

AGF – Abante Pangea

Alberto Espelosín, gestor de **Abante Pangea**, repasa lo que ha pasado en los mercados en las últimas semanas, con la **crisis del coronavirus** como catalizador de las caídas que han vivido las bolsas de todo el mundo.

“Pangea estaba invertido en la zona del 35% en contado, con toda la posición cubierta con venta de futuros de Nasdaq y del S&P 500, no porque esperase un coronavirus, sino por “el mar de fondo” que tenemos en el sistema y por la forma en la que veía **el exceso de riesgo en la bolsa de Estados Unidos**”, comenta el gestor.

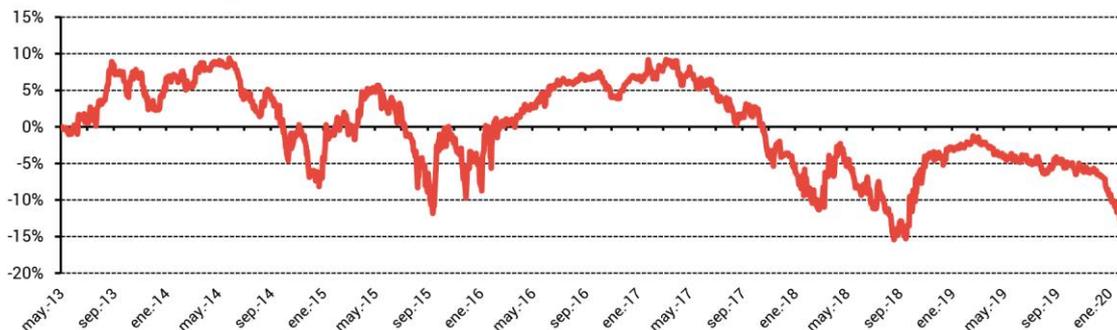
“Durante la última semana, cuando las pérdidas del mercado eran severas, el fondo ha ganado dinero gracias a la cobertura. **Ahora es la cartera de contado la que debe dar rentabilidad**, y creo que los valores que tiene el fondo dependen de eventos propios y no de tendencias del mercado”, señala, al tiempo que repasa la situación de algunas de sus principales posiciones, como OI Pharol o CIR.

En este escenario, Espelosín explica los cambios que se han producido en el fondo: **la cobertura se ha reducido desde niveles del 35% hasta el 20%**, mientras que la cartera de contado se ha incrementado ligeramente: “Hemos comprado en los tres últimos días de febrero las principales ideas que el fondo tiene y que sigo pensando que ostentan un potencial enorme con infravaloraciones del 50% en las cinco principales posiciones del fondo”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 28-feb-20
Valor liquidativo 8,660€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2020	-7,01%	-3,99%	-3,14%									
2019	-2,4%	1,82%	0,61%	0,12%	-1,66%	-0,39%	0,27%	-0,66%	-1,24%	1,24%	-2,10%	0,33%
2018	-0,96%	-5,01%	-1,05%	2,95%	4,62%	-3,86%	-2,28%	0,57%	-7,30%	-0,44%	8,86%	3,57%
2017	-9,62%	-0,04%	0,45%	1,85%	-3,10%	0,44%	-0,06%	-2,28%	-3,03%	2,10%	-2,42%	-3,87%
2016	11,41%	4,64%	-0,53%	1,09%	2,31%	0,35%	1,74%	1,08%	0,13%	0,05%	-0,45%	-1,72%
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%



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	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-8,59
OI	0,18	-0,07											0,14
Deutsche Telekom	0,00	0,04											0,03
Fresenius SE		0,00											0,00
Pangaea Oncology	0,00	0,00											0,00
BT Group		0,00											0,00
Cameco	-0,12	0,14											0,00
Telefonica		-0,01											-0,01
Rolls Royce	0,00	-0,03											-0,03
Solocal Group	-0,05	0,02											-0,04
AB Inbev		-0,07											-0,07
CIR	0,12	-0,21											-0,08
Telefonica Deutschland	0,05	-0,15											-0,08
Orange	-0,03	-0,07											-0,10
Vodafone	0,03	-0,20											-0,16
Mosaic	-0,05	-0,11											-0,17
Ivanhoe Mines	-0,13	-0,07											-0,21
Telecom Italia	-0,26	0,07											-0,23
Koninklijke KPN	-0,05	-0,24											-0,29
Thyssenkrupp	-0,10	-0,33											-0,42
Freeport McMoran	-0,27	-0,19											-0,49
Buenaventura	-0,23	-0,36											-0,60
Technicolor	-0,10	-0,77											-0,84
Pharol	0,12	-1,54											-1,33
Consol Energy	-2,18	-1,41											-3,61
Derivados	-0,9	2,2											1,3
Divisa y Renta Fija	0,0	0,2											0,3
TOTAL RESULTADO CARTERA	-4,0	-3,1											-7,0

