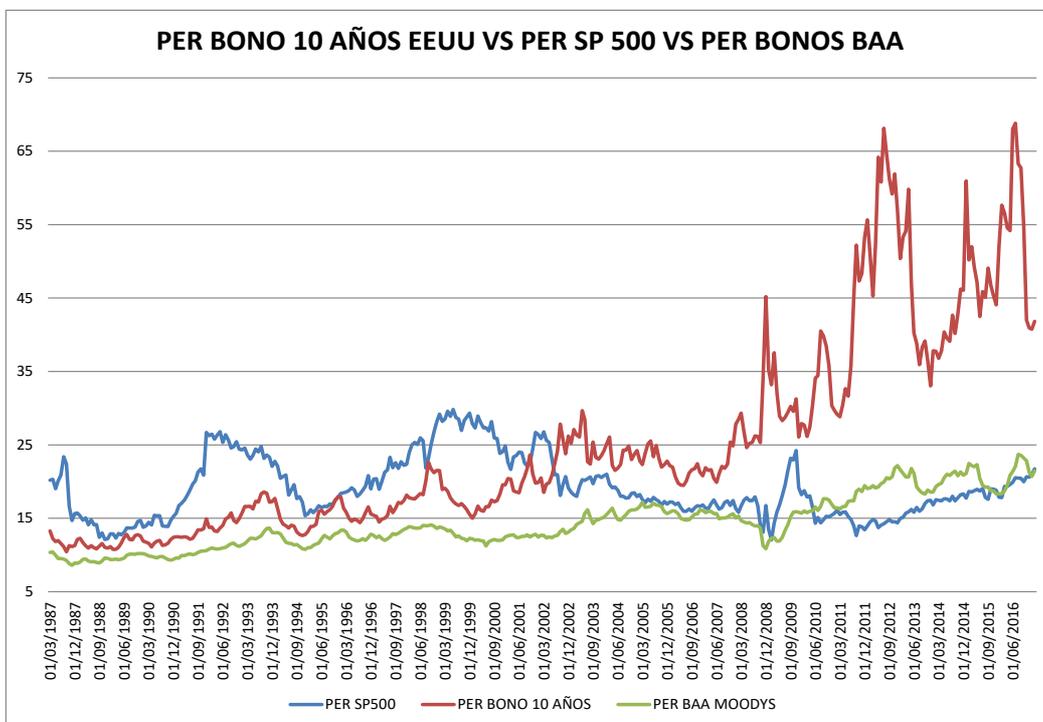
Desde ahora y hasta el verano, el mercado vendrá marcado por una relajación muy importante de las inflaciones desde niveles del 2,5% hasta el 1%. Esto tendrá como consecuencia que los mensajes que anticipan subidas de tipos de interés se reducirán de forma drástica, lo que, a su vez, provocará la muerte del *reflation trade*, que, en el fondo, no le interesa a nadie porque conlleva la pérdida de salarios reales, provoca la apreciación del dólar (que reduce los beneficios empresariales) y porque, en una economía endeudada al 100% y en la que el consumo se alimenta de crédito, a nadie le interesa una subida de tipos de interés motivada por el incremento de la inflación.

Sigo pensando que antes de final de año veremos el bono estadounidense a 10 años en la zona del 1,8% y que en Europa el lenguaje de normalización de tipos, ni está ni se le espera, mientras no se asimile que Europa debe ir a dos velocidades.

La imposibilidad de vivir con un bono estadounidense al 3% sigue siendo el eje central y como se puede ver en el gráfico siguiente, después de las expectativas ha venido la consolidación y la espera a la ejecución del plan de Trump, que en última instancia y en la medida en que la inflación va a bajar, hace más probable que el rectángulo 2,7-2,3% se rompa a la baja.



