

Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2020 ABANTE PANGAEA 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	1,71	-0,68	-2,60	-2,59	10,85	0,00	0,89
Pharol	0,12	-1,54	-1,51	0,20	0,72	2,91	1,49	-1,20	0,26	-1,78	2,82		2,30
Freeport McMoran	-0,27	-0,19	-0,57	1,07	0,05	0,60	0,15	0,17					0,87
Koninklijke KPN	-0,05	-0,24	0,15	0,01	0,10	0,18	-0,16	-0,01	-0,35	0,63	0,32		0,58
Cameco	-0,12	0,14	-0,15	0,68	0,08	-0,04				0,00	0,01		0,51
Vodafone	0,03	-0,20	-0,21	0,03	0,32	0,05	-0,15	-0,07	-0,31	0,03	1,01		0,47
Deutsche Telekom	0,00	0,04	-0,17	0,21	0,11	0,14	-0,08	0,07	-0,06	-0,22	0,39		0,47
Telefonica SA		-0,01	-0,10	0,01	0,02	0,04	-0,02	-0,08	-0,34	-0,16	0,84		0,25
Telefonica Deutschland	0,05	-0,15	-0,03	0,17	0,11	0,02				-0,01	0,09		0,24
BT Group		0,00	-0,06	0,03	0,01			0,01		0,05	0,30		0,23
Repsol								0,01	-0,07	-0,06	0,36		0,22
Engie			-0,01	0,04	0,08	0,02				0,00	0,09		0,20
BP PLC			0,11				-0,01	0,06	-0,07	0,00	0,03		0,17
Royal Dutch Shell			0,08					0,00		0,02	0,04		0,13
AB Inbev		-0,07	-0,02	0,07	0,04	0,04							0,11
Telekom Austria										-0,10	0,22		0,11
Galp			0,01					0,00	-0,05	-0,09	0,24		0,11
Fresenius SE		0,00	0,04							-0,01	0,07		0,10
Orange	-0,03	-0,07	-0,08	0,00	-0,04	0,01	-0,18	-0,19	-0,24	0,48	0,44		0,08
Danone										0,00	0,07		0,06
Bayer AG										0,00	0,05		0,05
EDP Energias			0,03										0,04
Total SE										0,00	0,04		0,04
Eutelsat Communications								0,00	0,04				0,03
Glaxosmithkline										0,00	0,02		0,02
Tele2 AB										0,00	0,02		0,01
China Mobile								0,01					0,01
EDF			0,01	0,02									0,01
Naturgy Energy Group								0,00					0,00
Veolia Enviroment								0,00					0,00
Glencore			0,00										0,00
Carrefour													0,00
Exxon Mobile								0,00	-0,06	-0,02	0,09		0,00
Roche Holding AG													-0,01
Pangaea Oncology	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,03	-0,05	0,05	-0,01	0,04	0,01		-0,01
Solocal Group	-0,05	0,02											-0,02
OI	0,18	-0,07	-1,79	0,30	0,39	1,01				-0,10	0,31		-0,03
CIR	0,12	-0,21	-0,60	-0,09	0,03	0,04	-0,22	0,15	-0,09	-0,18	1,00		-0,05
Rolls Royce	0,00	-0,03	-0,15	0,00	-0,04	0,08							-0,15
Mosaic	-0,05	-0,11	-0,26	0,04	0,03	0,11							-0,25
Ivanhoe Mines	-0,13	-0,07	-0,19										-0,39
Telecom Italia	-0,26	0,07	-0,64	-0,06	-0,26	0,30	-0,08	0,48	-0,51	-0,62	1,03		-0,42
Thyssenkrupp	-0,10	-0,33	-1,00	0,54	0,02	0,26	0,04	-0,09					-0,64
Cia de Minas Buenaventura	-0,23	-0,36	-1,30	0,09	0,15	0,40	0,59	0,44	-0,27	0,02	-0,32		-0,74
Technicolor	-0,10	-0,77	-0,11										-0,89
Consol Energy	-2,18	-1,41	-1,16	2,76	-0,46	-0,97	0,39	-0,49	-0,47	-0,51	1,29		-2,97
Derivados	-0,9	2,2	3,2	-3,3	-2,3	-2,2	-3,7	-5,5	3,5	2,0	-6,5		-12,8
Divisa y Renta Fija	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	-0,1		-1,4
TOTAL RESULTADO CARTERA	-4,0	-3,1	-6,5	2,7	-1,3	2,5	-2,2	-6,4	1,0	-0,6	4,3		-13,3

