

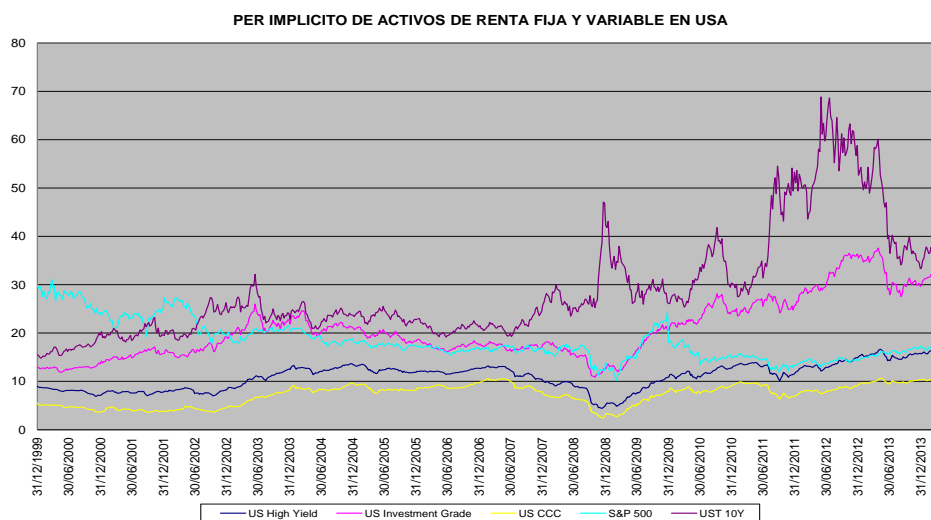
# Carta Mensual · abante Pangea

Alberto Espelosín

Mayo 2014

www.abanteasesores.com

Mayo, el mes de las flores, ha venido marcado por un buen comportamiento de todos los activos excepto del oro, que ha sufrido una caída del 3,2%. A pesar de que estacionalmente empieza una de las peores épocas del año, el MSCI World Index subió un 1,62% y el Emerging Markets un 3,2% gracias a la generosa subida de Rusia en un 12,1% vs una ligera caída de Brasil del 1%. La fortaleza de los bonos tocando rentabilidades mínimas en muchos países junto con la expectativa de la posible inyección del BCE el 5 de Junio han mantenido los mercados en un tono alcista y en el que la exuberancia se ha instalado en el mercado de bonos, en el que se puede hablar sin ningún tipo de pudor, siempre que no creamos en la deflación, de una “burbuja” que nos estallará tarde o temprano y cuyos niveles de PER de valoración implícitos presento en el siguiente gráfico.



Se puede observar en el gráfico como ahora la Bolsa ha dejado de correlacionar con el Bono a 10 años y como es con el High Yield con el que hay que correlacionarlo para que se pueda obtener una medida de valoración clásica basada en un Earnings Yield Gap de 200/250 puntos básicos de diferencial. ¿Que la bolsa está barata frente a unos bonos con PER implícito superior a 30 veces?, por supuesto, pero; ¿Usted compraría sólo bolsa porque exista una burbuja en el mercado de bonos necesaria para que un mundo “sobre endeudado” pueda perdurar?, es aquí cuando repito que no tengo “margen de seguridad” ya que no es compatible tipos ultra bajos de por vida con el optimismo que el mercado nos quiere transmitir con la interpretación de los datos macro. Si el Bono americano a 10 años va a estar por debajo del 2,5% será, y sólo será, por que la economía crece a niveles por debajo del 2% con inflaciones del 1% lo que no conjuga con expansión de PER. Que el tipo de interés del High Yield sea el que tengamos que utilizar para justificar un “modelo normalizado de valoración” es una buena muestra de la “pérdida de valor del dinero” al que nos han tenido sometido los Bancos Centrales haciendo un flaco favor al valor implícito de los activos y poniendo en entredicho el valor del “ahorro” como fuente de crecimiento a largo plazo.

