

Los viajes temporales de la mente del inversor

La situación de la estrategia de Pangea durante los eventos sucedidos en los últimos meses no ha cambiado con respecto a lo anunciado en la [carta mensual publicada en los primeros días de marzo](#). Sin embargo, la excepcionalidad de lo que está sucediendo sí creo que hace necesario explicar lo que he hecho en los primeros días de marzo.

Cuando enciendes un mechero en una casa repleta de pólvora se produce un incendio de dimensiones considerables. Y lo que ha pasado estos últimos días en los mercados es que nadie esperaba que alguien entrará en esa casa (sistema económico basado en deuda e inyección de dinero artificial de los bancos centrales), pero el que entró en esa casa, y no se esperaba invitado alguno, ha sido COVID-19. Esto es un *one-off*, cisne negro o como queramos llamarlo, que lógicamente va a tener un impacto económico severo, pero no tengan duda de que pasará. Aun con todo, tengo que decir que es serio, sí, por su fácil transmisión, alta mortalidad entre la población mayor, por el pánico informativo y por el hecho de que no estamos preparados para manejar un evento de esta magnitud de forma coordinada.

Probablemente todo pase. Lo bueno de tener bomberos con mangueras de liquidez es que aplacan los incendios con las medidas que sean necesarias y eso es lo que ahora va a suceder, aunque creo que las medidas de los 'alquimistas monetarios' deben ir orientadas a la economía real y no a la financiera, es decir, sí o sí hay que poner medidas que ayuden a la gente de la economía real que puede sufrir pérdidas importantes en su capacidad de consumo.

Cuando COVID-19 sea una normalidad, al igual que lo es la gripe, el mundo seguirá funcionando, pero en mi opinión tendremos los mismos problemas estructurales a largo plazo que llevo explicando en las cartas mensuales –“las tres D” (demografía, deuda y deflación)-, y uno tendrá que gestionar eso y no las emociones que producen los cisnes negros o los invitados no previstos.



El engaño del tiempo de la mente del inversor

La mente es el peor enemigo que uno tiene, y no lo digo por ese pequeño desván de los secretos que cada uno guarda y que luego pueden pasar factura con la almohada, sino por los viajes temporales que nuestra mente hace cada día apartándonos del poder del ahora, del presente y del hoy. Estos viajes temporales que hace nuestra mente con nosotros nos transportan hacia el pasado, con un poder inusitado de volver a rehogarnos en nuestros fallos o exagerar ese placer de las cosas buenas que nos pasaron proyectándonos unos sueños que, quizás, no se vuelvan a realizar. Y en esos viajes hacia el pasado se suele producir esa autocrítica excesiva sobre los hechos pasados y nos convertimos en nuestros peores jueces.

El otro viaje que nos lleva la mente es hacia el futuro, que por definición suele ser incierto. Aquí la mente se angustia por el miedo a saber qué pasará en adelante, entrando en juego el pesimismo o el optimismo sobre la incertidumbre. Todos estos viajes suelen ocurrir en momentos en los que estamos bajos de defensas o en momentos en los que estamos sometidos a eventos externos con los que no estamos acostumbrados a lidiar. Así, se va configurando el “yo” del pasado, el “yo” del futuro y el “yo del hoy”. Con la mente de los gestores, como no puede ser de otra forma, todos estos viajes suceden en nuestra mente y es como se va forjando la personalidad del “yo gestor”, que puede ser muy distinto del “yo persona”.

Podemos hoy ser víctimas del pánico por no saber qué va a pasar con los mercados en el futuro o pasar miedo por tener dudas sobre si el modelo utilizado durante toda la vida ya no es válido, podemos pasar miedo porque esta vez sea diferente y no estemos en el lado de la acera adecuado, podemos echarnos en cara haber comprado cosas que han caído a plomo a pesar de que hayamos invertido horas y horas de trabajo en analizarlas, podemos anhelar el pasado que tuvimos cuando acertábamos una detrás de otra y todo el mundo quería hablar con nosotros, podemos volvernos soberbios y pensar que el mundo está equivocado y que solo nosotros tenemos la razón, podemos sucumbir a las presiones exógenas que mucha gente colateral a nuestra profesión nos somete, podemos tener miedo a decirle al cliente que nos hemos equivocado y ser persistentes en el error antes que reconocer que mi “yo gestor” falla.