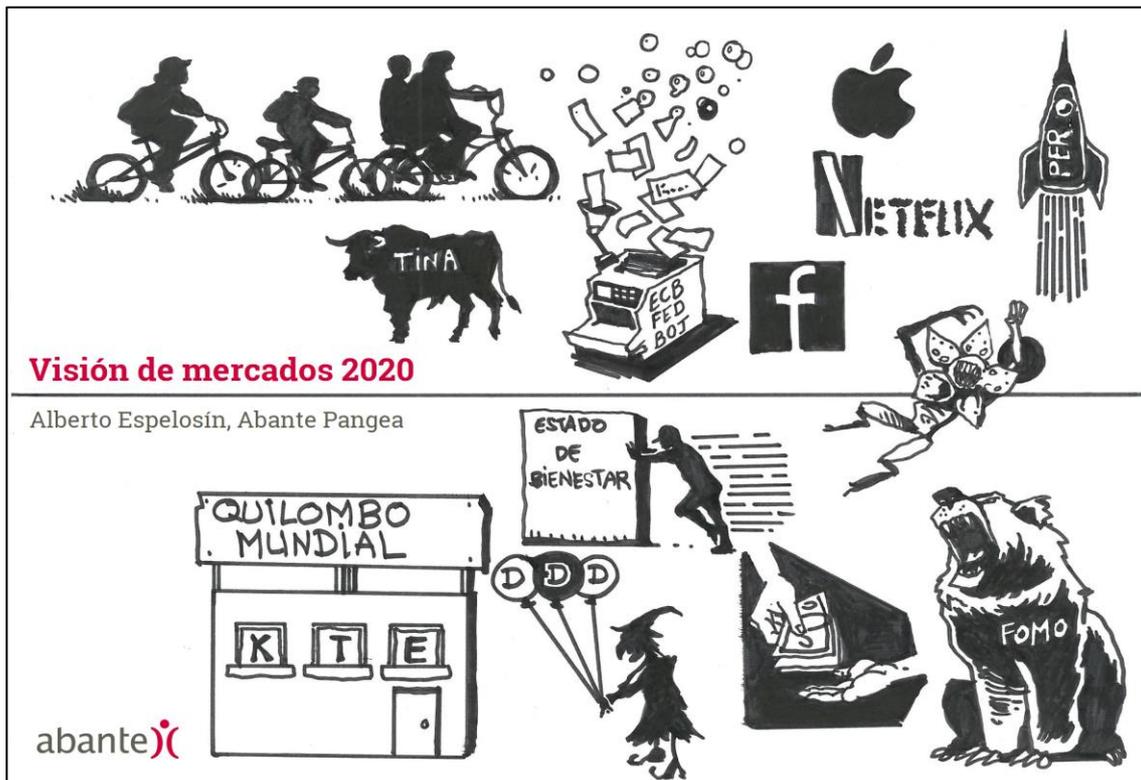
Lo vivido en la última semana de febrero es, sin duda, uno de esos *black swans* que se convierten en una oportunidad para recalibrar excesos o en una excusa para aumentar el riesgo y quitar importancia a una “infodemia” nunca vista, y no por la gravedad, sino por la capacidad de contagio y mutación.

Pangea estaba invertido en la zona del 35% en contado, con toda la posición cubierta con venta de futuros de Nasdaq y del S&P 500, no porque esperase un coronavirus, sino por “el mar de fondo” que tenemos en el sistema y por la forma en la que veía el exceso de riesgo en la bolsa de Estados Unidos.

Toda esta visión la intenté reflejar en la carta anterior explicando la portada del informe de estrategia, que creo que es un documento que merece la pena leer, les incluyo [el link de la presentación aquí](#).

Les dejo lo que puse en la carta mensual del mes anterior:

En la presentación a inversores intenté presentar lo positivo en medio de esta dualidad y destacar el valor de estar posicionado como estoy. Para explicar los mundos a los que nos enfrentamos mostré un dibujo, simulando la serie *Stranger Things*, en el que se muestra un mundo idílico no sostenible sin subvención y un mundo más realista, que se enfrenta a grandes retos y en el que se pueden dar retornos muy negativos en el mundo de la gestión pasiva ponderada en Estados Unidos.



En el mundo de arriba, los bancos centrales imprimen creando burbujas y expansiones de PER excesivas, mientras que la rentabilidad se centra en las FAAMNG, que gozan de poca regulación, bajos impuestos y posiciones monopolísticas cotizando a niveles de PER por encima de 30x. A su vez, en el mundo de arriba, el argumento de los *bullish* se reduce a TINA (There Is No Alternative) al vivir en un mundo de tipos cero subvencionado por los bancos centrales para no entrar en recesión, y creo que “con subvención no hay recesión”.