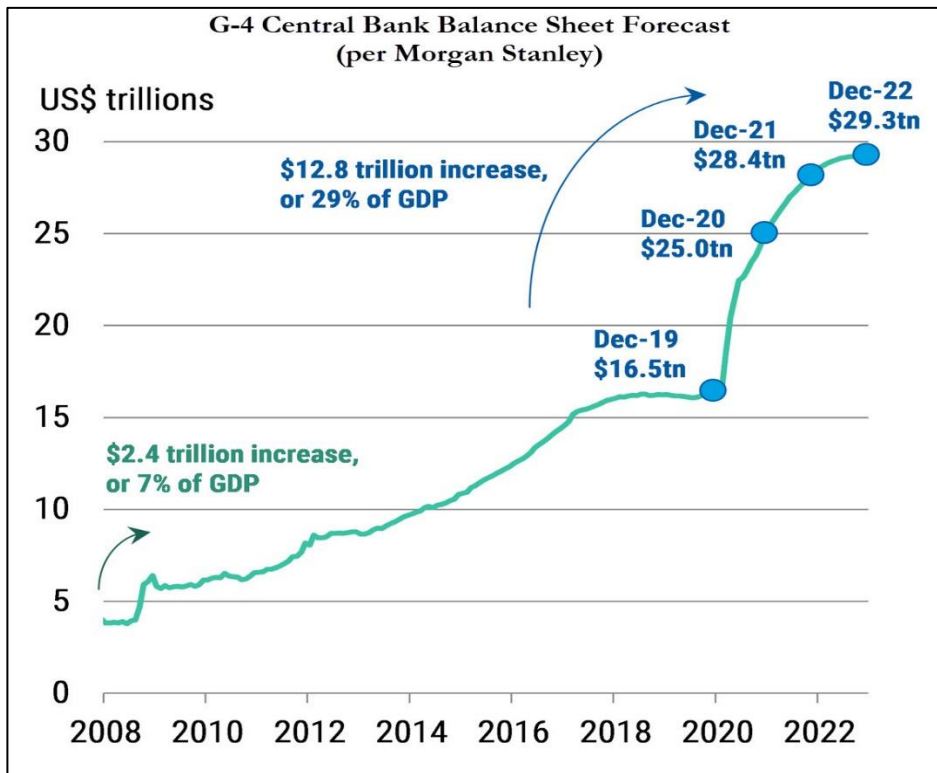
Abante Pangea se encuentra muy bien posicionado en estos momentos en los que estimo que el Nasdaq mostrará caídas de al menos el 20/25%. Además, algunos valores principales de la cartera están teniendo eventos que pueden hacer que en los próximos meses afloren su alto valor oculto, teniendo la cartera una infravaloración de, al menos, un 50% en los principales valores que la componen.

A pesar de la fuerte subida del Nasdaq, con el efecto negativo que tiene en la parte corta, la posición larga del fondo en acciones ha tenido un excelente comportamiento, como toda la temática *value* en noviembre. Esto ha hecho posible tener un buen resultado, a pesar de que el mercado estadounidense sigue cabalgando en los máximos.

Las expectativas descontadas todos los días de inyecciones de liquidez por parte de bancos centrales y la ya deseada puesta en marcha de la vacuna siguen siendo los *drivers* que están haciendo que, en este mundo de tipos cero que genera ese mundo TINA (*There Is No Alternative*), la expansión de multiplicadores esté llevando a los índices a cotas en las que no existe margen de seguridad.

Tesis de inversión Abante Pangea 2021

Les quiero comentar mi tesis de inversión para 2021, aunque realmente no sé si se debería hablar de 2022, ya que todo el mundo da por hecho que 2021 es un año de transición que conseguirá los BPA de 2019 y que después, en 2022, se superarán con creces. Y, a su vez, se está aplicando un PER con una prima de al menos el 40% sobre la media de los últimos diez años, donde ya la expansión monetaria fue implementada.



¿Qué es lo que tenemos a nivel global? Bolsas en máximos, especialmente las que reciben el flujo del mundo TINA y gestión pasiva (MSCI World, S&P 500 y Nasdaq 100), mercado de la vivienda en máximos, precio de los bonos corporativos en máximos, precio *high-yield* en máximos, 16,5 trillones de dólares de deuda con *yield* negativo, bancos centrales con expectativa de que sigan inyectando dinero y a Janet Yellen entrando en el escenario de las puertas giratorias, siendo nombrada -cuando llegue el momento- secretaria del Tesoro.

Es decir, vamos a salir del peor año de la historia económica con casi todo en máximos y, quizás, con casi todo descontado, con lo que tomar una decisión de inversión en este escenario no es fácil. Y es que aunque quieras vender algo porque lo veas caro, la pregunta que automáticamente surge es: ¿qué hago con el dinero? La opción de vender y tener *cash* no suele ser la opción más elegida por los inversores y por los gestores.

El posicionamiento del fondo sigue siendo una cartera de renta variable con valores que creo que muestran una importante infravaloración y que tienen un potencial muy superior al del mercado, donde el margen de seguridad es limitado. La posición corta sobre el Nasdaq 100 tiene un valor importante en la medida en que espero que se pueda monetizar por debajo de los 10.000 puntos durante 2021, frente a los 12.400 puntos actuales.

Si tuviera que decir valores grandes con los que pasar 2021 para aquellos inversores que no tengan claro que eso de las FAANG pueda seguir así, o que Tesla vaya a caer al menos un 60%, la lista de valores sólidos de calidad para refugiarse en 2021 sería: Deutsche Telekom, Orange, Engie, GlaxoSmithKline, Roche, Carrefour, Danone, Bayer y Telekom Austria.

Pharol sigue siendo el valor que más potencial tiene, [tal y como expuse en mi última carta mensual](#), en la que establecí niveles por encima de 0,30 euros, frente a los 0,12 euros actuales. Creo que **Consol Energy** sigue siendo una posibilidad real de más que doblar su actual valor, sobre todo dado los precios actuales del gas que deben favorecer a los del carbón, amén del continuo incremento de demanda de los países emergentes.