Podemos tener miedo a que nadie crea lo que decimos a pesar de estar bien fundamentado, podemos tener miedo a que nuestra carrera profesional esté en peligro porque los inversores retiran patrimonio del fondo y no esperan el tiempo que nosotros creemos que tienen que aguantar cuando ellos son libres de manejar sus tiempos como quieran, podemos tener angustia de tener que luchar contra un mercado de máquinas irracional que no piensan, podemos caer en confundir la autoestima con el valor liquidativo, podemos caer en la complacencia de decir que todo debe volver a la media, podemos pensar que no podemos ser tan tontos como los liquidativos dicen y podemos no recordar que cuando somos estrellas mediáticas, eso es fugaz.

Además de todo esto, nuestra profesión cuenta con un problema añadido muy importante, y es que cada persona, aunque no sea gestor de fondos y sea ingeniero, médico o ebanista, lleva dentro un alma de *trader*, ya que la “acción humana” de invertir solo tiene dos probabilidades, ganar o perder, con lo que la posibilidad de éxito aleatoria de alguien que no ha abierto un modelo de bolsa o que viviendo en el mundo de la bolsa no se sepa el BPA de un índice, es del 50%, altísima. Yo, Alberto Espelosín, gestor de fondos, tengo una probabilidad estadística del 0% de tener éxito haciendo las operaciones de columna vertebral que hace el eminente Dr. Tabuenca en el Hospital Miguel Servet. Esta capacidad de éxito aleatoria tan alta, junto con el espacio temporal de la inversión, son dos frentes con los que tenemos que intentar convivir y hacer ver a nuestros clientes que lo más razonable y eficiente a largo plazo es invertir en fondos de inversión.

Como cualquier persona racional y responsable, convivo con esos viajes que la mente nos va haciendo hacia el pasado y hacia el futuro, siendo necesario que en esos viajes del “yo gestor” sea extremadamente cuidadoso en no dejarme llevar por las emociones y no tomar muchas decisiones en esos viajes, ya que las decisiones en esos estadios suelen ser sesgadas. Pero el “yo gestor” tiene una característica intrínseca agudizada con respecto al “yo persona”, y es que el componente de “yo gestor futurista”, que debe intentar visualizar escenarios futuros de inversión en el proceso de toma de decisiones, debe ser lo más “yo hoy” que sea posible y, sobre todo, tener un método que te permita protegerte del ruido exógeno que el entorno nos somete para poner en práctica el “yo gestor” que personas que no se dedican a esto o se dedican en otra faceta quieren ejecutar.

Apasionante, como pueden ver todo lo que pasa por la mente de un gestor de fondos, y no les quiero decir nada si, además, es gestor flexible con marco de actuación más libre, decidiendo cuándo es momento o no de estar invertido.

Mi receta para controlar mis viajes al pasado y futuro como gestor es muy sencilla: gestionar como si fuera a pasar mañana lo que hoy pienso, sin pensar en la mochila del pasado ni soñar con que tendré éxito en el futuro. Lo más importante, sobre todo, es tener un plan basado en lo único que creo que vale, que es el análisis fundamental racional y la experiencia, cosa que desgraciadamente se va adquiriendo a medida que pasa el tiempo físico.

Escribir esas cartas mensuales largas en las que desnudo por completo al “yo gestor” e intento dar pinceladas del “yo persona” para que los inversores sepan todo del fondo y lo que estoy haciendo y voy a hacer, creo que es la mejor receta para evitar el engaño de la mente. Escribir presentaciones de estrategia de contenido -creo que interesante- macro y micro, relaja mi “yo gestor” y me hace confiar en que, aunque no pueda controlar el tiempo, lo que hago y escribo tiene sentido racional para generar valor a los clientes, a la compañía y a la sociedad.