*[“Se unirá Draghi al resto de alquimistas monetarios para defender el crecimiento amenazado por un euro fuerte fruto del ahorro de Europa”](#)*

Una de las claves del próximo mes será la actuación de Draghi, cuya corte de admiradores analizará elevando sea cual sea el resultado, a la categoría de “maestría financiera”. En mi opinión, el mérito de Draghi ha sido mantener un modelo mixto de “austeridad y liquidez” durante tanto tiempo, aunque esto haya derivado en un exceso de ahorro que ha provocado un tipo de cambio muy fuerte que puede abortar el incipiente crecimiento de la Eurozona. La entrada de China en la guerra de las divisas, los vaivenes de Yellen con su particular visión de la re-entrada en QE, la imperiosa necesidad de Japón de depreciar el yen para aguantar su modelo “insostenible”, la posibilidad de que el



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

Gobierno de Francia inicie un proceso de reformas con un coste en demanda interna elevado y solo llevadero con un euro débil y la “presión en fecha de los mercados”, son razones para pensar que el BCE se sacará algo de la chistera pero ya poniendo algo de dinero encima de la mesa.

Una bajada de tipos al 0,10%, un tipo negativo de depósito del 0,10%, un LTRO con un objetivo de crédito para el sector privado, una compra de activos no soberanos de 300 Bn euros, compra de activos soberanos (baja probabilidad) o intervención en el mercado de divisas fijando un objetivo de tipo de cambio como el Banco Nacional de Suiza (baja probabilidad) son las medidas de la nueva “put de Draghi” que puede hacer que el Eurostoxx 50 visite la zona de los 3.650 puntos si aplicamos PER 13 a la “mala costumbre actual” de utilizar los beneficios del año 2016 que se sitúan en 278 y que reflejan un fuerte crecimiento de dos dígitos desde los nimios beneficios de 149 en 2013, y nada lejos de los 345 que vimos en el máximo de 2007 teniendo en cuenta las fuertes ampliaciones de capital de los bancos. Por ello, creo que todo está más que descontado, y creo que no se dan las condiciones de seguridad para cambiar la posición de riesgo del fondo, a pesar de que veo que el mercado está “ávido” de una subida adicional del 10% aunque los “fundamentales” no sean holgados.

*“...los sentimientos de los actores del mercado siguen siendo marcadamente alcistas”*

La complacencia se ha instalado entre los participantes del mercado, dando por válido “axiomas” que en las prestigiosas escuelas de negocios donde la mayoría han estudiado, no les han sido enseñados y que hubieran puesto los “pelos de punta” a sus reputados profesores. Un largo recorrido con amplias visitas a clientes son suficientes para darse cuenta que la mayor parte de ellos se encuentran atrapados en el dilema clásico de qué hago con mi dinero si no tengo inversión alternativa. Es cierto, la “burbuja del mercado de renta fija”, flaco favor para remunerar el ahorro que se supone virtud, hace que miles de inversores vean el mercado de renta variable como la única alternativa y que incluso estos sean vistos como ampliamente baratos, favoreciendo un juego peligroso que es la expansión de PER por la burbuja de bonos. Las bolsas no están para nada en valoraciones de burbuja, me atrevería a decir que están justamente valoradas, pero de ahí a decir que están baratas por la comparativa de unos tipos de interés de burbuja necesarios para vivir en un mundo endeudado y envejecido, me parece un poco temerario.



En la carta del mes anterior les llame la atención sobre el largo periodo de tiempo que el S&P 500 no había tocado la media de 144 sesiones y las consecuencias bajistas que ello podría acarrear cuando suceda. Hoy traigo el gráfico de la volatilidad para que puedan apreciar lo cerca que estamos de tocar niveles de 10, sólo visto en la exuberancia de los 90 y en la burbuja de 2007. Al igual que en las bolsas, la volatilidad en divisas y tipos de interés también se sitúa en mínimos.

