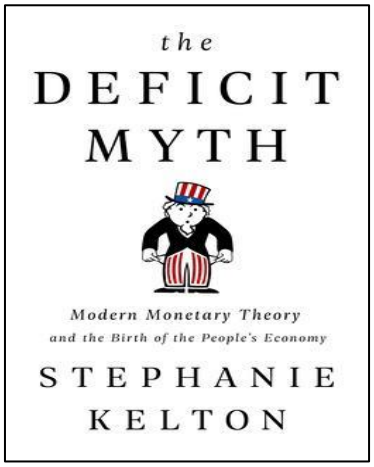
Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2020 ABANTE PANGEA FUND													
	ene.-20	feb.-20	mar.-20	abr.-20	may.-20	jun.-20	jul.-20	ago.-20	sep.-20	oct.-20	nov.-20	dic.-20	TOTAL
Acciones	-3,09	-5,57	-9,68	6,14	1,43	5,17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-6,42
Pharol	0,12	-1,54	-1,51	0,20	0,72	2,91							0,88
Freeport McMoran	-0,27	-0,19	-0,57	1,07	0,05	0,60							0,65
Cameco	-0,12	0,14	-0,15	0,68	0,08	-0,04							0,49
Deutsche Telekom	0,00	0,04	-0,17	0,21	0,11	0,14							0,26
Telefonica Deutschland	0,05	-0,15	-0,03	0,17	0,11	0,02							0,14
Engie			-0,01	0,04	0,08	0,02							0,13
Koninklijke KPN	-0,05	-0,24	0,15	0,01	0,10	0,18							0,09
Royal Dutch Shell			0,08										0,06
BP PLC			0,11										0,06
Fresenius SE		0,00	0,04										0,04
EDF			0,01	0,02									0,03
EDP Energias			0,03										0,03
AB Inbev		-0,07	-0,02	0,07	0,04	0,04							0,02
Galp			0,01										0,01
Glencore			0,00										0,00
BT Group		0,00	-0,06	0,03	0,01								-0,03
Solocal Group	-0,05	0,02											-0,05
Telefonica		-0,01	-0,10	0,01	0,02	0,04							-0,05
Pangaea Oncology	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,03							-0,05
OI	0,18	-0,07	-1,79	0,30	0,39	1,01							-0,05
Vodafone	0,03	-0,20	-0,21	0,03	0,32	0,05							-0,06
Rolls Royce	0,00	-0,03	-0,15	0,00	-0,04	0,08							-0,16
Orange	-0,03	-0,07	-0,08	0,00	-0,04	0,01							-0,24
Mosaic	-0,05	-0,11	-0,26	0,04	0,03	0,11							-0,32
Ivanhoe Mines	-0,13	-0,07	-0,19										-0,39
Thyssenkrupp	-0,10	-0,33	-1,00	0,54	0,02	0,26							-0,65
CIR	0,12	-0,21	-0,60	-0,09	0,03	0,04							-0,75
Telecom Italia	-0,26	0,07	-0,64	-0,06	-0,26	0,30							-0,81
Technicolor	-0,10	-0,77	-0,11										-1,04
Buenaventura	-0,23	-0,36	-1,30	0,09	0,15	0,40							-1,27
Consol Energy	-2,18	-1,41	-1,16	2,76	-0,46	-0,97							-3,42
Derivados	-0,9	2,2	3,2	-3,3	-2,3	-2,2							-2,4
Divisa y Renta Fija	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5							-0,8
TOTAL RESULTADO CARTERA	-4,0	-3,1	-6,5	2,7	-1,3	2,5							-9,6

Un viaje con Abante Pangea por la Biblia simplificada de la MMT (*Modern Monetary Theory*)

Toda teoría -al final- siempre necesita de un libro manuscrito sencillo para que se haga popular entre el público y se acepte de forma rápida, y este debe ser explicado de forma sencilla para que los lectores adquieran conceptos rápidos con los que poder entender cosas que son complejas, pero que de esta forma pasa al conocimiento de la sociedad, que normalmente utiliza esta base de conocimiento rápido e incluso leído en vertical (leer sin leer, tomando los *highlights*), para desde ahí establecer las relaciones de causalidad y dogmas que a cada especie que se adscribe a esa teoría le interesa o conviene.



"The Deficit Myth" está siendo el *best seller* de literatura económica en esta pandemia, en la que más que nunca es importante convencer al mundo de que la deuda no importa y de que no hay nada que no se pueda solucionar con una buena dosis de política fiscal ilimitada. Ahora que esta desgraciada situación nos mete ya de lleno -y sin salida- en la trampa de la deuda, con una

factura de 25 puntos adicionales de deuda sobre PIB, la lectura de este libro creo que merece la pena, y así lo he recomendado en un artículo de prensa que saldrá publicado para el verano.

Un familiar de Orlando, conocedor de mi poca convicción en la Teoría Moderna Monetaria, me habilitó un ejemplar, y he de felicitar a la profesora Stephanie Kelton (asesora de Bernie Sanders en la campaña electoral de 2016) por este ameno libro, fresco en la lectura, muy fácil de entender para los no profesionales de la economía y de una simpleza sorprendente. No digo simpleza de forma despectiva, sino de forma literaria, es decir, me parece de un magisterio extraordinario presentar una teoría de una complejidad tremenda y tan revolucionaria de una forma tan sencilla y amena. Pero ahí radica el éxito del marketing comunicativo y del adoctrinamiento de las masas. Ni Warren Mosley, padre de la MMT, con sus trabajos en "Soft Currency Economics", ni William Mitchell ni Larry Randall Wray han conseguido, con sus complejos libros, hacerlos tan virales como lo ha hecho la profesora Kelton. Y esto tiene su mérito, ya que propagar una teoría y ganar adeptos no es sencillo y puede ser que estemos ante el auténtico bombazo del año en términos de propagación del paradigma de que la "deuda no importa" y de que se pueden mantener déficits fiscales elevados sin mayores problemas.

Aunque los inversores de Abante Pangea saben que no comparto en absolutos los postulados de la MMT, creo que deben leer atentamente el libro para entender los nuevos conceptos del dinero, de la deuda, del déficit y de los abanicos de posibilidades que admiten estas teorías para poder estar tranquilos -o no- en un mundo que, desde luego, hay que justificarlo de alguna manera. Es interesante entender la diferencia entre "emisor de divisa" y "usuario de divisa" y, sobre todo, los nuevos límites de la política fiscal y hasta qué punto esto está más cerca de una ideología que cuadra bien en globalización o una teoría económica que perdurará en la historia de la economia.