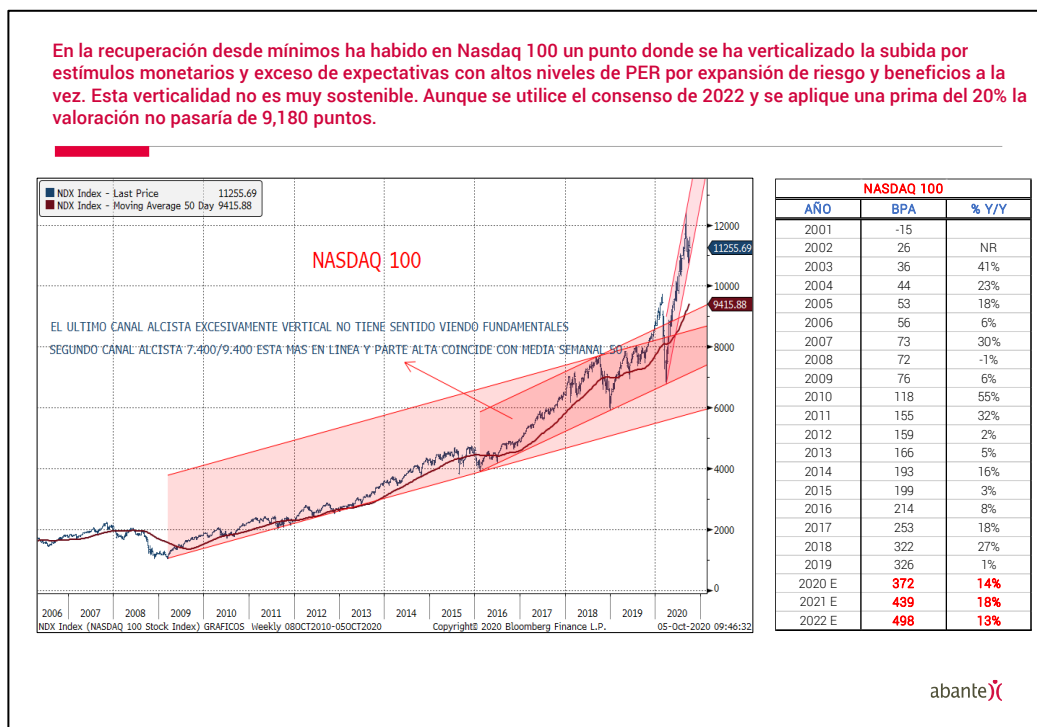
La tímida entrada en petroleras que hice el mes pasado debía haberse hecho con más contundencia ahora que se ha visto la fuerte subida que han tenido. La política de Pangea es ir entrando de forma paulatina, poco a poco y, especialmente, aprovechar cuando se producen caídas en el mercado. He vendido la pequeña posición en petróleo que pude comprar con buenos beneficios y ahora estoy a la espera de poder comprar a mejores precios y con mayor margen de seguridad durante los próximos meses.

Después de importantes plusvalías en **Telefónica** y **BT**, he vendido las posiciones con vistas a poder comprarlas otra vez en 3 euros y 100 peniques, respectivamente.

En noviembre, las nuevas incorporaciones en cartera han sido: **Roche** y **Carrefour**. Roche, con un FCF anual de 16.000 millones de francos suizos y creciente hasta cerca de 20.000 millones en 2025 sigue siendo una roca con una caja neta de 8.500 millones esperada para 2021, lo que nos deja una compañía que tiene un *market cap* de 260.000 millones, con un FCF Yield del 6%, dividendos del 3% y con PER 14 en 2022. Una buena sombra protectora en la que estar invertido en relativo frente a los excesos descontados para 2025 en las FAANG.

Con respecto a la posición corta sobre el Nasdaq 100 me remito a la transparencia de la [última presentación de estrategia](#), donde reflejo que, a pesar de haber dado una prima del 20% al PER 2 años *forward* del Nasdaq y asumir que los beneficios crecen hasta los 500 puntos en 2022 desde los 320

actuales, el consenso ya ha caído desde los 372 que estimaban cuando hice la presentación, el precio objetivo del Nasdaq 100 lo sitúo en 9.180 frente a los 12.400 actuales.



Exceso de dopaje de los bancos centrales, expectativas más que descontadas de crecimientos del año 2025 -que pueden no darse por cambios regulatorios y fiscales-, PER Nasdaq 100 32,2x similar a la burbuja de 2000, CAPE de Shiller cerca de nivel de exuberancia, inflación de valoración provocada por la indexación, déficit público del 17% y una deuda impagable que hace necesario que Estados Unidos se adentre en el mundo de las *yield* negativas de crecimiento, son las razones por las que creo que será muy rentable mantener la posición corta del Nasdaq 100, ya que se avecinan caídas importantes, acorde con los modelos, aunque el flujo del mundo TINA sigue desafiando la gravedad. Estos, hay veces que no funcionan, pero la regresión a la media es muy tozuda y estamos cerca de que suceda.

