

# Carta Mensual · abante Pangea

Alberto Espelosín

Febrero 2014

www.abanteasesores.com

Ha sido un magnífico mes de febrero para los activos de riesgo y para casi todo lo que cotiza. Yellen se ha estrenado como una gobernadora pro-mercado y le ha dicho a Wall Street que no se preocupe, que si hace falta parar la retirada de estímulos monetarios lo hará y que dichas pausas se acompañarán al son de la “avaricia”. Todo esto ha sucedido en un entorno de clara crispación internacional y con unos datos macroeconómicos que evidencian una ralentización del ritmo de crecimiento, destacando las caídas del PMI de China y del “Citi Economic Surprise Index” de Estados Unidos con una lectura de -13.4.

El resumen es que, una vez más, el S&P500 ha desbancado a aquellos, entre los que me incluyo el primero, que han tenido la osadía de ponerse enfrente de este nuevo modelo. La conclusión es de corte kafkiano: si retiran estímulos, la bolsa sube por que demuestra que la pauta de crecimiento es válida, y si los mantienen, también sube ya que significa que habrá más “manguera” de la FED. Parece que todo vale en vez de reconocer el fracaso que supone detener la retirada de estímulos ya que, siendo serios, la economía sólo crecerá de forma sana si lo hacen los salarios y con ello aumenta la demanda sólida. El modelo de “crear dinero artificial” satisface a los nuevos adoradores de la FED pero sólo crea una nueva forma de economía que me atrevo a calificar como “la nueva creatividad anti-social”, al ser el capital el que maximice todos los beneficios de ese dinero nuevo y poner al factor trabajo frente a las cuerdas, preso del arbitraje global de costes laborales unitarios.

Esta nueva predisposición de Yellen a la “orgia de liquidez” ha provocado que el dólar se vaya hasta niveles de 1,3802 dólares por euro desde 1,3486 dólares por euro a los que cerró en enero. Incluso ha provocado otro efecto muy importante y es que China ha decidido acabar con la apreciación del yuan frente a la moneda americana y ha entrado de lleno en la guerra de divisas actual en la que ya sólo falta ver si el BCE se anima ante la deflación que cabalga por Europa y el tipo de cambio que ahoga el crecimiento. ¿Acogerán los mercados europeos una expansión de balance del BCE con la alegría de los americanos y japoneses? quién sabe. Igual estamos ante la antesala de un nuevo rally en Europa orquestado por la irracionalidad que prima en un mercado en el que la mayor parte de inversores se presentan como “value” pese a la gran dificultad de encontrar valor en esta expansión de deuda y destroz de divisas. El oro subió un 6,6% en el mes, poniendo la única nota de cordura ante la caída del dólar y el posicionamiento de los nuevos inversores a los que les preocupa la pausa en la retirada de estímulos. Los bajistas del oro, surgidos al calor de los alquimistas monetarios, deberán esperar al mes de marzo.

El MSCI World subió en el mes un +3,8%, destacando el mejor comportamiento del EuroStoxx50 que subió un +4,5% frente al +4,3% del S&P500. Dentro de Europa, el mejor comportamiento mostrado anteriormente por el Ibex, se frenó y apenas subió un +1,9% frente al +4,1% del DAX alemán, el +5,2% de Italia o el +5.8% del CAC francés. La subida de Europa se sucede en un entorno de expansión de PER ya que la revisión de beneficios sigue siendo negativa. El Beneficio Por Acción (BPA) del Eurostoxx 50 para 2015 se sitúa en 265 euros y para 2016 en 288 euros, con lo que, aplicando el PER medio de 12/13 veces, se pueden justificar niveles cercanos a 3.180/3.450 puntos a finales de este año. Eso sí, la bajada de estimaciones debe cesar ya que la expansión de PER es muy limitada. En el corto plazo, llegados al primer nivel de referencia (3.180 puntos), se puede producir una parada y una corrección del 5%. En S&P500 seguimos con la burbuja de “estimaciones de beneficios” y el consenso espera ahora para 2015 la friolera de 137,5 dólares de beneficio por acción, lo que supone un crecimiento del +28% frente al cierre de 2013. No es que sea optimista, es una exuberancia que como siempre se ajustará a la baja aunque por el momento mantengan un PER 15 y así seguir justificando niveles de 2.060 puntos. Para los que se “miran los números” y no “manipulan cifras”, les recuerdo que el BPA de 2013 (97,8% escrutado) ha sido de 107,07 dólares por acción cuando inicialmente se esperaban 115. Para 2014, el consenso está en 120,73 dólares cuando el 28/03/2013, con el índice en 1.569,19 puntos, se estimaba 124,73 dólares por acción. No les quepa duda de que los 120,73 dólares por acción serán finalmente 115. Sin embargo, pese a ese ajuste en las estimaciones, por el camino se han inflado valoraciones para justificar la “put de Bernanke” que se puede cuantificar en 10 dólares de exceso en las estimaciones de BPA, que multiplicado por un PER de 15x nos da un exceso de valoración sistemático de 150 puntos.