Lo que más me sorprende de la MMT es que, en estos postulados propuestos por autores, que, en general, son de corte de izquierdas (izquierda estadounidense) y a la derecha de los postulados de Keynes, quien más partido le está sacando es el capitalismo de derechas más vinculado con Wall Street que con 'Main Street', ya que es una forma muy rápida para los inversores "*perma bullish*" (por convencimiento ideológico o por necesidad de tipo de negocio al que se dedican dentro del mundo de las finanzas) de restar problemas al tema de la deuda y los tipos cero, necesarios para mantenerla, y hacer la relación de causalidad de que al haber tipos cero se debe producir una expansión de PER y comprar renta variable a cualquier precio porque la deuda es irrelevante.

Es muy interesante esta fusión por absorción de ideas de izquierdas por parte del mundo de la bolsa, al que yo pertenezco, aunque no participe de la aceptación de la MMT, ni de la expansión del PER porque no hay alternativa a la renta variable, y esté francamente preocupado por la deuda, que veo que nos limita el crecimiento de forma sistemática y percibo que esto no va a acabar bien.

Muchas veces, en algunas cartas mensuales, hablo del concepto de SQE (*Social Quantitative Easing*), proponiendo el absurdo de que, "la deuda no importa", de que se expandiera el balance de los bancos centrales para hacer *helicopter money* en la sociedad y se acabaran todos los problemas e, incluso, SQE para solucionar los problemas de África. ¿Y por qué no el banco central hace, con perdón, una emisión de dinero y nos compra toda la deuda del sistema y empezamos de cero? ¿Y por qué no un plan de infraestructuras de 3 trillones en vez de 1 trillón? ¿Y por qué no un IMV (Ingreso Mínimo Vital) de 2.000 euros? ¿Y por qué no de

3.000? ¿Y por qué existen los pobres?, me preguntan mis amigos cuando les cuento cómo los bancos centrales tienen la posibilidad de crear dinero de la nada, bueno de la nada no, de la confianza, pero ya saben que ese es un concepto que va y viene, etéreo, grisáceo y no palpable.

He sentido envidia al leer el libro de Kelton, que es de una sencillez que aturde, pero he sido incapaz, una vez más, de convencerme de las teorías de la MMT, o no me da la cabeza, o puede que ya tenga una capa de barniz tan gruesa de otras teorías que hace imposible que permeen otras, o realmente estas teorías nuevas puede que no sean tan brillantes como pueden parecer y puede que lo de "this time is different" sea mentira una vez más.

Y es que hay muchas lagunas que yo encuentro en esta escuela económica que tanto a los de derechas como a los de izquierdas les interesa. A unos para secuestrar a los individuos a través del poder del Estado para subvencionar todo y matar el ciclo económico natural basado en la inversión cimentada en el ahorro, y a otros para justificar que en un mundo deflacionario atrapado en la deuda y que avanza hacia crecimientos cero y en el que los tipos cero son necesarios y controlados por el Estado para no quebrar el "Estado de Bienestar", hay que expandir el PER de forma clara y la bolsa debe subir sí o sí, aunque sea solo por 6 compañías monopolísticas que pagan pocos impuestos y con una laxitud regulatoria sin precedentes.

En cualquier caso, si quieren leer algo más "fuerte" que el libro de Kelton y adentrase en los nuevos umbrales de la MMT, les recomiendo otro libro -que no tiene desperdicio- que puede ser viral de Pavlina R. Tcherneva titulado, "The Case for a Job Guarantee". Verán qué mundo tan bucólico y pastoral que podemos tener si nos convencemos de que la deuda no importa y las posibilidades que da hacer "dinero gratis".

A estas alturas de la carta mensual alguno se preguntará: pero ¿qué "perra" que tiene Espelosín con este libro? No, no estoy intentando desprestigiar a la escritora o cargarme a la MMT, sino entenderla, y por eso leo y aprendo todo lo que puedo. Para mí es muy importante entender la MMT, ya que la base de mi pensamiento en bolsa de este ciclo se basa en un concepto radicalmente distinto y basado en que "la deuda importa" -y mucho-, que limita el crecimiento, que hay límites a la creación de dinero desde la nada, que estamos devastando nuestras divisas, que estamos poniendo en jaque nuestro orden monetario, que con los niveles de deuda actuales estamos abocados a crecimientos de PIB muy bajos, que no seremos capaces de pagar la deuda, que la descompensación de capital y trabajo está generando desigualdades que provocan pérdida de confianza en el sistema, que la solución al "Quilombo Mundial" provocado por "las cinco D" (demografía, deuda, deflación, digitalización y descompensación de divisas) no viene por seguir emitiendo deuda a cero y negativo con un único comprador "ineficiente" que crea el dinero de la nada, y que este mundo que estamos no se merece una expansión del PER, sino, en mi humilde opinión, un PER normalizado con respecto a la media histórica -siendo optimista- o una contracción de PER.

Esto es lo que hace que siga pensando que los mercados están sobrevalorados en una media del 20% por los efectos alfa (política monetaria) y beta (TINA, no hay inversión alternativa) a lo que se han añadido otras variables que el mercado toma de forma positiva, y esto es lo que intenté exponer en la reformulación de los precios de los activos en la fórmula:

$$Precio\ (x) = PER(x) * BPA(x) + \Delta\ (r\alpha, s\beta)$$

$$3.394 = 14.5 * 175 + \ 716\ puntos\ efecto\ \alpha + \beta$$

$$Precio(x) = PER\ (x) * BPA\ (x) + \Delta\ (r\alpha, s\beta) + \Delta\ (\Sigma n)$$

N_1: efecto descontar en el tiempo la vuelta a la normalidad.

N_2: efecto descontar magnitud de los datos macroeconómicos.

N_3: efecto descontar medidas adicionales de política monetaria.

N_4: efecto publicación de resultados con solo un 18% de las compañías con *guidance*.

N_5: efecto descontar cohesión o disociación de Europa.

N_6: efecto elecciones estadounidense y posible derrota de Trump.