Por tanto, creo que Pangea es una buena alternativa para aquellos que piensen que Estados Unidos está caro y que quieran introducir un producto con algo de descorrelación frente al mercado. Ahora que la selección de valores está funcionando muy bien y que, a pesar de que el Nasdaq 100 está en máximos, el fondo sube, creo que es una oportunidad barata para comprar el fondo, cobertura sobre el Nasdaq 100 y una cartera larga de valores de calidad, alguno de ellos con altos dividendos.

Todo el mundo tiene sus modelos, y creo que debo seguir aplicando el trabajo de análisis fundamental que hago. La tesis principal de que en este mundo que camina en deflación con una deuda impagable y subvencionado por la impresión ilimitada de los bancos centrales, se merece un PER mucho más bajo que el actual. Es algo que he expuesto muchas veces, pero también otras personas más autorizadas que yo y creo que tiene y tendrá mucho sentido introducir fondos como Pangea, no vaya a ser que la fiesta del Nasdaq se acabe y los valores *value* lo hagan en relativo mucho mejor.

Creo que en 2021 no hay que comprar bitcoins, ni renta fija de ningún tipo; hay que ponerse corto del Nasdaq 100, evitar la tentación de Tesla y si te encuentras un billete en la calle, ponte corto también. No compraría indexación en Europa -que cotiza a multiplicadores PER con primas del 28% frente a la media de los últimos diez años- y sí compraría oro, donde la fiesta ni ha empezado. Compraría también dólares en la zona de 1,21 y 1,25 con objetivo 1,15, compraría *value* frente a *growth*, gestión activa frente a gestión pasiva, vendería futuros del S&P 500 en el posible *melt-up* a la zona de 3.800/4.200 utilizando cinco niveles, compraría una PUT fuera de dinero del Nasdaq y los valores de calidad que antes les he comentado.

Comparto con ustedes este texto de GMO que expresa muy bien lo que muchos gestores sentimos en esta fase de mercado en la que, utilizando el análisis fundamental, las cosas no han funcionado, pero pensamos que van a funcionar y que todo el trabajo extra que se está haciendo merece la pena.

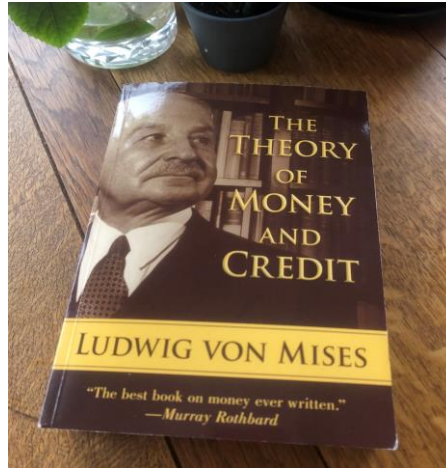
Value Investing Is a Paradox...Just Like 1999

Value investing is full of paradoxes. First, the relationship between a Value manager and its client is sadly and tragically paradoxical: clients tend to fire us at the very moment they need us the most, and they need to hire us exactly when they are least likely to do so. Then there's the paradox of the business model itself because clients will be perennially unhappy! In rapidly rising markets, Value styles lose in a relative sense; and then in down markets, yes, we lose less, but we still lose! Value investing is an amazing investment model, but a horrible business model. Finally, there is the paradox of confidence. At the very moment that our clients are the least confident in us – because crazy prices are getting crazier, valuations spreads are getting wider, speculative mania is getting more manic, and career risk is getting more uncomfortable – we at GMO become the most confident in Value's eventual reversal.

How do we make sense of this paradox? We look to a similar period when we trusted in mean reversion when everyone else was doubting it. A period when sticking to a process seemed prudent and disciplined, while others called it stubborn, antiquated, and inflexible. And a period when the worst business decision for GMO ended up being far and away the best and right thing to do for our clients. In other words, a period like 1999.

Pedir no es una faceta que sea agradable para un gestor, pero con humildad les pido que crean que Pangea es una buena alternativa de inversión y, si lo creen oportuno, que pueda contárselo con la presentación última estrategia, para poder convencerles y hacer crecer el fondo en patrimonio. El gestor se encuentra como un *millennial* con ideas geniales y ganas de hacer que el mercado se las compre a pesar de que se encuentre disfrazado en un cuerpo de 53 años, con 27 años dedicados al mercado. Es como si fuera un *private equity* que quiere promocionar su *start-up*. Pues eso es lo que es, y es que tengo pleno convencimiento de que es un producto idóneo y complementario en las carteras, en este momento actual de mercado donde, quizás, la complacencia o las prisas por seguir a las FAANG pueden nublar la visión de que hay otras alternativas.