Los emergentes subieron un 3,2% y mostraron menor debilidad en un entorno en el que los países desarrollados han contribuido a frenar la salida de dinero, destacando la subida de India de un 3% frente a las caídas de Rusia (-2,6%) y Brasil (-1,1%). China sigue muy débil con una exigua subida del +1,1% y ante el importante dilema de cómo frenar la caída del ritmo de crecimiento que se manifiesta en un PMI de 50,2 en febrero, muy cerca de las lecturas de estancamiento de 50.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

Después de cerrar 2013 con una rentabilidad del 3,02%, el bono americano cayó hasta niveles de 2,65% a finales de enero, nivel con el que también ha cerrado el mes de febrero. En mi opinión, aquí reside la clave para este año en cuanto al comportamiento de los mercados. Los inversores deben vigilar muy de cerca el nivel del 3% ya que una ruptura del bono por encima de esa cota desencadenaría ventas masivas que llevarían la rentabilidad hacia el 3,5%, nivel que puede hacer saltar la recuperación económica.

¿Con qué nivel de tipos de interés puede mantenerse la recuperación y no tener que volver al modelo de subvención de la FED? Éste es el dilema.



La conclusión es sencilla. Un inversor “bullish” debe admitir que el bono superará el 3% al menos para reflejar un decente crecimiento nominal. Sin embargo, en el momento que supere el 3%, al ser una resistencia muy fuerte, el movimiento hacia el 3,5% está garantizado y ahí se verán las “vergüenzas de la economía”. Y si los salarios no suben al menos un 3%, la demanda interna no aguantará dichos tipos, poniendo de manifiesto que la inyección de liquidez sirve para el sistema financiero pero no para la economía real tal y como se demuestra en la baja cifra de velocidad de circulación del dinero. Sólo un proceso de creación de dinero para la economía real a través de un programa nacional de infraestructuras haría que la demanda subiera de verdad, eso sí, con salarios crecientes que reducirían los exuberantes márgenes de las compañías y el correspondiente efecto negativo en bolsa.

A finales de febrero seguimos con la sensación de que el mercado mantiene una excesiva complacencia y pensamos que la volatilidad va a ser muy superior a la de 2013. Retiradas progresivas de estímulos, menor ritmo de crecimiento de beneficios, tensiones en el mercado de bonos y débil situación de emergentes son las variables que pueden dificultar la obtención de las ganancias de dos dígitos que vimos el año pasado y, más aún, complicar la obtención de números negros. Abante Pangea seguirá siendo prudente y los niveles de inversión se mantendrán en el estadio 0/35%.

El déficit te asegura el crecimiento pero la deuda lo limita y aquí reside el gran problema ya que los mercados están descontando, quizás, un escenario demasiado optimista en lo que a crecimiento se refiere. No descartamos nuevos máximos en las bolsas pero bajo nuestro modelo de valoración macroeconómico no existe margen de seguridad para tomar decisiones de riesgo y pasar al siguiente estadio de inversión del 35/70% de exposición a renta variable. El mercado podría seguir subiendo hasta la época estival para posteriormente iniciar una fuerte corrección del 15/20% que ponga de manifiesto que el ciclo de beneficios está agotado en Estados Unidos y que el “dinero fácil” no es la solución a su gigantesca deuda. Todo ello nos lleva a mantener nuestra posición de venta de futuros sobre el S&P500 como cobertura de la cartera de acciones.