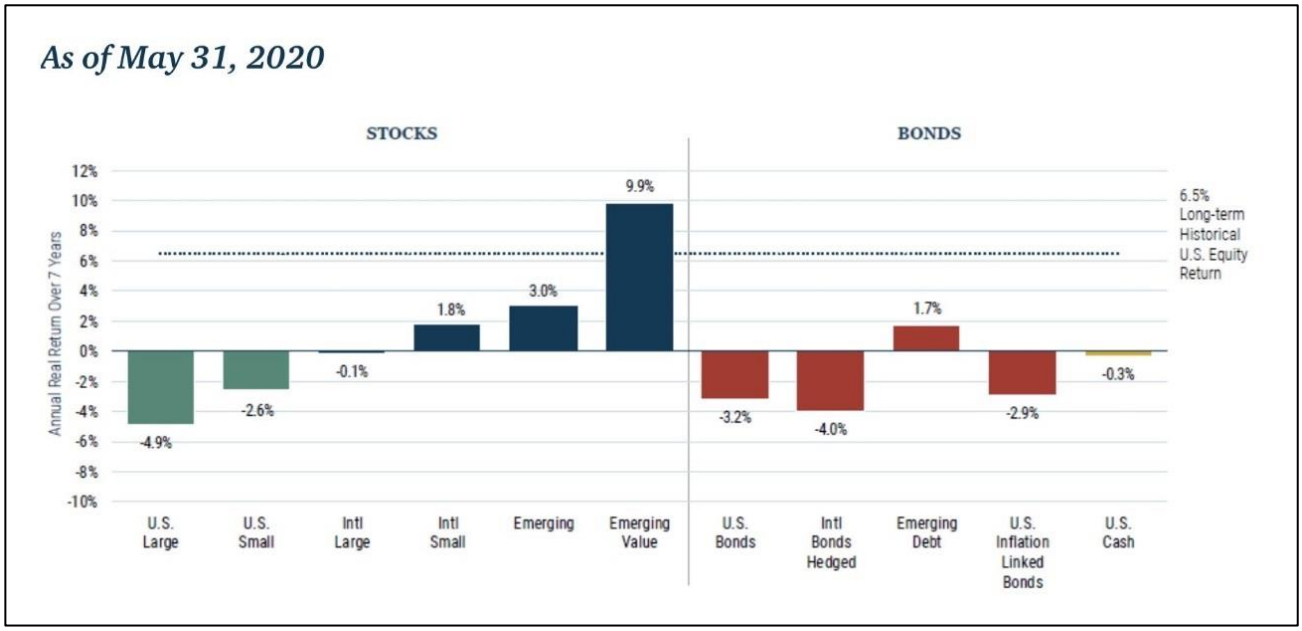
N_7: efecto nuevas medidas de Trump y China.

N_8: efecto anuncio rebaja de impuestos en Estados Unidos, pese al incremento del déficit público.

N_9: efecto petróleo y relaciones geopolíticas.

N_{10}: efecto aparición vacuna.

Tomado el precio máximo del S&P 500 antes del COVID-19, y aplicando la estimación de BPA de 175 dólares que había a finales de 2019 para el año 2020 (hoy ese BPA son 109 dólares y para 2021, 161 dólares) y el PER 12m *forward* histórico, salía un precio para el S&P 500 de 2.538 puntos, con lo que para llegar a los 3.394 puntos podíamos concluir que 716 puntos venían de la variación positiva de una parte de alfa (política monetaria) y beta (TINA, *there is no alternative*). Creo que, en el medio plazo, la variación de alfa y beta puede ser negativa por el hecho de que se abran los ojos sobre los pobres crecimientos a los que nos vamos a enfrentar y el efecto FAANMG se difumine por una mayor regulación y carga impositiva. Y no es un tema que solo lo vea yo, les dejo las previsiones de GMO sobre la posible evolución de los activos en términos de rentabilidad anual en los próximos 7 años. Recientemente, Jeremy Grantham nos ha dejado una cita que no es muy habitual escucharle, que dice: "*stocks markets are lost in one-sided optimism*".



Entenderán que esto es importante para mí, y es la razón por la que sigo pensando que hay una oportunidad buena de estar en la parte corta de algún índice que en este ejercicio de expansión de múltiplos se ha extralimitado. En mi caso creo que eso se da en el Nasdaq 100, cuyas valoraciones actuales no son muy

sostenibles y donde la "V" se ha sobrepasado con creces. Se me hace muy difícil pensar que, con un déficit público de más del 15%, no vayan a cambiar las tasas impositivas de las FAANMG y que, con los crecimientos que vamos a tener, se cumplan las cifras de ventas que para muchas de estas compañías el mercado está asignando.

Amazon debe crecer en ventas al 18% anual para tener en el año 2024 un BPA de 98 dólares y justificar un PER del año 2024 de 27 veces, ahí es nada. No les quiero decir lo de Netflix, donde se necesitan crecimientos de ventas desde los 24.700 millones de dólares previstos para 2020 (6.800 millones de dólares en 2015) hasta los 45.000 millones de dólares previsto en 2024 para obtener un BPA de 18 dólares que es pagar hoy un PER 25 veces del año 2024, y es que en el Nasdaq es todo un "si pasa en el 2024" y creo que este índice es un buen ejemplo de lo que es la manía del mercado. Y, sin entrar a calificar si es "burbuja" la cotización de las grandes, me atrevo a decir que son valoraciones "ultra exigentes" en comparación con la cartera de acciones de Abante Pangea, que creo que muestran una infravaloración enorme y que depende más de eventos propios que de tendencias de mercado.

En términos de valoración, como pueden ver en el siguiente gráfico, existe poco margen de seguridad, y el PER no es alto porque el BPA haya bajado, al contrario, se estima en 350 puntos el 12m *forward* vs 325 en 2019 y para 2021 se esperan 407 puntos. Por tanto, lo que tenemos es una clara expansión del PER en un momento en el que la economía de Estados Unidos se enfrenta al abismo fiscal y económico.

Tomando como referencia la cifra de BPA de 415 en 2021, que no es ser un pesimista, ya que es subir un 30% con respecto a 2019, y aplicando un PER 20, que también es ser generoso, ya que es por encima de la media de valoración del período 2014/2020 (elimino la zona de PER de 2008/2013 que hace bajar la media) nos daría una valoración generosa de 8.300 puntos para Nasdaq 100 (coincide con la parte alta del canal alcista que viene desde 2009), frente la zona de los 10.300 puntos donde estamos en la actualidad. Y esta es mi valoración optimista, la real está más en la zona de los 7.500 puntos.