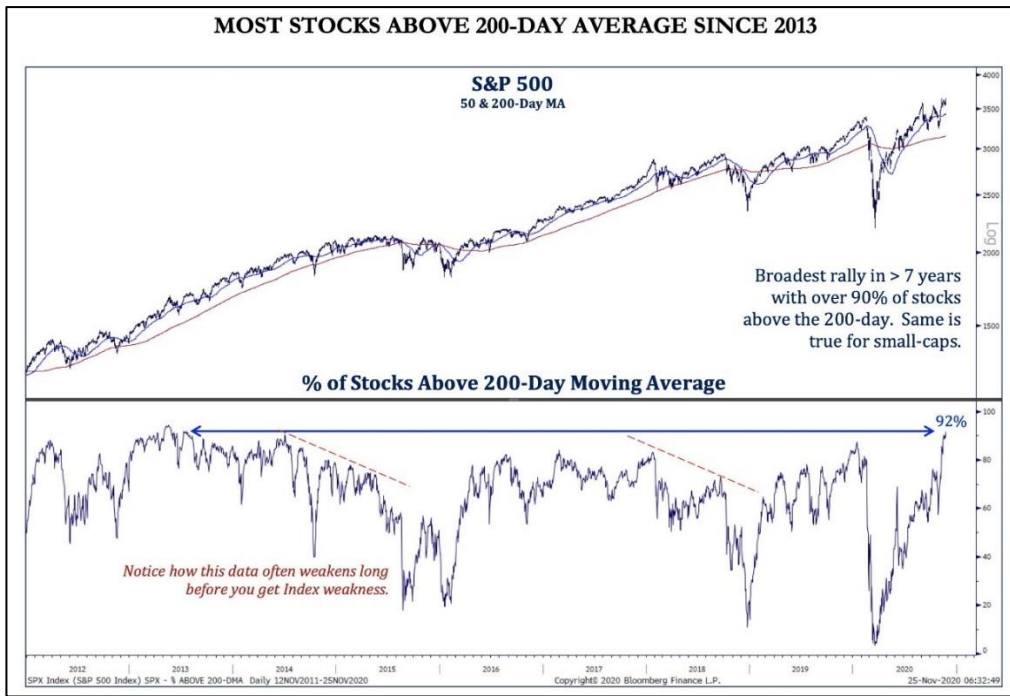
Como libro para estas navidades les recomiendo, ya que en su día les recomendé uno de la MMT (“The Déficit Myth” de Stephanie Kelton), que se lean algo muy clásico de cara a 2021, ya que no está de menos ver conceptos distintos a los actuales, no vaya a ser que eso de “devastar el valor del dinero” sea cierto, tal y como lo pensamos una parte del mercado.



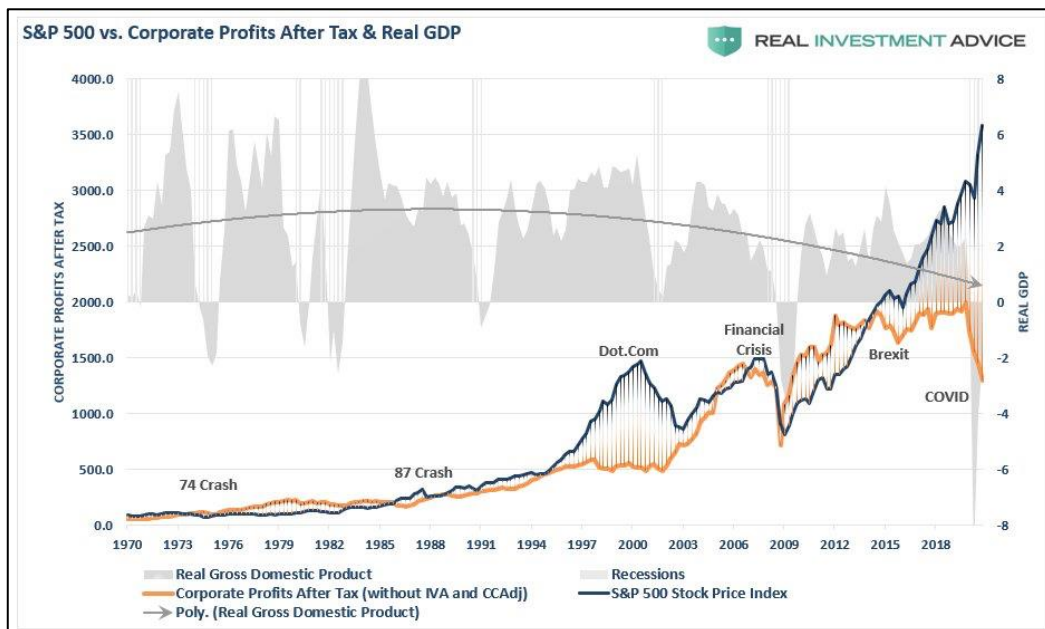
Creo que está bien ver las opiniones en las que se han forjado muchos de los modelos que hoy puede ser que temporalmente no funcionen y pararse a reflexionar sobre que este mercado lleva un grado de dopaje de liquidez creada de la nada que hace que no compense tomar riesgo y sí venderlo.