*“...si pero el IBEX está todavía muy lejos de máximos históricos de 16.040 puntos”*



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

Frase repetida hasta la saciedad por aquellos que viven en el “efecto anclaje numérico”, pero que debe ser matizada, ya que no tienen en cuenta que los bancos han multiplicado al menos por 2,5 veces el número de acciones. Para que vean que no soy un permanente pesimista, más bien un “realista mediocre que interpreta números”, les traigo este mes un gráfico del Ibex, cortesía de la inteligencia de Angel Olea, incluyendo los dividendos para que puedan apreciar que a los niveles actuales de 25.081 puntos sólo se encuentra a un 1,5% del máximo que se marcó en 2007 en 25.470 puntos. Lo que deben preguntarse ahora es si realmente las “big 7” del IBEX deberían haber pagado esos dividendos a cargo de diluciones sistemáticas.



Mi posición de riesgo seguirá estando, mientras no se produzca una corrección relevante del 10/15%, en la zona 0/35%. Como muchos meses les presento los estadios de riesgo en los que se movería la cartera en función de los niveles estimados de SPX.

Estadio Riesgo	Niveles previstos para S&P 500
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.

Este mes les adjunto un gráfico para expresar emocionalmente cómo me encuentro ante los distintos niveles de S&P 500 utilizando un clásico gráfico de ciclo de emociones bursátiles. Cómo pueden apreciar me encuentro en la fase de “miedo”, aunque por el momento sigo durmiendo.