Ha sido sorprendente estos meses ver cómo se ha producido cierta locura en valoraciones, no solo en alguna de las grandes, sino que se han incorporado valores que sí que puedo afirmar que están en clara burbuja y ese comportamiento de burbuja de ciertas compañías produce que, al final, en las grandes se expanda de forma natural la "ultra exigente valoración" que ya no tienen ningún margen de seguridad y alejadas de la realidad macroeconómica, y algunas como Tesla fuera de la realidad absoluta con posibilidad de pérdidas del 50%.

Dentro del capítulo de absurdos del año destacaría Nikola. Adjunto el texto que compartí con mis compañeros, con fecha 10 de junio 2020:

Nikola Tesla nació en 1856 en Croacia y murió en 1943 en New York. Fue el pionero en los motores de corriente alterna e hizo infinidad de aportaciones en el mundo del electromagnetismo, siendo un referente para que Elon Musk pusiera su nombre a la compañía Tesla. Quizás Edison, con el que la relación no era muy buena según dicen, fue más conocido, pero podemos decir que a día de hoy el nombre de Tesla vale ya 174.504 millones de dólares frente a los 80.0000 millones de euros que suman Daimler y BMW. Pero este post no es para hablar de si Tesla está o no barata, es para presentaros la nueva aportación que Nikola Tesla ha hecho al mundo financiero con su legado y es hablar de otra compañía que se llama Nikola, ticker Bloomberg NKLA US, que se dedica a hacer camiones eléctricos y de hidrógeno, y que ayer batió a FORD en market cap, alcanzando una valoración de 28.774 millones de dólares, ahí es nada. Las ventas de 2020 son de 0 dólares y tiene un libro de preórdenes de 14.000 vehículos con los que espera tener ventas de 3.226 millones de dólares en 2024, frente a las ventas previstas de Ford para 2020 de 114.000 millones de dólares después de tener cerca de 150.000 millones de dólares ventas en 2019. Os dejo la presentación de la compañía, para que veáis que merece la pena, y mirad la página 26, en la que están las previsiones y cómo hablan de márgenes EBITDA del 25%. La compañía cotizaba a 10,5 dólares el 18 de marzo de este año y ayer cerró a 79,7 dólares, llegando a tocar en la sesión 93,99. Evidentemente, la relación de causalidad es que es la nueva Tesla de los camiones y los pioneros del hidrógeno. Llevo varios días analizando la compañía y la verdad es que estoy fascinado y no entiendo mucho, también recomiendo la página 19 para que veáis lo fácil que es ganar dinero en un PowerPoint. Creo que esta compañía es un buen ejemplo del tipo de comportamientos emocionales que estamos viendo. Agradecería ayuda si alguien me puede dar luz para que pueda entender esto, ya que igual es todo verdad y llega a valer lo que Tesla. La presentación merece la pena leerla, es muy buena comercialmente. Yo, personalmente, cuando la leía hubo ratos que pensé que quizás "this time is different". Un saludo.

Y si quieren seguir profundizando:

Para mañana, por si queréis seguir pasando un rato de análisis fundamental curioso, seguiremos con el análisis de valor de las compañías NIO, el Tesla chino, y de Lululemon Athletica, las mallas y ropa deportiva que no puedes dejar de tener y que te transforman en Usain Bolt y Shelly-Ann Fraser-Pryce. LULU vale en bolsa la nada ridícula cifra de 40.839 millones de dólares, con unas ventas de 3.900 millones de dólares vs Inditex que tiene unas ventas de 27.000 millones de euros y un market cap de 83.000 millones. Mirad las páginas web de ambas, no os asustéis con el precio de las mallas deportivas, que no es para tanto en comparación con volar sobre el asfalto. La verdad os digo que esto de analizar compañías estadounidenses y chinas en tendencia y que no paran de subir, es mucho más divertido que andar preocupado analizando el modelo de Covestro, Rio Tinto o Mowi. Un abrazo a todos y pasad buen día.

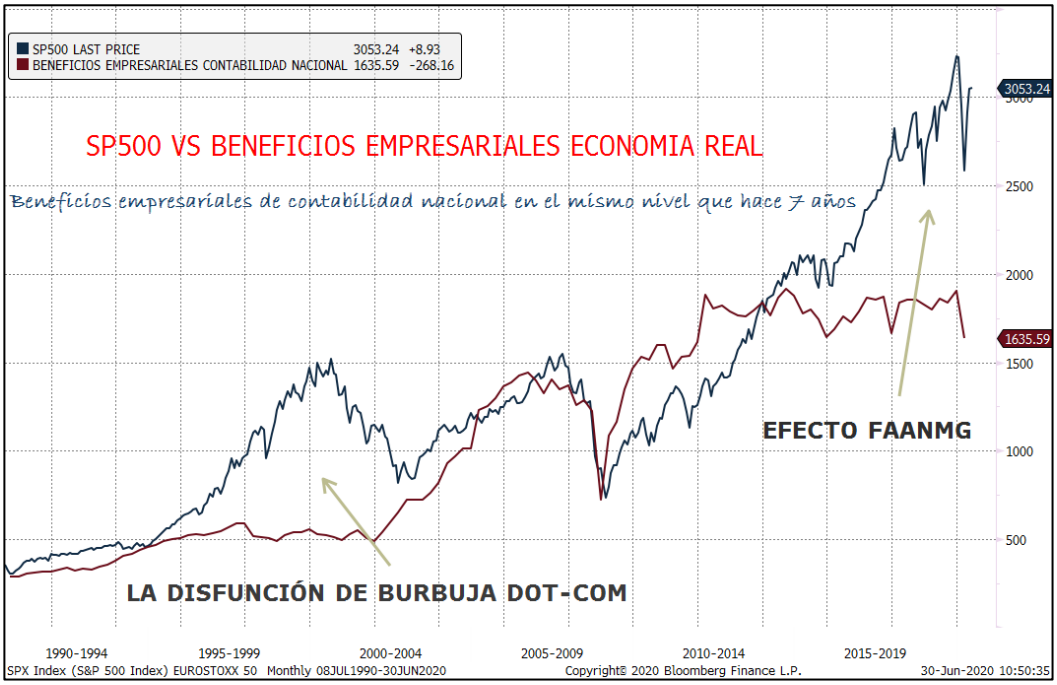
Mientras escribía esta carta me ha llamado un amigo mío, excelente gestor *value*, y me ha preguntado que si he visto la valoración de Spotify, que él no entiende nada. Bueno, le he dicho que en cuanto acabe la carta me pongo a analizarla, pero que ya le anticipo que el primer número que he visto es que están en pérdidas.