En el mundo de abajo, los bajistas están con el síndrome FOMO (Fear Of Missing Out), francamente preocupados por cómo los de arriba juegan con los valores del Nasdaq. En el mundo de abajo, las deudas se pagan -no como en el de arriba-, el peso del Estado del Bienestar es enorme, la descompensación ‘quilombística’ del capital y trabajo (beneficios y salarios) está llevando a la entrada de radicales en la política, y la bruja de las “tres D” (deuda, deflación y demografía) nos avisa de que

pagar 20x PER forward por el S&P 500 puede ser una locura en el largo plazo y que la contracción de multiplicadores es y será lo normal. Les recuerdo que la media histórica del PER forward de S&P 500 es 14,7x.

Mantengo la posición corta de Estados Unidos porque pagar un PER 16x forward (14,7x media histórica), es ya ser generoso para la “bruja de las tres D”, sobre un BPA de 170 dólares (158 dólares en 2019, frente a 158 dólares en 2018), lo que sería pagar entre 2.720 y 2.750 por el S&P 500, una cantidad que creo que es la cifra que veremos en 2020, lo que supondrá un comportamiento del fondo muy positivo. Será en ese momento cuando probablemente tenga ya sentido hacer solo stock picking, que tan bien ha funcionado estos años.



Y a 2 de marzo, fecha en la que estoy escribiendo, el S&P 500 tocó los 2.853 puntos (tal y como lo ilustro en el gráfico de arriba; pueden ver, abajo a la derecha, que el 9 de enero es cuando estábamos a 3.253 y hubo que aguantar ese *melt-up* hacia la zona de 3.400), y Pangea ha podido monetizar la posición corta. Así, el fondo gana dinero en el año con la cobertura, gracias a la paciencia de aguantarla. Estamos hablando de que, de máximos a mínimos, el S&P 500 ha pasado de 3.397 a 2.853 puntos, lo que supone una caída del 16%, algo que nadie esperaba en un espacio de tiempo tan corto.

Siguiendo con la estrategia comentada, la cobertura se ha reducido desde niveles del 35% hasta niveles del 20%, y se ha hecho capturando el 92% de la bajada, es decir, el cierre de parte de los futuros del Nasdaq, que se ha producido en la zona de 8.550 puntos después de ver la zona de los 9.763.

Tácticamente, dada la virulencia de la caída, creo que pasar a una cobertura del 20% es coherente (debido a los niveles que nos habíamos planteado en la estrategia de análisis fundamental), al igual que lo es mantener la cartera de contado en la zona del 35 o 40%, más aun, cuando los valores han tenido un comportamiento malo.

Al final, es importante entender que se ha monetizado parte de la cobertura casi al máximo tomando como cierre el mes de febrero. Por tanto, el fondo oscilará en la zona de inversión neta en renta variable del 10/25% (40% contado, -20% cobertura aproximadamente). Si los mercados siguen cayendo, y de producirse un *relief rally* por parte de los bancos centrales y el S&P 500 vuelve a la zona del 3.150/3.200, se tomará una posición más conservadora. Quitar parte de la cobertura no significa que me haya puesto positivo, sigo cubierto con 20 puntos, ya que creo que no se ha iniciado ningún ciclo bajista de mercado, aunque, quizás, es una de las primeras señales y habrá que ver qué tipo de rebote tenemos y cómo digiere el mercado las cifras macro y los resultados empresariales que vamos a ver en los próximos meses. Les anticipo que no creo que el S&P 500 tenga crecimientos de BPA este año, con lo que romper la parte baja del canal alcista por debajo de 2.500 pudiera ser una opción, aunque difícil en año electoral y con todos los bancos centrales ya dispuestos a intervenir.

La cartera de contado se ha incrementado ligeramente: hemos comprado en los tres últimos días de febrero las principales ideas que el fondo tiene y que sigo pensando que ostentan un potencial enorme con infravaloraciones del 50% en las cinco principales posiciones del fondo. Durante la última semana, cuando las pérdidas del mercado eran severas, se ha ganado dinero gracias a la cobertura. Ahora es la cartera de contado la que debe dar rentabilidad, y creo que los valores que tiene el fondo dependen de eventos propios y no de tendencias del mercado.

Sigo pensando que es inexplicable dónde cotiza **Pharol** y que existe una posibilidad real de que la parte de móviles de OI se venda por 16.000 o 18.000 millones de reales, frente a los 6.011 millones de reales que vale en bolsa, y habiendo vendido Unitel por una cifra cercana al *market cap*.

Pharol se ha quedado con un *market cap* de 74 millones, con 17 millones de caja neta, un 5,59% de autocartera y, siendo conservador, 30 millones de euros de la recuperación de Rio Forte, con lo que el mercado está asignando al 5,5% de OI una valoración de 22,3 millones euros, lo que supone valorar OI a

2.079 millones de reales cuando vale en bolsa 6.011 millones de reales. ¿Por qué este dislate financiero? Probablemente, por inversores que están vendiendo forzados. A mí me parece una oportunidad única.