@abanteasesores



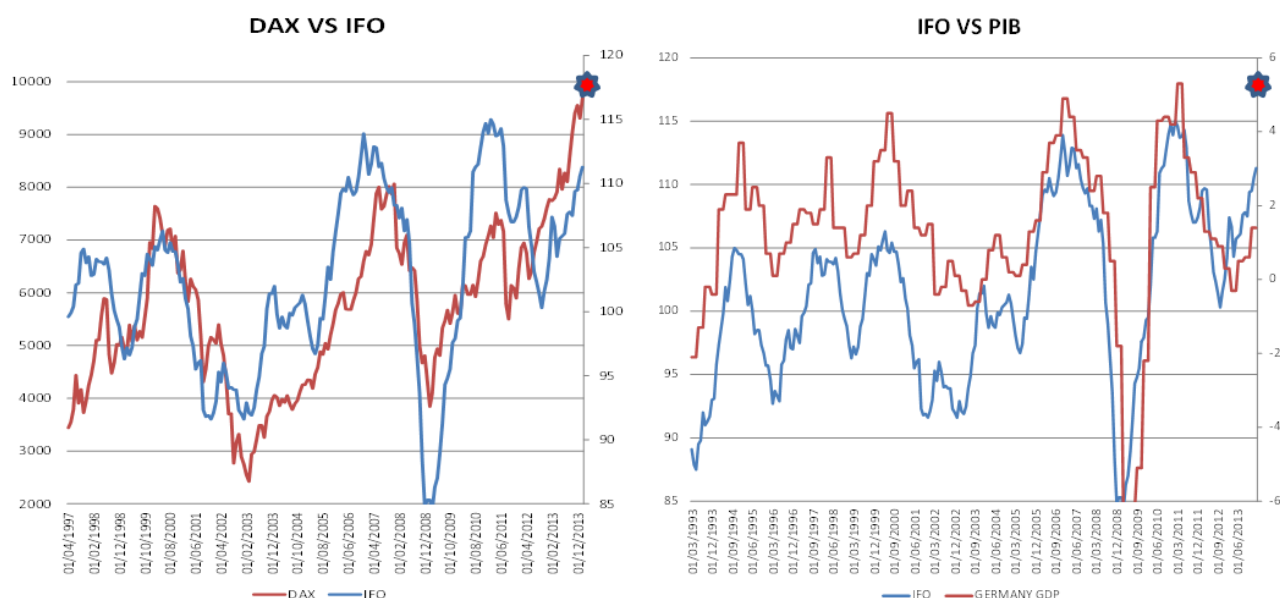
Abante



abanteasesores.com

abante

Otro índice sobre el que probablemente también adoptemos una posición bajista como cobertura será el DAX ya que intuimos que el mercado intentará empujar al mercado hasta la zona de los 10.000 puntos por el efecto mediático que conlleva pero desde los niveles actuales (9.692 puntos) los signos de sobrevaloración son claros.



Un DAX a 10.000 puntos correlaciona con un IFO en 118 que correlaciona con un crecimiento del PIB del 5,3%. A buen entendedor pocas palabras bastan.

La rentabilidad del fondo desde el comienzo (17/05/2013) ha sido de un +6,14% frente a una subida del 11,8% del Eurostoxx 50, lo que supone un excelente resultado teniendo en cuenta que la exposición neta del fondo a renta variable ha sido “cero” gracias a la cobertura mediante la mencionada venta de futuros. El patrimonio del fondo creció hasta los 73 millones de euros en febrero. En el mes, el fondo ha caído un -0,68%, frente a una subida del 4,5% del EuroStoxx50, situando la rentabilidad anual de Abante Pangea en el 3,64%. La cartera de contado ha subido un 4,3%, con un peso en acciones en torno al 52% que cubrimos en su totalidad con venta de futuros de S&P500, índice que ha subido un 4,3% en el mes. En líneas generales, se ha reducido el riesgo global de la cartera con la reducción de la posición en compañías mineras de oro hasta el 2% como cambio más significativo, una vez que se ha obtenido una revaloración superior al 15% en algunas compañías y el metal precioso ha llegado a nuestro primer objetivo en la zona de los 1.340 dólares por onza. Con posterioridad y después de una consolidación, no descartamos seguir con esta temática de inversión.