Por tanto, creo que el posicionamiento del fondo, con una cartera de renta variable en una proporción del 30/40% y cubierto en una proporción flexible del 20/40%, como en los últimos meses, es una opción interesante en un escenario de sobrevaloración de los mercados y posibles caídas de más del 15%, en la medida en que después del verano se vaya poniendo de manifiesto el largo camino lleno de deuda que tenemos por delante. Los valores de la cartera han tenido un buen comportamiento, como se puede ver en la tabla inicial de esta carta, y creo que el mes de junio es una muestra de que el fondo, aun subiendo el Nasdaq, puede dar rentabilidades positivas. También verán que el impacto de la cobertura es muy bajo, a pesar de haber estado corto en el Nasdaq, que ha subido en el año un 16%.

Pangea es una alternativa para aquellos inversores que no optan a 100% de renta variable, que no encuentran valor en la renta fija y que se quieren posicionar en bolsa con una volatilidad más controlada que la del mercado y con

ciertas dosis de protección en esta fase del ciclo. El fondo tiene compañías con una fuerte infravaloración que hace que las rentabilidades puedan ser muy positivas en los próximos meses.

Los mercados se mueven en una disfunción curiosa entre lo que pasa en la economía real y lo que pasa con las compañías grandes, y eso es lo que he querido reflejar en el siguiente gráfico, que demuestra la auténtica realidad de los beneficios empresariales y la bolsa y, aunque en 2000 la situación de beneficios era irreal para las *dot-com* y ahora sí que generan fuertes beneficios, lo hacen, pero a costa de monopolio y bajos impuestos. Observen cómo en la economía real los beneficios están en el mismo nivel de hace 7 años y eso no es una asignación eficiente de recursos económicos. Hay una buena parte de estas compañías que no están cotizadas que están muy afectas por el impacto de las grandes compañías, e intuyo que no gozan de ese escenario regulatorio tan favorable.



Y en un mundo en el que las cifras de deuda y déficit van a ser las que les pongo abajo con las estimaciones revisadas en junio del Fondo Monetario Internacional, no creo que este mercado se merezca una expansión de PER y valoraciones como las que hemos hablado anteriormente. Vivimos en un mundo irreal y paralelo en el Nasdaq, que creo que está cerca de darse la vuelta de manera severa, con los efectos positivos que ello tendrá en el fondo.

Annex Table 1. General Government Fiscal Balance and Gross Debt, 2018–21: Overall Balance and Gross Debt

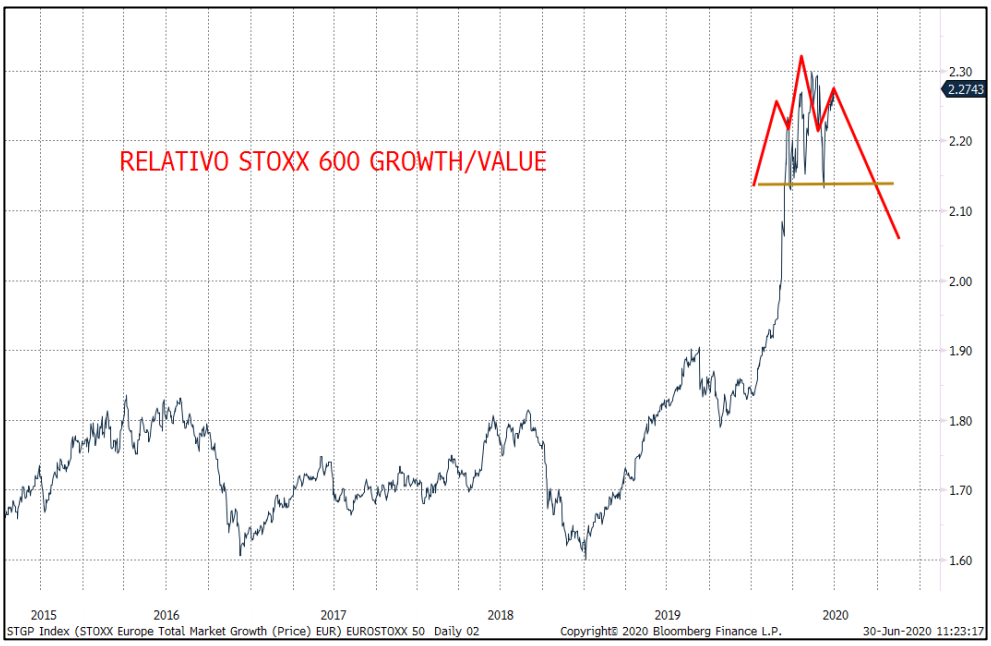
(Percent of GDP)