@abanteasesores

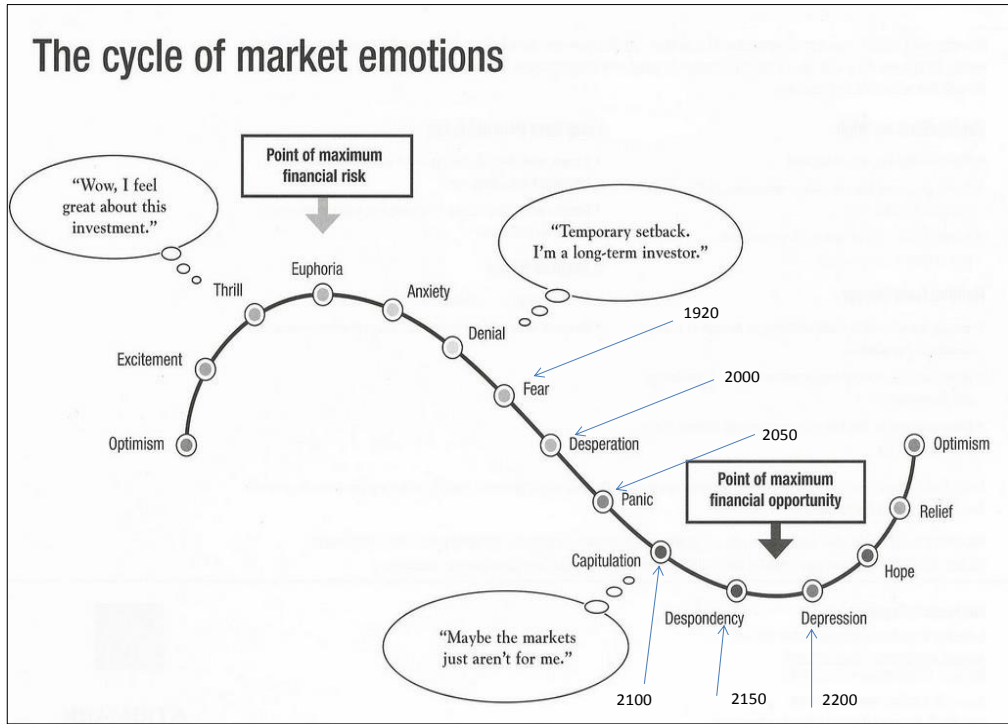


Abante

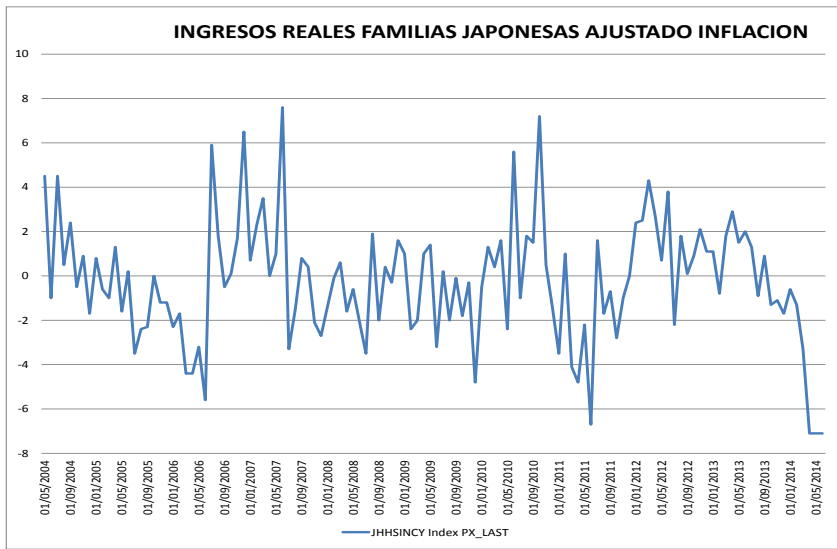


abanteasesores.com

abante



*“...para acabar la carta les recuerdo que Shizo Abe quiere generar inflación para reducir la deuda, pero; ¿Es posible que se produzca sin crecimiento de salarios?”*



A buen entendedor pocas palabras, espero que Abe tenga suerte porque si la inflación la ha conseguido sin mejorar el poder adquisitivo de la familias, de nada vale. Japón inevitablemente avanza hacia un callejón cada vez más oscuro en el que el “placebo de las máquinas de imprimir billetes” da la luz pero alejan cada vez más al país de la ortodoxia necesaria para salir del ridículo crecimiento que ha tenido durante 23 años.

Durante el mes de Mayo, se produjo el aniversario del nacimiento de Pangea. Escribí un Pangea Insights, que puede ser vista en la web, titulado “86085”, donde se refleja la rentabilidad conseguida del 8,6% con una exposición neta del 0% y los 85 millones de euros de patrimonio del fondo. Muy satisfecho y gracias a los partícipes por su confianza. Durante el mes de Mayo, Abante Pangea ha obtenido una rentabilidad positiva del 0,13% vs 1,44% del Eurostoxx 50, lo que compara positivamente teniendo en cuenta que la exposición neta ha sido del 0%, haciendo una vez más los



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

valores un buen comportamiento en comparación a la cobertura. El patrimonio del fondo ha seguido creciendo hasta acercarse a los 90 millones de euros. La rentabilidad anual del fondo en 2014 se sitúa en un 5,74% vs 4,36% el Eurostoxx 50 pero con una generación de alpha muy notable al tener una exposición neta a mercado del 0% habiendo tenido la cartera de contado totalmente cubierta. La volatilidad se sitúa por debajo de 6.

A nivel de cartera, no ha habido cambios significativos y sólo los últimos dos días del mes hemos empezado a tomar posiciones en compañías mineras de oro a medida que el S&P 500 ha marcado máximos históricos. Hemos comprado a precios más baratos de los que compramos la primera vez en Otoño de 2013, en aquella ocasión fuimos capaces de tener una amplia plusvalía. Ahora tomaremos menos exposición pero creo que es un buen punto de entrada con margen de seguridad.

Intentamos rotar los valores en los que se ha estrechado el margen de seguridad e introducimos valores que en un escenario de caída del mercado creemos que puedan tener un mejor comportamiento.

Un saludo.

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

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



[@abanteasesores](#)



[Abante](#)



[abanteasesores.com](#)

abante)