Claro que hago viajes hacia atrás y maldigo algunas inversiones, claro que hago viajes al futuro y paso miedo de ver cómo está la industria *value* y la gestión activa, pero les aseguro que, cuando esos malos viajes suceden, lo único que me viene a la mente es volver al “yo hoy” y gestionar como si mis tesis fueran a pasar mañana y repasar que no son ‘*value trap*’.

Durante esta montaña rusa de mercado de 2020 así lo he hecho. He gestionado de la forma más racional que he podido y cumpliendo lo más fielmente posible la estrategia adelantada en las cartas mensuales. Ha sido una pena que el *stock picking* no lo haya hecho mejor para poder dar un resultado plano con un mercado bajista. Me queda la tranquilidad de que el relativo frente al mercado ha sido positivo.

Durante la caída de mercado, los principales valores del fondo han tenido un comportamiento peor que la caída del Nasdaq, pero creo que la decisión de repasar los modelos, entender que no son ‘*value trap*’ y aumentar la posición a renta variable en estas ideas trabajadas era lo que el “yo hoy” debía hacer sin

hacer ningún viaje hacia el pasado ni hacia el futuro. Solo así puedo dar alguna garantía de que los modelos en el largo plazo se suelen cumplir, aunque no manejemos el cuándo.

Creo que Pangea se encuentra en una buena disposición en los niveles actuales de riesgo del 25/30% en renta variable, que se podrían aumentar si el S&P 500 llega a la zona de 2.500 puntos y reducir si volvemos hacia la zona de 3.150.

Posición de la cobertura de Pangea

La estrategia real de Pangea era esperar una caída del mercado estadounidense para reducir la cobertura del Nasdaq y subir la exposición neta hacia la zona del 20 o el 30%. Para ello ponía como referencia la zona de 2.750 del S&P 500, tal y como describía en la [página 33 de la presentación de estrategia](#), cifra que en el Nasdaq equivalía a los 7.700 puntos. Estas cifras estaban basadas en un BPA del S&P 500 en la zona de 165 dólares, desde los 158 dólares de 2019 y aplicar un PER forward de 17x, lo que ya era generoso teniendo en cuenta que la media de los últimos años era 15x y pagar 17x era ya muy generoso en un mundo artificial basado en una burbuja de deuda sin precedentes.

El mercado seguía a su aire en 2020 y llegó el S&P 500 a tocar la zona de los 3.393 puntos pagándose un PER forward de 19,5x sobre un BPA de 175 dólares, yo ahí aguanté la posición ya que creía que era lo razonable. Hoy ya todas las grandes casas asumen que si se repite el BPA de 2019 habrá suerte y los precios objetivos de todos los analistas para los índices se han reducido de manera notable.

La caída del S&P 500 hasta un mínimo intrasesión de 2.734 puntos el 6 de marzo y del Nasdaq hasta el 7.912, hacía que el objetivo de estrategia se cumpliera en contra de lo que opinaba la mayoría. Yo nunca pensé que se produjera ni en el tiempo ni en formato virus, pero sí que sabía que la 'casa' estaba llena de pólvora, lo que me hacía ser precavido y prudente.

Estoy escribiendo esta actualización del fondo ahora que el Nasdaq está subiendo a la zona de los 8.323 puntos. Durante estas caídas Pangea ha cerrado 40 contratos del Nasdaq a un cambio medio de 8.450 puntos, dejando abierta una cobertura de 35 contratos sobre el Nasdaq (20% del fondo). Por tanto, se ha pasado de una posición 40% contado y 40% cobertura, hacia una posición 45% contado y 20%

cobertura, una vez que los índices han caído desde máximos entre un 15 y un 20% y se ha monetizado de forma correcta la mitad de la cobertura desde los 9.736 puntos de máximo que tocó el Nasdaq.

Sigo manteniendo 20 puntos de cobertura, ya que creo que la zona de mínimos se puede volver a ver después de un rebote cuya fisonomía no soy capaz de descifrar por el momento. Caben muchas opciones, una impulsiva hacia la zona de 3.150 del S&P 500 y otra en zigzag. Todo esto dependerá del engaño de la mente de los inversores, pero yo sigo manteniendo la visión fundamental de que el Nasdaq, al menos, debe volver a la zona de 7.700 puntos.