	Overall Fiscal Balance						Gross Debt					
			Current Projections		Difference from April WEO Projections				Current Projections		Difference from April WEO Projections	
	2018	2019	2020	2021	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2020	2021
World	**-3.1**	**-3.9**	**-13.9**	**-8.2**	**-4.0**	**-2.0**	**81.2**	**82.8**	**101.5**	**103.2**	**5.1**	**6.6**
Group of Twenty (G20)	**-3.7**	**-4.5**	**-15.4**	**-9.1**	**-4.6**	**-2.2**	**88.6**	**90.4**	**111.2**	**113.3**	**5.7**	**7.5**
Advanced Economies	**-2.7**	**-3.3**	**-16.6**	**-8.3**	**-6.0**	**-2.8**	**104.0**	**105.2**	**131.2**	**132.3**	**8.8**	**10.4**
Advanced G20	-3.3	-4.0	-18.0	-9.1	-6.5	-3.0	**111.6**	**113.2**	**141.4**	**142.9**	9.6	11.5
United States[1, 3]	-5.8	-6.3	-23.8	-12.4	-8.4	-3.7	106.9	108.7	141.4	146.1	10.4	14.2
Euro Area	-0.5	-0.6	-11.7	-5.3	-4.2	-1.7	85.8	84.1	105.1	103.0	7.7	7.4
Germany	1.9	1.5	-10.7	-3.1	-5.2	-1.9	61.9	59.8	77.2	75.0	8.6	9.3
France	-2.3	-3.0	-13.6	-7.1	-4.5	-0.8	98.1	98.1	125.7	123.8	10.2	7.4
Italy	-2.2	-1.6	-12.7	-7.0	-4.4	-3.5	134.8	134.8	166.1	161.9	10.6	11.4
Spain[2]	-2.5	-2.8	-13.9	-8.3	-4.4	-1.6	97.6	95.5	123.8	124.1	10.4	9.5
Japan	-2.5	-3.3	-14.7	-6.1	-7.6	-4.1	236.6	238.0	268.0	265.4	16.0	17.8
United Kingdom	-2.2	-2.1	-12.7	-6.7	-4.4	-1.3	85.7	85.4	101.6	100.5	5.9	4.7
Canada[3]	-0.4	-0.3	-12.6	-5.8	-0.8	-1.9	89.7	88.6	109.3	108.8	-0.3	0.3
Australia	-1.2	-3.9	-8.6	-8.4	1.1	-1.0	41.5	45.0	56.8	64.3	-2.5	0.3
Korea	2.6	0.4	-3.6	-2.4	-1.7	-0.8	40.0	41.9	49.5	53.4	3.2	4.3
Emerging Market Economies	**-3.8**	**-4.9**	**-10.6**	**-8.5**	**-1.5**	**-1.0**	**48.9**	**52.4**	**63.1**	**66.7**	**1.1**	**2.1**
Excluding MENAP Oil Producers	-4.0	-5.0	-10.6	-8.5	-1.6	-1.1	50.4	53.9	64.4	68.1	0.9	2.0
Emerging G20	-4.3	-5.4	-11.3	-9.1	-1.6	-1.0	**49.4**	**53.0**	**64.1**	**68.3**	0.8	1.8
Asia	-4.5	-6.0	-11.4	-9.8	-1.5	-1.3	49.3	53.5	64.9	70.3	0.8	2.3
China	-4.7	-6.3	-12.1	-10.7	-0.9	-1.1	47.0	52.0	64.1	70.7	-0.8	0.6
India	-6.3	-7.9	-12.1	-9.4	-4.6	-2.1	69.6	72.2	84.0	85.7	9.6	11.9
Indonesia	-1.8	-2.2	-6.3	-5.0	-1.3	-1.0	30.1	30.5	37.7	40.3	0.8	2.8
Europe	0.4	-0.6	-6.9	-4.8	-0.7	-0.6	29.3	29.0	36.4	37.1	0.0	0.8
Russia	2.9	1.9	-5.5	-3.9	-0.6	-0.9	13.5	13.9	18.5	18.8	0.6	1.7
Turkey	-3.7	-5.3	-8.4	-7.5	-0.9	-0.8	30.4	33.0	40.4	42.2	1.1	1.5
Latin America	-5.2	-4.0	-10.3	-4.8	-3.6	-0.9	66.6	70.6	81.5	79.7	3.6	3.6
Brazil[4]	-7.2	-6.0	-16.0	-5.9	-6.6	0.2	87.1	89.5	102.3	100.6	4.1	2.4
Mexico	-2.2	-2.3	-6.0	-4.0	-1.8	-1.8	53.6	53.7	65.9	66.3	4.6	7.3
MENAP	-2.9	-3.9	-9.8	-7.8	0.0	-0.1	40.1	44.7	55.2	56.4	4.0	3.6
Saudi Arabia	-5.9	-4.5	-11.4	-5.6	1.2	3.4	19.0	22.8	35.2	36.8	1.1	-1.9
South Africa	-4.1	-6.3	-14.8	-11.0	-1.5	1.6	56.7	62.2	79.9	84.6	2.5	-1.0
Low-Income Developing Countries	**-3.8**	**-4.1**	**-6.1**	**-5.1**	**-0.4**	**-0.2**	**42.9**	**43.1**	**48.2**	**49.0**	**0.8**	**1.3**
Nigeria	-4.3	-5.0	-7.3	-5.7	-0.9	0.2	27.7	29.1	36.5	36.8	1.2	-0.1
Oil Producers	**-0.6**	**-1.0**	**-8.4**	**-5.5**	**-0.8**	**-1.0**	**42.7**	**45.1**	**56.1**	**56.6**	**1.5**	**2.2**

Sí, han visto bien, los déficits en Occidente se situarán en dos dígitos en 2020 y en dígito alto en 2021, y me maravilla ver que hemos sobrepasado los máximos anteriores en el Nasdaq y que la mayor parte de los índices han recuperado entre un 61,8% y un 76,4% de la caída de marzo. Ficción, pero realidad, y todo ello gracias a los trillones que han sacado los bancos centrales, cuya intervención en el mercado de renta fija corporativa es ya una comparativa frente a la sociedad civil difícil de justificar, ya que a los Jones Brothers también les encantaría que les compraran deuda de su taller de chapa y pintura de Arkansas.

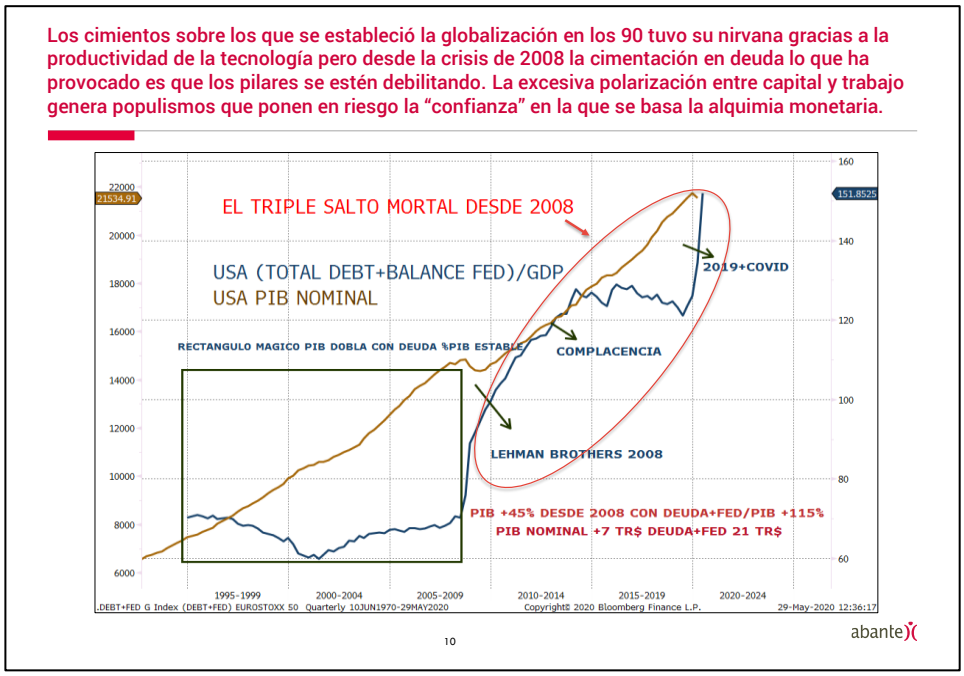
Como pueden ver, desde la MMT he intentado justificarles la razón por la cual creo que estar corto del Nasdaq 100 es una opción muy positiva, porque hay que tener liquidez en el fondo y porque hay que tener una cartera de acciones con un peso del 30/40% con eventos propios no correlacionados de mercado y, por ello, pienso que la estrategia del fondo es muy adecuada para los próximos años. Creo que en una cartera de fondos diversificada merece la pena tener un fondo así y que incluso pueda ofrecer un *performance* relativo muy positivo en caídas de mercado y una posición conservadora en las subidas.