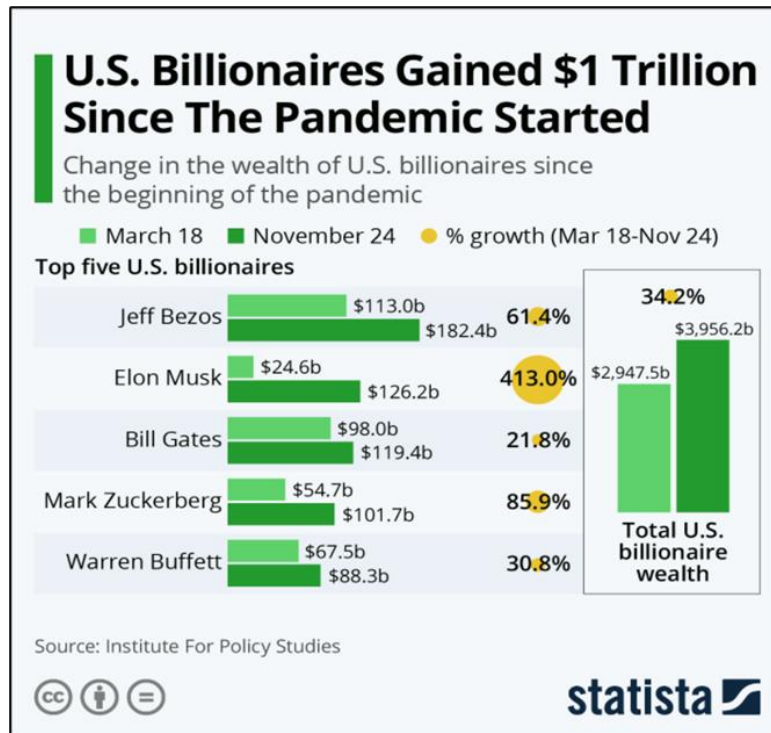
Y más aún cuando estamos en niveles de sobrecompra muy claros no vistos en los últimos siete años y con un porcentaje de valores en el S&P 500 por encima de la media de 200 sesiones del 92%, cifra extrema que suele marcar correcciones, al menos de corto plazo, del 10/15%.



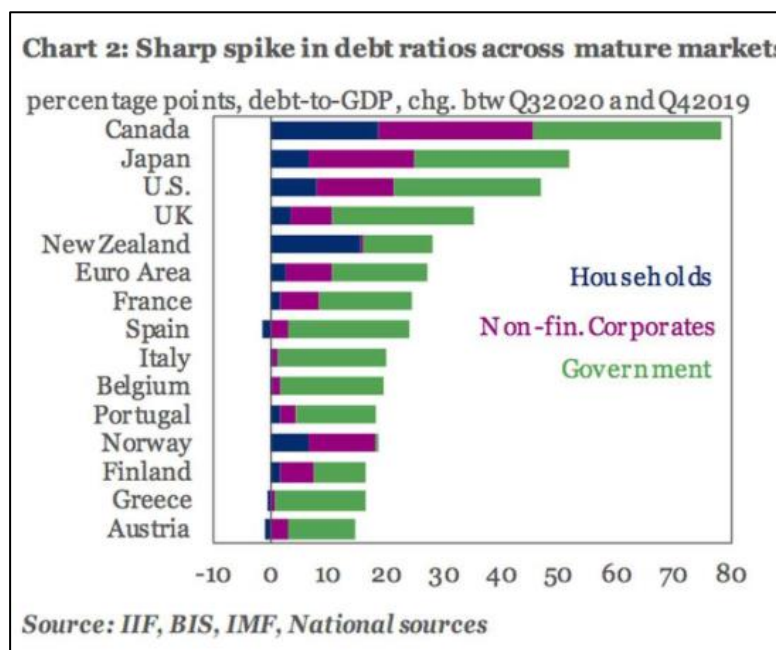
Y, sobre todo, cuando la desconexión entre la realidad de los beneficios de la economía real, los del S&P 500 y la bolsa son realidades distintas y divergentes, generando una desigualdad peligrosa entre capital y trabajo en este mundo globalizado que necesita subvención sistemática, pero de la que se beneficia solo *Wall Street*.



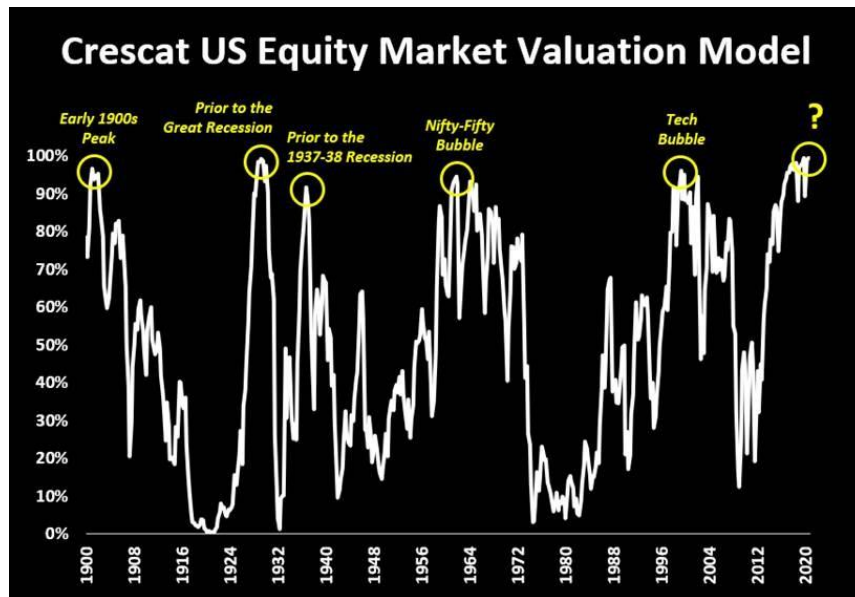
Y donde algunos van a pasar gracias a esa “distorsión insostenible no regulada y barata en impuestos” las navidades de su vida.