Posición de la cartera de acciones de Pangea

La estrategia desde hace tiempo ha sido prepararme con una cartera de acciones muy infravalorada porque creía que cuando se produjera una caída del mercado estos valores tendrían un buen comportamiento y esto no se ha cumplido, ni en las 'telecos' ni en las materias primas y tampoco en los *holdings* Pharol y CIR. Ante esto, y como sigo pensando que los valores que tengo en cartera están con una infravaloración sin precedentes en comparación con los valores grandes de los índices, y habiendo revisado los modelos uno tras otro, lo que he hecho ha sido seguir comprando esos valores a medida que iban cayendo, y lo he podido hacer gracias a que tenía amplia liquidez.

Considero que la característica de la gestión *value* en los últimos años ha sido la dispersión tan exagerada entre la sobrevaloración de unos sectores o tipos de compañías (FAAMNG) y otros valores en los que jamás había visto semejante niveles de infravaloración. Dentro de mis capacidades creo que, con el análisis exhaustivo hecho, no son trampas de valor sino oportunidades de ganar mucho dinero en los próximos años en relativo al mercado.

Lejos de que se produjera un comportamiento de los valores mejor que la caída del mercado en relativo, algunos valores de la cartera han tenido caídas superiores al 20%, lo que ha hecho que no pudiera tener un resultado positivo en absoluto, pero sí en relativo, ya que desde que empezaron las caídas el fondo lo ha hecho muy bien en relativo gracias al efecto de la cobertura y la baja exposición a renta variable.

El potencial de la cartera de renta variable

A continuación, voy a repasar las principales posiciones del fondo y explicar qué he hecho durante estos días y ver el potencial que tiene.

Uno puede pensar que en el caso de **Pharol** estoy haciendo constantes viajes al “yo del pasado” y no le faltaría razón. Incluso alguien puede pensar en cierto síndrome de Estocolmo con la posición, bueno lo entiendo, pero en esta posición, que sin duda es especial, procuro ser lo más frío posible y estar en el “ahora”.

La compañía es fácil de entender, pero muy compleja a la vez. Los activos son: 5,59% de autocartera, un 5,5% de OI, una posible recuperación del bono de Rio Forte, unas pérdidas fiscales con algún valor, una posible reclamación a Deloitte por el caso de Portugal Telecom y 17 millones de euros de caja neta. Lo más fácil de monetizar en el corto plazo o fácil de valorar es OI. Pharol vale en bolsa 65 millones euros, si quitamos los 17 millones de caja y la autocartera nos quedaría un valor de 45 millones euros para el resto de los activos. Pongamos un valor de cero a todos los activos y valoremos solo OI, que vale a precio de hoy (0,85 reales) 56 millones de euros, con lo que ya hay un potencial de 11 millones, lo que supone una valoración de 0,084 euros por acción.

Bueno, no parece muy interesante, pero OI en verano valía 9.450 millones de reales (1,60 reales por acción) cuando Lauro Jardim (periodista) sacó un artículo en el que hablaba de una posible ampliación de capital de 2.000 millones de reales por la imposibilidad de vender Unitel. Lo gracioso es que, a día de hoy, la acción ha caído un 47% y no hay ampliación de capital: se ha vendido Unitel por un valor parecido al *market cap* de la compañía, ha habido cambio de equipo directivo a mejor, se está creando un operador de fibra muy importante, se están vendiendo activos inmobiliarios y cabe la posibilidad de que se venda la parte de móviles por un valor de entre 16.000 y 18.000 millones de reales cuando la compañía vale en bolsa 5.100 millones reales. No es ciencia ficción, es la realidad. Que OI valga en bolsa al menos 12.000 millones de reales y el 5,5% de Pharol -132 millones de euros + 20 millones de caja y autocartera- sería lo normal, lo que supondría un valor de Pharol de 0,17 euros por acción, frente a los 0,073 actuales.