Merece la pena tener este tipo de fondos de autor flexibles para los que invierten 100% en renta variable, es quizás meter un "*weird*", extraño, en la cartera, pero que puede aportar mucho valor lejos de la gestión pasiva. También creo en los próximos años existe una buena oportunidad para la gestión *value* frente al *growth*. No es todavía una señal clara, pero en el siguiente gráfico del relativo del Stoxx 600 Growth frente al Stoxx 600 *Value* se aprecia la posibilidad de una formación H-C-H -hombro-cabeza-hombro- que, de romper la zona de 2,15 puntos, puede hacer que la venta de *growth* sea importante.



Como pueden ver, desde la recomendación de un libro para el verano, les he intentado desgranar la estrategia del fondo y las tasas de inversión, tarea que todos los meses intento hacer de forma clara y creo, además, que la estrategia es sencilla de entender. Les dejo un link para que puedan ver el vídeo de la última presentación de estrategia que hice a comienzos de junio. En ella podrán, también, profundizar en los valores que tiene el fondo y en el amplio potencial que veo para los próximos años en términos de valoración. Además, por si en la carta anterior no consultaron el link a la última presentación de estrategia, se lo dejo otra vez, por si la quieren leer en este periodo estival.

Quizás el gráfico que mejor resume lo que desde hace años llevo desarrollando como "Quilombo Mundial" o "el mundo de arriba y de abajo" o "la sostenibilidad de lo insostenible", se puede observar en la siguiente transparencia de la presentación de estrategia, que muestra el grado de "dopaje" que llevamos desde 2008 y la razón por la que no acabaremos bien.



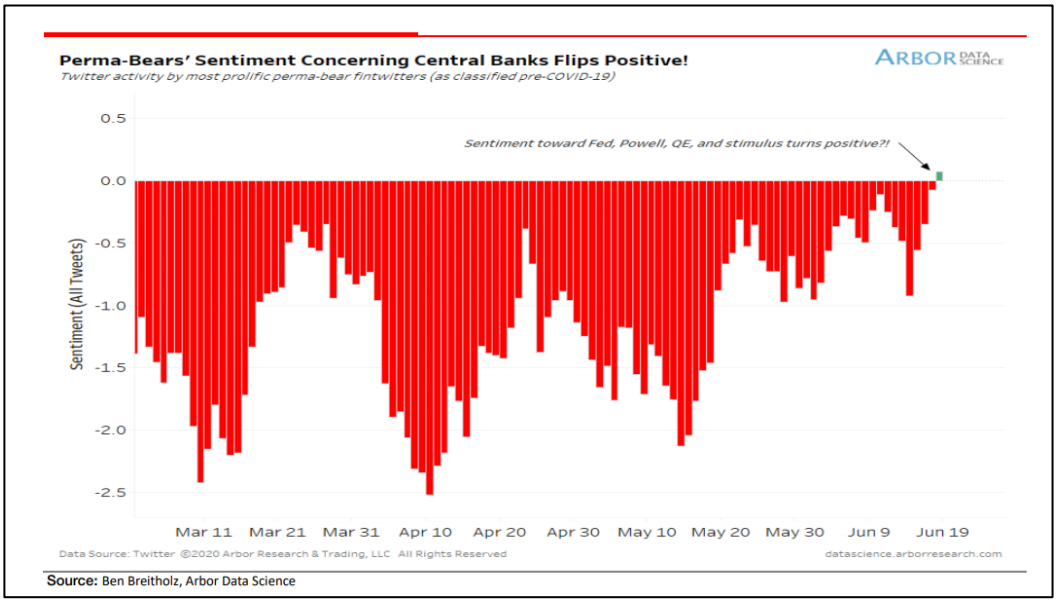
Como pueden ver, 21 trillones de deuda creados de la nada para crecer 7 trillones de PIB y, además, una bolsa que vive una realidad en las FAANMG y otra realidad de índices zombis desde 2008. Bueno, esto es, para mí, una razón suficiente para no jugar expandiendo el PER, no confiar en que las hojas de cálculo aguantan subidas de ventas del 18% porque sí, no creer en una estimaciones de consenso de BPA que siempre se revisan a la baja y para no tener pérdidas financieras severas, con lo que creo que esto es lo que debo hacer en términos de posicionamiento del fondo para ser coherente con el análisis fundamental y siempre pensando en evitar errores financieros de los que sea difícil salir.

El recorrido por la MMT no lo quiero acabar sin darles un ejemplo sencillo, aunque no sé sí lo conseguiré. El gráfico de arriba me recuerda a una reunión de socios de un campo de golf en la que alguien me preguntó por el valor de las acciones de esa instalación y les sorprendió cuando les dije que las acciones de ese campo de golf valen o valdrían, para mí, "cero". Y es que, si el campo de golf amplía capital (captación de un socio mediante cuota de entrada vía compra de acciones) para cubrir los gastos ordinarios de funcionamiento del club, entonces el capital tiende a cero. Lo suyo sería ampliar capital o endeudarse para poder crecer.

Bueno, pues con lo que les he puesto en el párrafo de arriba pasa un poco lo mismo. El "mundo", si cotizara como una acción, para mí valdría cada vez menos por la silenciosa devastación que estamos haciendo de las divisas y por la situación de la deuda.