Les recomiendo también que vean [el vídeo del “debate-diálogo-monólogo- frontón”](#) del político canadiense Pierre Poilievre con Chrystia Freeand, ministra de Finanzas, ya que no tiene desperdicio, sobre todo en un país donde la deuda cabalga a una marcha difícil de entender con el concepto bucólico de Canadá que tenemos. Si están en el Congreso de los Diputados les invitó a que hagan la pregunta a alguno de los 18 ministros, cuatro vicepresidentes o al presidente del Gobierno de España si está disponible para contestar a la misma pregunta que hace el diputado canadiense.

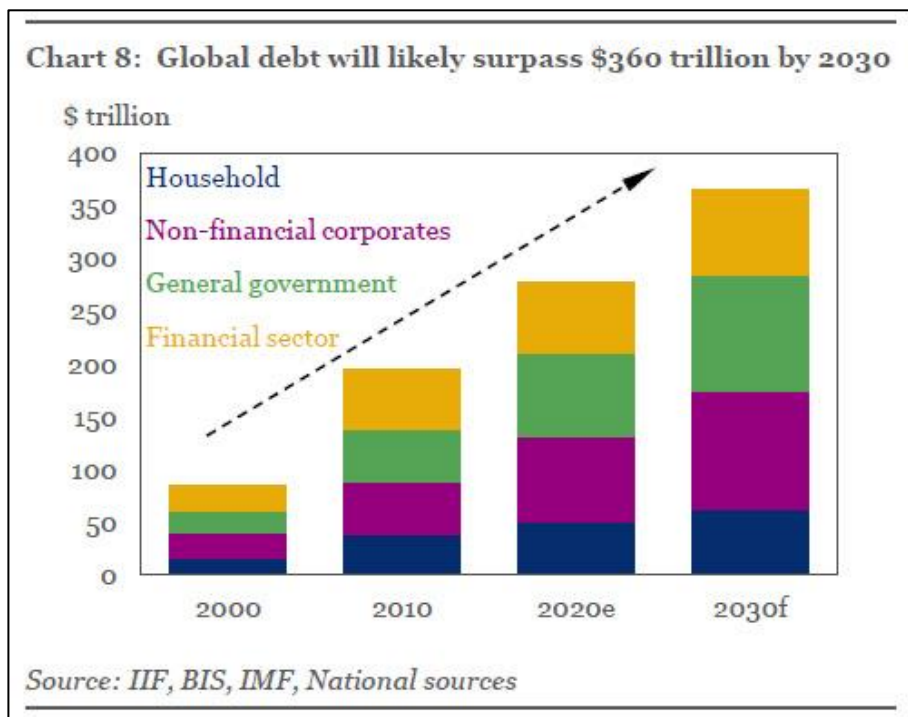


Les recomiendo para este mes la página web www.crescat.net, en la que podrán disfrutar de artículos interesantes y de modelos de valoración muy bien definidos.



También [les dejo en este link a la entrevista a Martin Tarlie](#) y otra recomendación, por si les gusta el análisis técnico basado en ciclos. Es la [visión de 2021 de Steve Miller](#).

Por último, por si cenan estas navidades con algún economista de la MMT, les dejo el gráfico de la deuda mundial para que por lo menos no se encuentren indefenso y le comenten que la deuda limita el crecimiento.

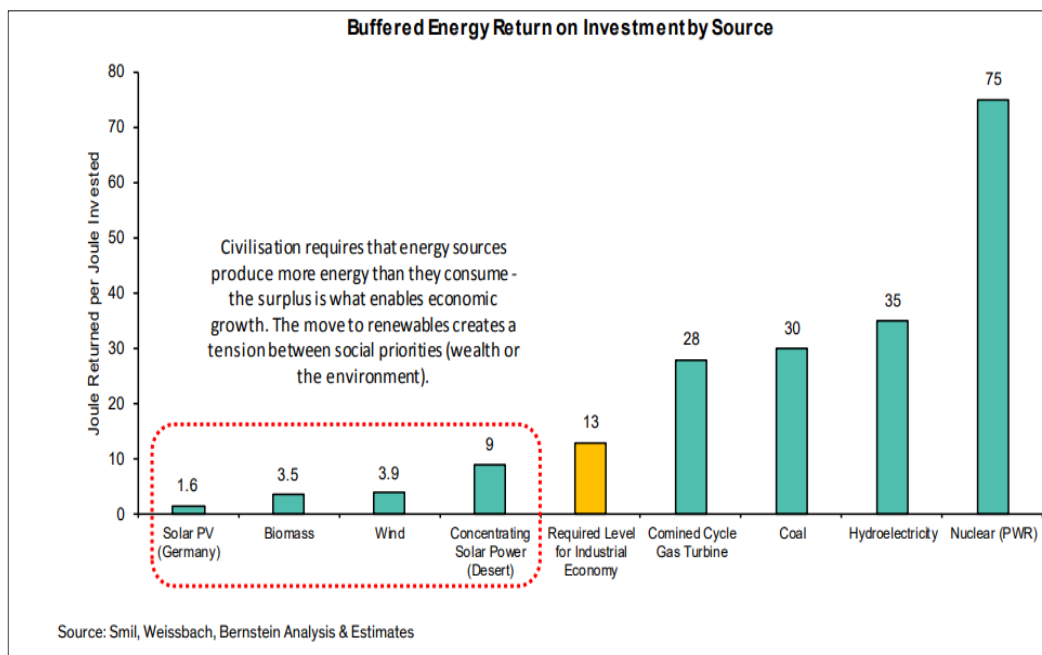


Para los que les presionen durante la ingesta del “pavo, pularda o similares” para comprar renta variable estadounidense a pulmón les dejo un gráfico para que puedan convencer al inversor de turno que quizás debería venderla dados los niveles de valoración actuales a los cuales les está haciendo el ofrecimiento.