Solo la mitad de los valores ha tenido un mejor comportamiento que el Eurostoxx 50 lo que ha afectado negativamente a la cartera de contado. Resulta destacable el pobre comportamiento de las “telecoms” con caídas del -6,8% en KPN, del -1,2% en Orange y del -0,2% en Telecom Italia, siendo estas compañías una parte importante de la cartera con un peso del 12%. Se ha incrementado el peso de Sanofi hasta un 3% y se ha introducido Unilever con una ponderación del 1%. En el lado positivo destaca la subida del +17% de C&C Group y del +13,5% de GDF Suez, en éste último caso se ha procedido a su venta. Hemos reducido el peso de EON tras su buen comportamiento y hemos introducido Verbund. Otra de las nuevas incorporaciones ha sido Sainsbury ya que a pesar de las dificultades que atraviesan los “retailers” británicos, creo que esta compañía, a los multiplicadores actuales, ofrece margen de seguridad suficiente para invertir y poner de manifiesto su buena estrategia. Las petroleras han sufrido caídas generalizadas y continúan siendo una pata importante de nuestra inversión, habiendo aprovechado las caídas de emergentes para incrementar el peso en Petrobras y Gazprom, lo que nos ha afectado negativamente los últimos días del mes. Ambas petroleras cotizan a los mayores descuentos vistos en los últimos años y el total de la exposición del fondo es de un 3,9%. La compañía belga Dieteren sufrió un “profit warning” durante los últimos días del mes que hemos aprovechado para incrementar su peso hasta el 1,7% de la cartera. Espirito Santo Saude ha sido otra de las entradas, en este caso con un peso del 1,5%, siendo una compañía defensiva con un “free cash-flow yield” superior al 10%.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

Nuestro portfolio de acciones muestra una infravaloración muy importante y creemos que puede dar buenos resultados en los próximos trimestres. Mantenemos nuestra cobertura sobre S&P500 en la creencia de que debe corregir entre un 10% y un 15% en los próximos meses. En un escenario de mayor volatilidad, el fondo debería presentar rentabilidades positivas frente a caídas de mercado. El objetivo sigue siendo llevar el fondo hacia el 6/7% de rentabilidad anual positiva. Merece la pena destacar que la volatilidad del fondo en 200 días se sitúa en el 7,4 vs 15,3 del Eurostoxx 50, habiendo obtenido, en el mismo periodo, igual rentabilidad que el índice con una exposición neta a renta variable igual a cero.

De los cuatro estadios de riesgo que tiene el fondo (Conservador 0/35%, Moderado 35%/70%, Agresivo 70%/105% y Audaz 105%/140%), sigo en el convencimiento de estar conservador ante el riesgo de una corrección en el mercado del 10/15%. La existencia en el corto plazo de múltiples señales de vigilancia que desde el punto de vista macro y micro desaconsejan tomar riesgo a pesar del entorno de euforia en el que nos movemos.

¿Qué niveles de mercado nos harían situarnos en otro estadio de riesgo?

Estadio Riesgo	Niveles previstos para SP500
0-35%	Los niveles máximos de 35% se entenderían en una caída desde los niveles actuales hasta la zona de los 1.680 puntos. Señal de vigilancia muy importante con la pérdida del 1.730.
35%-70%	En la llegada del índice por debajo de la línea de tendencia principal del canal alcista en 1.600 puntos el fondo saltaría a esta zona de riesgo y sólo una caída hasta 1.500/1.550 haría que nos fuéramos a la zona de 70%.
70%-105%	Este nivel estaría reservado para el evento en el que el mercado se fuera a la media semanal de 200 sesiones que se sitúa en 1.397 puntos y al 50% de Fibonacci en 1.267 puntos donde estaríamos al 105%.
105%-140%	Sólo utilizable en el caso de una aceleración bajista hacia la zona del 1.085 por motivos de pánico o eventos imprevistos.

**Alberto Espelosín**, gestor de **Abante Pangea** [[+info](#)].

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



[@abanteasesores](#)



[Abante](#)



[abanteasesores.com](#)

**abante**