El mundo está ampliando capital para cubrir los gastos ordinarios del Estado de Bienestar, ya que con el cash flow que genera el mundo, no se puede pagar ni sostener ya la deuda que se ha acumulado para vivir en globalización, con lo que el valor del mundo se está devastando. Más aún cuando ya el único que amplía capital o se endeuda es el Estado, gracias a un Banco Central que crea billetes de la nada, simplemente basado en la confianza (estado democrático con separación de poderes), pero con el problema de que esas ampliaciones de capital se asignan de forma ineficiente entre el capital y el trabajo, generando una desconfianza en el factor trabajo que busca refugio en políticas radicales que merman la confianza y el sistema monetario. Esto, en el largo plazo, no es para dar un premio (expansión de PER) ni estar muy tranquilo, por eso ahora la sociedad se preocupa por el formato en el que tener el dinero e incluso empieza a ver viejos históricos negacionistas del oro que empiezan a acumularlo.

Se acuerdan aquello de los bancos ampliando capital para pagar el dividendo, yo no lo entendía, me sentía tonto como con la MMT en la actualidad. Pero en aquella época se lo repetía a un buen amigo que le encantaba acumular acciones de Santander. Le decía: te están diluyendo con las ampliaciones de capital y el precio se ajustará (BPA 2006 0,92 vs 2019 0,45, con un nivel de beneficio neto absoluto igual), bueno esa devastación silenciosa merece la pena tenerla en cuenta y estar diversificado en una cartera de fondos con pensamientos distintos a los que actualmente el mercado tiene. Y ahora es más importante que nunca ya que, como pueden ver en el gráfico de inferior, hasta los "*perma bearish*" ven con buenos ojos ahora las políticas de estímulo, es lógico, cuando todo el mundo ve el abismo es aceptable todo. Yo creo que los bancos centrales también han hecho lo que tenían que hacer en una situación de pandemia, pero eso no quita para que en el largo plazo la mochila sea tan pesada que no se cumplan los planteamientos de contracción de PER y BPA que he desglosado en esta carta. Les recomiendo que sigan a Arbor Data Science, que la verdad ofrece datos de mercado con un punto de vista de análisis muy interesantes.



Para terminar les dejo dos links, que son dos joyas de comentarios al libro de Stepahnie Kelton, uno de Robert Murphy de Mises Institute que está en contra y otro claramente a favor, del profesor Hans G. Despein. Son dos artículos estupendos de dos personas relevantes, que espero que les ayude de cara a tener un mayor conocimiento de la MMT que, sin duda, está convirtiéndose en una corriente económica muy aceptada en este mundo tan complejo.

Conceptos como la soberanía monetaria, la inflación y no los ingresos como único límite para el mantenimiento de altos déficits fiscales, crear dinero de la nada para salvar compañías que han hecho malas inversiones o para mantener una globalización que no es justa en términos de asignación eficiente de recursos, han sido temas con los que he disfrutado mucho con la lectura de Kelton, y espero que ustedes también lo hagan.

En mi caso, no ha servido para que me cambie de acera. Y, a pesar de la imperante moda, sigo pensando de la macro lo que todos ustedes saben y es que, lo que más me chirría de la MMT es que da poca solución a países que no tienen soberanía monetaria y donde todo esto de la MMT es ciencia ficción.

Un país puede ser soberano de forma absoluta y emitir toda la deuda del mundo que quiera sin respaldo físico detrás, puede acumular deuda infinita y mantener déficit fiscal infinito pero, para eso, necesita que la deuda la compre el propio país, ya sean los ciudadanos o el Tesoro, ya que si dependes del exterior y con esos fundamentos macro te van a exigir un tipo de interés que no vas a poder pagar y devolver la deuda, con lo que para ser "soberano monetarista" necesitas obligatoriamente ser "soberano autónomo de recursos naturales, industriales e intelectuales ilimitados", lo que solo ocurren en un país llamado "Utopía".

Si no eres soberano en recursos, tendrás que poseer, al menos, una reserva de divisas distinta a la tuya y reconocida como "*fiat*" para poder vivir, con el coste en comparación a la tuya que supone. Es decir, Venezuela puede imprimir todos los billetes del mundo que quiera, acumular la deuda que quiera, pagar salarios a todo el mundo desde el Estado, de la cifra que quiera, para que la sociedad sea feliz, no exista la pobreza, pero sí, y solo sí, podrá hacerlo si no debe llamar a otro país para importar bienes de consumo (agua, electricidad, comida, tornillos, ordenadores, pañales, etc.) y, como todos saben, todavía no existe país en el mundo que tenga de todo para satisfacer a la sociedad. Bueno, no se vayan muy lejos y piensen en

este concepto de "soberanía autónoma", aplicado a Turquía, Perú o a Grecia si no estuviera en el euro, seguro que su bono a 10 años no sería del 1,2% y la deuda importaría a los proveedores que tendría que suministrar los bienes que Grecia no produce y necesita para tener una sociedad normalizada. Piensen también un rato la diferencia de un país que tenga reservas de oro o no para poder ser algo más "soberano autónomo" y poder transaccionar con otros países si la confianza disminuye.

Bueno, ya ven que esto de las teorías económicas, de las relaciones de causalidad, tiene todo un punto de fe y de creencia para que en el fondo se cumpla lo que uno quiere que pase. Son dosis de fe importantes a las que hoy en día nos tenemos que agarrar más que nunca. Para los que tengan dudas de fe y no quieran leer la MMT, les recomiendo el libro del joven jesuita José María Rodríguez Olaizola, titulado "En tierra de todos", que me regaló una amiga y que, la verdad, es que es una buena lectura de verano para ver cómo encajar algo tan complejo como es la iglesia en el siglo XXI y entender por dónde vienen las nuevas teorías de la fe y la confianza, que no son fáciles de entender.

Espero que disfruten con la lectura de la carta tanto como yo he disfrutado haciéndola y que utilicen los enlaces que he puesto al vídeo y la presentación de estrategia. Agradezco a Stephanie Kelton el libro que ha hecho ya que hace pensar, y es importante ver y entender otras teorías.

Como siempre, estaré a su disposición para tratar las dudas que tengan o intercambios de opiniones sobre los temas expuestos. No duden en ponerse en contacto por si quieren hablar de macro y *stock picking*.

La carta mensual de julio, que debería publicarse en la primera semana de agosto, se fusionará con la de agosto, por lo que la siguiente carta mensual se publicará en la primera semana de septiembre, cuando comentaré los meses de julio y agosto, tal y como he hecho en algún otro año.

Les deseo un buen verano.

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. Rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. El documento informativo de la carta mensual ha sido elaborado a fecha de 06/07/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.