Con respecto al tema de valoración del S&P 500 se ha escrito y se escribirá mucho, ya saben que, cuando se alcancen los 2.400 he declarado inaugurada la burbuja de 2017, que se podría ampliar hacia los 2.500 puntos. Intentando aportar nuevas ideas les dejo el siguiente gráfico, donde pueden ver la convergencia que se ha producido entre el PER del S&P 500 y el PER implícito (1/Yield) de los bonos corporativos de calificación BAA.



Esa convergencia, en el contexto actual, es una muestra más del disparate de valoración al que nos enfrentamos y que pone de manifiesto lo cerca que estamos del final de ciclo.

## La resistencia en Euro Stoxx 50 de la zona 3.500/3.650 puntos

Los resultados definitivos del último trimestre de 2016 de Euro Stoxx 50 ya publicados, siguieron con la tónica habitual de aumento de provisiones y ajustes, por lo que el beneficio por acción de 2016 se situó en 173, por debajo del 201 esperado anteriormente. El consenso para 2017 y 2018 se mantiene en 233 y 257 puntos, respectivamente, incluyendo ya en nuestras tablas la estimación de 2019 en 280 puntos, cifra esta última que podría ser calificada de "beneficios normalizados de pico de ciclo". Pero conviene recordar que los 346 de 2007 no son comparables a los actuales debido al mayor número de acciones que hay en la actualidad como resultado de las ingentes ampliaciones capital de los bancos.

Como pueden ver, las expectativas son claras: el ciclo de provisiones de la banca cae drásticamente y el petróleo sube por encima de 65 dólares de forma estable. Estas son las dos variables que se deben dar para poder llegar a 2019 con un beneficio por acción (BPA) de 280 puntos. Lo que entenderán es que el mercado europeo se está moviendo bajo unas expectativas que pueden ser reales, pero no para cumplirse este año, sino de dentro de dos. Y esto lleva implícito un riesgo, más aún cuando el consenso siempre se revisa a la baja.

YEAR	REAL EPS	PER (PRICE EARNINGS RATIO)				EUROSTOXX 50 PRICE			AVERAGE SXSE 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	151	1.812	1.963	2.114	2.265	3.008	3.829	3.443	1.631	1.480	1.329	1.178	19,9	25,4	22,8
2.016	173	2.076	2.249	2.422	2.595	2.680	3.290	3.003	927	754	581	408	15,5	19,0	17,4
2.017	233	2.796	3.029	3.262	3.495										
2.018	257	3.084	3.341	3.598	3.855										
2.019	280	3.360	3.640	3.920	4.200										
Average													13,2	17,8	15,7

Ahora que el índice europeo está en la zona de los 3.500 puntos y se enfrenta a la línea de tendencia de los 3.650, el margen de seguridad se ha agotado. Superar el nivel de los 3.650 supondría estar pagando 14 veces los beneficios de 2018 cuando todavía estamos en primavera de 2017.

Y repito que 257-280 es una estimación de beneficios máximos de ciclo que más bien se podrían dar en 2020. Superar la zona de los 3.650 en el medio plazo es complicado, sobre todo teniendo en cuenta que el Dax está a las puertas de su máximo histórico de 12.390 puntos. Les recuerdo que en su día el consenso estimó para 2016 un BPA de 260 puntos y al final este ha sido de 173. Esa es la verdadera razón por la que el mercado cayó en 2015 desde los 3.829 puntos hasta la zona de los 2.680 en 2016.



Creo que ha llegado el momento de reducir la exposición o de cubrir las carteras en Europa a la espera de una consolidación. En el caso de una ruptura del 3.650, el éxtasis podría impulsar al índice hasta los 3.880 puntos, que ya representa una zona de normalización para 2019 y sería un techo de mercado significativo para los próximos años.