Si les añado Rio Forte, que creo que se pueden recuperar, al menos 30 millones de euros, ya nos vamos a valoraciones de Pharol de 0,20 euros, frente a los 0,073 de hoy. Y al resto de los activos le doy valor cero, pero mi “yo del futuro” también les dice que creo que OI, si vende móviles y se queda solo como operador de infraestructuras, vale en el largo plazo cerca de 20.000 millones de reales. Durante los primeros días de marzo he comprado 800.000 acciones a un cambio medio de 0,072 euros.

Siento mucho todo lo ocurrido en Milán, es una ciudad que para mí tiene mucho significado, y la posición de CIR ha tenido un nefasto comportamiento como lo han tenido todos los activos italianos. Siempre pensé que CIR, con sus niveles de caja neta más inversiones financieras cercanas a los 400 millones de euros y con un *market cap* de 764 millones de euros el 20 de febrero, era un valor para hacerlo en relativo espectacular. Pero no, la acción ha caído desde el 20 de febrero un 30% hasta un *market cap* de 528 millones de euros. Si restamos el valor de la participación de Sogefi, que es ahora de unos 56 millones de euros, y la caja podemos decir que el mercado valora KOS en 72 millones de euros.

KOS tiene un EBITDA de 100 millones de euros en el negocio de residencias y clínicas hospitalarias, y la última transacción que se hizo se valoró en más de 600 millones de euros. Es una compañía que sigue creciendo con compras de residencias en un negocio al alza que creo que valdría cerca de 850 millones. Por lo tanto, volvemos a ver otro caso de ficción en términos de valoración y desde el 27 de febrero el fondo ha comprado 248.633 acciones a un precio de 0,48 euros, frente a los 0,60 euros que cotizó el 20 de febrero. Creo que la valoración razonable de CIR debería ser, al menos, el doble de la actual teniendo en cuenta el excelente negocio que es KOS y la caja neta de la compañía, además de una pequeña autocartera y con la fusión ya hecha de COFIDE-CIR.

Como pueden ver, si aplico el “yo del hoy” no puedo dejar de ver un potencial enorme en estas dos posiciones de *holdings* financieros que tiene el fondo y que creo que en largo plazo presentan potenciales muy superiores al mercado.

La historia de las materias primas en Pangea

En relativo es el sector más barato tomando datos de los últimos 100 años. La situación de colapso del mundo ha dado fuerte a las materias primas, a lo que se ha unido el caso del petróleo. La historia de

Pangea, más que con las materias primas, es con una serie de compañías que estoy comprando a un precio que no creo que vuelva a suceder, y son compañías que cada una de ellas tiene algo especial.

[Tienen un link a la presentación de estrategia en la que desarrollo varias de ellas.](#)

Consol Energy es comprar reservas de carbón, que no van a desaparecer, a un precio por debajo de 1 dólar la tonelada cuando la compañía obtiene márgenes de 13 dólares por tonelada. La caída de Consol Energy a un *market cap* de 147 millones de euros, cuando la compañía en un escenario de caos puede hacer 66 millones de dólares de *free cash-flow* es de estudio, al igual que calcular el valor de la terminal marítima de Baltimore como una infraestructura que podría valer el doble de *market cap*. El problema con esta compañía es que mi “yo del futuro” me dice que vale al menos 20 o 25 dólares (precio al que empezó a cotizar en noviembre 2017) y el “yo de hoy” me dice que está a 5,68 dólares, uno de los dos “yo” está muy equivocado. Pangea ha comprado desde el 12 de febrero 62.764 acciones a 5,86 dólares.

No quiero ser aburrido y quiero acabar este documento reiterando mi alegría de poder comprar Buenaventura, Freeport y Cameco a estos precios. Comprar cobre y uranio al EV/reservas de los más bajos de todos los tiempos para dos elementos indispensables en el mundo con o sin COVID-19, como es el cobre y el uranio, es una gozada. Desde que empecé a comprar **Freeport** en agosto de 2019 he comprado 91.000 acciones a un precio de 5,62 dólares (248.000 acciones compradas a 9,43 dólares y 157.000 acciones vendidas a 11,64 dólares) para un valor que viene de 20 dólares a principios de 2018 y donde los principales activos (Cerro Verde, Grasberg y Morenci), puras minas de cobre con bajo coste, sobre todo, gracias al futuro oro de Grasberg, pueden valer 35 dólares teniendo en cuenta que con el cobre en 3\$/lb la compañía puede generar 7.000 millones de EBITDA o 6.000 millones con el cobre a 2,75 \$/lb, frente a un *market cap* hoy de 12.376 millones de dólares.