Creo que el castigo a **CIR** es exagerado y solo la caja neta de la compañía es un 50% del *market cap*. **Buenaventura** es la forma más barata de invertir en oro y es de las pocas mineras que se han quedado detrás, probablemente por la asociación con el cobre más que con el cisne amarillo. La demanda de cobre se va a ver afectada por China, pero comprar **Freeport** por debajo de 10 dólares es una oportunidad para una compañía cuyo valor supera los 15 dólares.

He seguido comprando en febrero acciones de **Consol Energy** a un cambio medio de 5,93 dólares para un total de 76.200 acciones, frente al cierre de febrero de 5,69 dólares y de 8,3 dólares en enero y 14,51 dólares a cierre de 2019. Hacía años que no veía nada igual; la valoración actual, en mi sano juicio, es para hacer un caso práctico en una escuela de negocios, yo particularmente la pondré de ejemplo en mi actividad docente en ESADE. [Les dejo un link de un estudio de Consol.](#)

Comprar 'telecos' es una buena opción ahora que la rentabilidad por dividendo está en el 5%. En resumen, creo que la cartera de contado debe dar rentabilidades muy positivas en el medio plazo.

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 que creo que están a punto de tener eventos que hacen que las rentabilidades puedan ser muy positivas en los próximos meses.

Para conocer mejor lo que opino de lo ocurrido y de lo que puede suceder, creo que merece la pena leer la presentación de estrategia -cuyo enlace les he dejado al principio-. También considero que les pueden resultar útiles las preguntas que me han hecho durante los últimos días y las respuestas que he dado y que les dejo a continuación:

¿Es la caída del mercado una consecuencia del coronavirus o hay algo más detrás?

El coronavirus es muy grave para la sociedad, y la economía mundial se verá muy afectada con un PIB mundial creciendo al 2 o 2,5%, al 1,5% en Estados Unidos y al 0,3% en Europa, pero también es cierto que partíamos de una situación en la que el mercado había entrado en cierta exuberancia y zonas de resistencia muy importantes, por lo que, a poco que se ha encendido la mecha, se ha producido un incendio.

¿Qué es lo que más te ha impresionado de la caída?

Sin duda, la virulencia de la volatilidad propia de los mercados dirigidos por la liquidez artificial. Además, me han parecido muy significativas las fuertes ventas de ETF de *high yield* y otros productos: todos queriendo salir al mismo tiempo por una puerta no es posible. Esto me reafirma la burbuja de liquidez en la que están instaurados los mercados y lo peligroso que eso es. Me asusta ver cómo las máquinas actúan de forma indiscriminada, pero eso es lo que han creado los alquimistas monetarios. Y lo mismo que bajamos en vertical, la recuperación también lo puede ser en este tipo de mercados manipulados por la intervención monetaria.

¿Cómo van a reaccionar los bancos centrales y qué munición les queda?

Los mercados, desgraciadamente, se han convertido en objetivo de política monetaria a pesar de que la sociedad civil está más pendiente de los salarios que de las cotizaciones. Ahora es curioso ver cómo los mercados caen entre un 10 y un 15% y ya se habla de intervención coordinada. Los estados no tendrán reparos en utilizar política fiscal de forma agresiva. Lo curioso es que en muchos sitios estábamos intentando escapar de los tipos en negativo, y queremos que los bancos vuelvan a más negativos y, por otro lado, que tengan en cuenta que el déficit público en Estados Unidos está en el 5%.

¿Habrá rebote de mercado?

Las caídas en vertical suelen ser igual de irracionales que las subidas en vertical (como el *melt-up*) que estábamos viendo, por tanto, no sería de extrañar un rebote de mercado hacia la zona de 3.100 y 3.200 en el S&P 500 o de 3.550 en el Euro Stoxx 50, pero creo que será solamente un rebote y después vendrán caídas adicionales, especialmente en Estados Unidos, donde creo que los 2.750 se pueden ver en los próximos 12 meses e incluso, los 2.500.

¿Qué opinas de la situación de la gestión activa y *value*?

No había visto un relativo tan negativo hacia la gestión activa y *value* desde hace muchísimos años y, por tanto, creo que existe una oportunidad única en los gestores activos y *value*, a pesar de que los liquidativos de la comunidad *value* puedan decir lo contrario. Yo nunca había visto tanto valor en las compañías que tengo en cartera como ahora, pero también es cierto que no veo catalizadores por parte de las gestoras para virar hacia este tipo de gestión cuyo resultado, quizás, no es tan inmediato como el de la gestión indexada, más propio del tipo de "sociedad inmediata" en la que vivimos.

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 05/03/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.