### La normalización de beneficios del Ibex y la resistencia de los 10.750 puntos

La revisión a la baja de la estimación de beneficio por acción del Ibex en 2016 no tuvo una revisión a la baja demasiado pronunciada y se confirmó un BPA de 534, por debajo de lo esperado inicialmente (568). La estimación para 2017 se mantiene en 702; para 2018, en 773 y para 2019, en 895. Estas cifras, como sucedía en la estimación sobre el índice europeo, supondrían un pico de beneficios. Para que se hagan una idea, para conseguir esas cifras Repsol debería ganar 2.500 millones de euros; Santander, 9.000; BBVA, 5.000; Inditex, 3.600 y Telefónica, 4.500.

Si uno analiza las cifras de 2016, entenderá que, aunque es posible que se alcancen estos resultados en un par de años, todavía queda mucho para que eso ocurra y, además, para conseguirlo, las compañías deberían tener una evolución perfecta y deberían alinearse todos los astros.

Por tanto, en los 10.400 del Ibex ya no se da el margen de seguridad necesario. Por ello, y teniendo en cuenta que el mercado ha descontado esos beneficios de forma prematura, se hace necesario cubrir las posiciones en España.

YEAR	REAL EPS PER	PER (PRICE EARNINGS RATIO)			IBEX PRICE			AVERAGE IBEX 35 VS MODEL			P/E MIN	P/E MAX	P/E AVG
		12	13	14	MIN	MAX	AVG	12	13	14			
1.991	266	3.192	3.458	3.724	2.151	2.897	2.674	-518	-784	-1.050	8,1	10,9	10,1
1.992	246	2.952	3.198	3.444	1.874	2.857	2.482	-470	-716	-962	7,6	11,6	10,1
1.993	96	1.156	1.252	1.349	2.354	3.631	2.946	1.790	1.693	1.597	24,4	37,7	30,6
1.994	272	3.264	3.536	3.808	3.036	3.981	3.421	157	-116	-388	11,2	14,6	12,6
1.995	296	3.552	3.848	4.144	2.865	3.634	3.251	-301	-597	-893	9,7	12,3	11,0
1.996	318	3.816	4.134	4.452	3.651	5.155	4.111	295	-23	-341	11,5	16,2	12,9
1.997	678	8.136	8.814	9.492	5.019	7.335	6.320	-1.816	-2.494	-3.172	7,4	10,8	9,3
1.998	730	8.760	9.490	10.220	7.133	10.953	9.238	478	-252	-982	9,8	15,0	12,7
1.999	623	7.476	8.099	8.722	9.141	11.687	10.068	2.592	1.969	1.346	14,7	18,8	16,2
2.000	342	4.104	4.446	4.788	8.864	12.817	10.974	6.870	6.528	6.186	25,9	37,5	32,1
2.001	599	7.188	7.787	8.386	6.498	10.132	8.822	1.634	1.035	436	10,8	16,9	14,7
2.002	216	2.592	2.808	3.024	5.364	8.554	7.092	4.500	4.284	4.068	24,8	39,6	32,8
2.003	550	6.600	7.150	7.700	5.452	7.760	6.706	106	-444	-994	9,9	14,1	12,2
2.004	799	9.588	10.387	11.186	7.578	9.100	8.162	-1.426	-2.225	-3.024	9,5	11,4	10,2
2.005	1.014	12.168	13.182	14.196	8.945	10.919	9.855	-2.313	-3.327	-4.341	8,8	10,8	9,7
2.006	946	11.352	12.298	13.244	10.665	14.387	12.161	809	-137	-1.083	11,3	15,2	12,9
2.007	1.304	15.648	16.952	18.256	13.602	15.945	14.822	-826	-2.130	-3.434	10,4	12,2	11,4
2.008	1.114	13.368	14.482	15.596	7.905	15.002	11.881	-1.487	-2.601	-3.715	7,1	13,5	10,7
2.009	1.055	12.660	13.715	14.770	6.817	12.035	9.983	-2.677	-3.732	-4.787	6,5	11,4	9,5
2.010	1.305	15.660	16.965	18.270	8.669	12.222	10.427	-5.233	-6.538	-7.843	6,6	9,4	8,0
2.011	800	9.600	10.400	11.200	7.640	11.113	9.570	-30	-830	-1.630	9,6	13,9	12,0
2.012	386	4.632	5.018	5.404	5.956	8.902	7.623	2.991	2.605	2.219	15,4	23,1	19,7
2.013	570	6.840	7.410	7.980	7.553	10.037	8.684	1.844	1.274	704	13,3	17,6	15,2
2.014	546	6.552	7.098	7.644	9.669	11.187	10.454	3.902	3.356	2.810	17,7	20,5	19,1
2.015	476	5.712	6.188	6.664	9.291	11.866	10.660	4.948	4.472	3.996	19,5	24,9	22,4
2.016	534	6.408	6.942	7.476	7.645	9.412	8.720	2.312	1.778	1.244	14,3	17,6	16,3
2.017	<b>702</b>	<b>8.424</b>	<b>9.126</b>	<b>9.828</b>									
2.018	<b>773</b>	<b>9.276</b>	<b>10.049</b>	<b>10.822</b>									
2.019	<b>895</b>	<b>10.740</b>	<b>11.635</b>	<b>12.530</b>									
Average											12,5	17,6	15,2