Buenaventura se ha construido una posición desde mayo de 2017 de 123.000 acciones a un cambio medio de 6,56 dólares (compra de 478.265 acciones a 12,63 y vendidas 355.265 acciones a 14,73 dólares) y no solo por el valor del 20% de Cerro Verde con sus 15 millones de toneladas de cobre, sino por sus 4 millones de onzas de oro en reservas. Si suman Cerro Verde y el valor de las reservas de oro verán que el *market cap* de 2.585 dólares no tiene mucho sentido para una acción que vale ahora 9,39 dólares y que viene de 50 dólares en el año 2010, y por no hablar de los recursos, que no reservas, de

Yanacocha que podrían ser de 25 millones de onzas de oro. **Cameco** ha caído desde los 40 dólares del año 2010 hasta los 7 dólares actuales. Desde que empecé a comprar en agosto del año pasado he construido una posición de 85.000 acciones a 7,82 para una materia prima necesaria para los 50 reactores nucleares que se están construyendo en el mundo.

Vean que las principales posiciones del fondo en materias primas, gracias a un trabajo de hormiga, están compradas a unos precios relativos muy buenos y que tienen un amplio recorrido en comparación con otros activos, y creo que cuando hablo de recorrido hablo de doblar, al menos, el valor. Estos precios que he ido haciendo son precios de entrada que muy poca gente tiene y lo único que necesito es tiempo para que cristalice el valor.

No he comprado petróleo y sigo pensando que las grandes mineras de oro han hecho un buen comportamiento y que FCX y Buenaventura son una buena forma de jugar el oro de forma colateral.

Las 'telecos' y el valor de las redes

Lo más odiado suele ser lo más amado con posterioridad. Estos días he seguido comprando **KPN**, **Orange**, **Deutsche Telekom** y **Telefónica** porque el 5% de dividendo que en media me ofrecen me compensa, amén de una valoración ridícula si valoramos las redes de estos operadores como se valoran compañías como Cellnex e Inwit.

Resumen

No tenía pensado hacer este documento después de la carta mensual, pero sí creo que al final está bien seguir profundizando en que los inversores del fondo y los potenciales inversores entiendan bien qué es lo que me lleva a tomar decisiones y cómo manejo los distintos tiempos de la mente, que son nuestro principal enemigo.

Soy un apasionado de mi trabajo, disfruto con lo que hago, procuro hacerlo de la forma más profesional posible y aportando todo las capacidades que tengo, pero es cierto que en esta profesión hay veces que los factores exógenos atacan sin darnos cuenta a los distintos "yo" que tenemos y puede ser que, a

veces, no proyectemos el “yo” que la gente quiere, pero el “yo gestor” creo que es lo único que debe imperar. Ese “yo gestor” debe ser tan frío y helador como el análisis fundamental, aunque ese análisis se pueda hacer muy largo en el tiempo y el “yo del futuro” te pueda hacer titubear de tus convicciones que son tomadas siempre pensando en lo mejor para los inversores.

Yo no puedo pedir nada, pero sí creo que un fondo como Pangea puede tener un hueco en carteras diversificadas ya que, al menos, el cliente tiene la máxima información y una visión pura, que puede ser cierta o no, pero le puede ayudar al inversor a tomar decisiones en otros ámbitos. Poder compartir todo este trabajo con ustedes es una obligación para mí según mi forma de entender la gestión y la transmisión del conocimiento, y creo que, si el “yo del futuro” no se agobia demasiado y soy capaz de convencerles de la importancia del factor tiempo, podemos hacer un viaje interesante durante muchos años, esquivando los engaños a los que nos somete los tiempos de la mente.

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 este documento informativo 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 11/03/2020 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.