Por si les toca cenar con un ecologista radical, les dejo otro “gráfico protección” para que le puedan explicar que en los países la demanda de combustibles fósiles sigue creciendo por la potencia de energía que dan y que en sus primarias fases de desarrollo necesitan ese tipo de combustibles, y además que no tienen estos países el privilegio de la “subvención monetaria sin devaluación ni inflación”.

Tampoco estará mal que, con el empacho del polvorón o la pérdida del empaste con el guirlache, comenten cuántos impuestos recaudan los gobiernos con los combustibles fósiles y la relevancia de esos ingresos en un mundo con unos déficits públicos de dos dígitos en algunos países. Estaría bien tratar el tema del paso de la subvención de la renovable al mundo del pago de fuertes impuestos a las renovables, al igual que pasa con los fósiles, ya que está bien ser verde, pero hay que recaudar impuestos para mantener este mundo globalizado descompensado en costes laborales unitarios que necesita de subvención a tipos cero por un único emisor y comprador.



Por cierto, a los que tienen renovables, y gracias a este mundo de tipos cero/negativos, no les sorprenda nada que las valoraciones del valor de sus activos sigan subiendo de precio y tengan a todos los que están en modelo "searching for yield", ofreciéndoles comprar a precios que jamás pensarían que podrían ver, pues sí, va a seguir pasando y se va a incrementar.

Les recomiendo que las vendan, ya que el bono a 10 años español está al 0,07%, con lo que alguien querrá comprar un sitio donde sople o irradie con yield del 4%. Ante la duda que le surgirá de qué hago con el dinero y dónde lo meto, no se asuste, es simplemente un cambio de mentalidad. Debe primero sacrificar el sentimiento de propiedad única por el de compartida, sacrificar que no es el dueño y el que manda, y luego entender que los mismos activos los puede comprar en el mercado con descuentos muy importante sobre lo que ha vendido.

Es decir, que la locura de la subvención monetaria le va a permitir vender su instalación y va a poder comprarse acciones de Engie que están mucho más baratas y con activos subyacentes similares, al igual que pasa con las inmobiliarias cotizadas, frente a los activos inmobiliarios reales.

Se acaba 2020

La siguiente carta mensual se publicará a principios del año 2021. En ella explicaré el cierre de diciembre de 2020, por lo que esta es la última carta mensual de este año desastroso para el mundo. Espero que el mes de diciembre sea un buen mes para el fondo.

Estar corto del Nasdaq ha penalizado, aunque el impacto ha sido menor por la flexibilidad en la cobertura. Creo que de cara a 2021, los valores que se han incluido en cartera y los que ya llevan tiempo deben hacer que ese relativo largo de Europa Value y corto de Nasdaq 100 sea muy satisfactorio.

En el cuadro inicial tienen euro a euro la justificación del comportamiento del fondo, donde les aseguro que se ha trabajado todo lo posible para minimizar el error de estar corto de la bestia parda en la que se han convertido las FAANG.

Desde el punto de vista de cartas mensuales y presentaciones de estrategia he dado todo lo que tenía para darles la máxima información de la forma más clara y honesta, presentando las conclusiones más realistas que los modelos me dictan, y evitando en lo posible los sesgos emocionales.

Les agradezco mucho la confianza que tienen en lo que hago e invito a quién tenga interés en ser inversor del fondo que se ponga en contacto conmigo o con en el equipo institucional de Abante para poder hacer todas las presentaciones y explicaciones del producto que necesiten.

Espero que la ansiada vacuna funcione cuanto antes y que se consiga la inmunidad de grupo. Deseo que la gente vuelva a trabajar cuanto antes de forma normal y que todo el mundo que esté en una situación complicada salga de ella cuanto antes. Deseo que la gente que tiene poder, talento y capacidad económica se preocupe de los que peor lo están pasando, más que nunca deben ser unas navidades donde hay que pensar en los demás. Los que puedan, y dentro de sus posibilidades, que den a aquellos que más han sufrido, ese es el mandato que los que tienen el privilegio de tener más capacidades y talentos deben tener.

Rezo por todas las familias para que puedan, dentro de lo que nos digan, estar lo más unidas posible y rendir sobre todo homenaje a todos aquellos que nos han dejado y que hasta aquí nos trajeron y nos lo dieron todo. Querida madre, te echaré en falta estas navidades, pero como tú bien decías, “Reza, hijo mío, para que amanezca cada día”. Gracias por haberme dado la vida, las pautas de cómo vivirla y la libertad de vivirla.

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 04/12/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.