Como se puede ver en el siguiente gráfico del Ibex, la resistencia a la que se enfrenta el mercado en la zona de los 10.750 puntos es enorme y, si lo conjugamos con el análisis fundamental que hemos visto antes, nos da una señal muy razonable para tomar beneficios por encima de 10.300 puntos para esperar al índice en los 9.500-9.200 puntos.

Y no crean que soy pesimista, me hace gracia cuando me dicen eso; no lo soy. El primero que afirma que es posible un beneficio por acción cercano a 800 soy yo. Y lo digo apoyado en el análisis que hago cuando visito las grandes compañías del Ibex. Lo que sucede es que esas cifras se darán, como pronto, en 2019. Y hasta entonces pueden ocurrir muchos imprevistos, así que permítanme que ponga margen de seguridad en vez de un optimismo no apoyado en los números. Soy optimista con los beneficios, pero no con la aceleración del *timing* de mercado. Por otro lado, a beneficios máximos hay que aplicar ya un PER normalizado, que, aunque lo queramos extender mucho, no puede pasar de 14 veces, debido al peso que tienen los bancos en la bolsa española.



## La selección de valores sigue siendo la primera fuente de rentabilidad del fondo

Nos adentramos en meses clave para la resolución de la situación de OI y, por ende, nuestra posición en Pharol. Como era de esperar la primera propuesta de la compañía a los acreedores no ha sido positiva y el plan de diluir solo un 25% a los accionistas actuales parece que no será admitido, lo que está dentro de lo esperable. En los próximos días espero una nueva propuesta según la cual los accionistas actuales podrán diluirse hasta un 50-60%. Aún en esas cifras, que ya creo que aceptarán los bonistas, la generación de valor para los accionistas de Pharol es alta, puesto que si la participación en OI pasa del 27% al 13,5%-10%, asumiendo una valoración inicial postreestructuración de 15.000 millones de reales, supondría -a 3,30 EUR/BRL- una valoración de la participación de Pharol de 613-454 millones de euros, frente a su valor actual en bolsa, de 338 millones de euros. Y ello sin tener en cuenta los potenciales 10.000 millones de reales de sinergias que se lograrían en una posterior fusión de OI con algún operador, que es el plan posterior.

Por tanto, Pharol tiene todavía margen para generar valor a los accionistas, negociando con los bonistas. La presión del Gobierno de Brasil para que se llegue a un acuerdo este mes es muy alta y creo que estamos muy cerca de que todas las partes cedan y podamos monetizar esta posición que a base de muchas horas de trabajo parece que al final dará resultados positivos. El gran riesgo, que ni a bonistas ni accionistas interesa, es que se produzca la intervención de la compañía por parte del Gobierno.

Las últimas incorporaciones a la cartera han sido EDF, Dixons Carphone, Serco y Hennes & Mauritz.

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 05/04/2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.