

AGF – Abante Pangea

Alberto Espelosín, gestor de **Abante Pangea**, hace balance del comportamiento que ha tenido el fondo estos últimos años y explica cómo, a finales de 2018, cambió su estrategia de inversión para **ganar mayor estabilidad en el fondo, hacerlo más predecible y bajar la volatilidad**.

“**La cartera de renta variable** está comprada a unos precios con un **altísimo potencial** y, en términos relativos, puede ser una alternativa muy buena frente a un Nasdaq que lleva diez años subiendo un 20% anual, lo que no es muy normal y roza los niveles de exuberancia”, destaca el gestor.

Así, añade que, en la fase del ciclo en la que nos encontramos, **“Pangea es una buena alternativa como fondo mixto flexible para aquellos inversores que no quieran tener severas pérdidas y sí ciertas dosis de preservación de capital, teniendo en cuenta, además, que la cartera de contado, a los precios actuales, ofrece un potencial de revalorización muy importante”**.

Espelosín analiza también lo que ha pasado en los mercados en septiembre, y destaca que **Europa lo ha hecho mejor que Estados Unidos**, donde las tecnológicas están empezando a dar síntomas de cansancio. En este sentido, señala que la bolsa solo es una alternativa a la renta fija en Europa y no en Estados Unidos porque al otro lado del Atlántico “la sobrevaloración de muchos sectores es equivalente a otras épocas en la que se acabó con caídas profundas y volviendo a valoraciones racionales”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-sep-19
Valor liquidativo 9,551€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2019	0,06%	1,82%	0,61%	0,12%	-1,66%	-0,39%	0,27%	-0,66%	-1,24%	1,24%		
2018	-1,0%	-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%
2014	-8,43%	4,27%	-0,68%	1,55%	0,41%	0,13%	-0,55%	-2,97%	-1,43%	-0,08%	-4,39%	0,34%



Carta del gestor

APORTACIÓN RENTABILIDAD HISTÓRICA 2019 ABANTE PANGAEA FUND													
	ene.-19	feb.-19	mar.-19	abr.-19	may.-19	jun.-19	jul.-19	ago.-19	sep.-19	oct.-19	nov.-19	dic.-19	TOTAL
Acciones	3,35	1,41	0,93	-0,28	-2,52	2,19	-0,10	-1,95	1,48	0,00	0,00	0,00	5,05
Ceconomy	0,37	0,26	-0,03	0,08									0,73
Bayer	0,26	0,14	-0,17	0,09	-0,19	0,31	-0,06	0,26	-0,03				0,63
Anheuser-Busch Inbev	0,34	0,08	0,09	0,05	-0,05	0,03							0,62
C&C Group	0,46	-0,20	0,06	0,07	0,07								0,60
Oi	0,09	0,11			-0,01	0,19	0,08	0,07	-0,01				0,59
Arytza	0,06	0,06	0,28	0,00			-0,03	0,03	0,05				0,51
New Gold	0,39	-0,26	0,00	0,01	-0,15	0,22	0,23						0,50
Telecom Italia	0,03	0,35	0,08	-0,22	-0,32	0,27	0,22	-0,14	0,22				0,42
Koninklijke KPN	0,11	0,03	0,09	-0,01	0,00	-0,01	-0,05	0,18	-0,01				0,38
Ivanhoe Mines	0,11	0,15	-0,05	0,01	0,00	0,21	0,03	-0,06	-0,05				0,37
CIR	0,36	0,33	0,01	0,02	-0,32	-0,06	0,22	-0,28	0,03				0,32
Buenaventura	0,02	0,05	0,02	0,01	0,01	0,07	-0,02	0,05	0,03				0,25
Vodafone	-0,10	-0,03	0,07	0,02	-0,15	0,04	0,23	0,05	0,08				0,24
Cameco								0,08	0,15				0,23
Thyssenkrupp	0,00	-0,08	-0,04	0,02	-0,07	0,23	-0,19	0,00	0,32				0,21
Deutsche Telekom	-0,09	0,04	0,11	0,02	0,02	0,04	0,01	0,01	0,00				0,20
AP Moller-Maersk	0,07	0,04	-0,04	0,15	-0,12	0,09	-0,03	-0,02	0,03				0,19
Imperial Brands	0,09	0,04	0,03										0,18
Orange	-0,14	-0,04	0,19	-0,07	0,02	0,04	-0,06	0,06	0,09				0,14
Freeport McMoran					0,00	0,10	0,02	-0,06	0,10				0,14
Fresenius SE	0,05	0,09	0,00	0,01	-0,04	0,02	-0,01	-0,01	-0,01				0,11
Barrick Gold	0,05	0,00	0,02		0,01	0,01							0,10
Goldcorp	0,06	0,01	0,01										0,09
Solocal Group		0,00	0,02	0,05					0,00				0,08
TUI			-0,03	0,08	0,00	0,01							0,08
Newmont Goldcorp				-0,01	0,04	0,00							0,06
Telefonica							0,00	0,02	0,04				0,06
Bae Systems	0,01	0,01	0,02	0,02	-0,01	0,01							0,05
Covestro	0,04												0,05
Grupo Mexico SAB	0,03												0,03
Engie	0,00		0,00	0,00	0,00	0,02							0,03
Post NL	0,02												0,03
E.On	0,02												0,03
Publicis				0,02									0,02
Kuehne + Nagel			0,00	0,01	0,00	0,00							0,02
Shire	0,08												0,02
Takeda Pharma	0,08												0,02
Nokia					0,02								0,02
Telefonica Deutschland	-0,01	-0,05	-0,02	0,04	-0,04	-0,01	-0,10	0,04	0,18				0,02
Norsk Hydro			0,00	0,01									0,01
Danone	0,01	0,01											0,01
Capgemini	0,01												0,01
K+S									0,01				0,01
British American Tobacco	0,01	0,00											0,01
Fresnillo			0,00	0,00	0,00	0,00							0,01
Sanofi				0,01									0,01
Bentley			0,00	0,01									0,01
Bpost			0,00										0,01
FLEX LNG									-0,01				-0,01
SSE				0,01	-0,04	0,02							-0,01
Royal Mail					-0,02	0,00							-0,02
Mosaic				-0,01	-0,11	0,13	0,00	-0,20	0,11				-0,06
Pangaea Oncology	0,00	-0,02	-0,01	0,00	0,00	0,01	-0,01	-0,01	-0,01				-0,09
BT Group			0,00	0,01	-0,11	0,01	-0,04	-0,25	0,16				-0,10
Turquoise Hill			0,00	-0,01	-0,06	0,01	-0,17	-0,04	0,01				-0,30
Consol Energy			0,01	0,00	-0,21	0,00	-0,19	-0,32	-0,14				-0,93
Pharol	0,40	0,30	0,02	-0,85	-0,44	0,27	-0,09	-1,46	0,12				-1,91
Derivados	-1,6	-0,7	-0,9	-1,2	2,2	-1,6	-0,4	0,7	-0,2				-4,4
Divisa y Renta Fija	0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0				-0,6
TOTAL RESULTADO CARTERA	1,8	0,6	0,1	-1,7	-0,4	0,3	-0,6	-1,2	1,2	0,0	0,0	0,0	0,06

La gestión de Pangea en los últimos 3 años y 9 meses

Los resultados de 2016 y 2018 fueron muy buenos: obtuvimos una importante diferencia de comportamiento positivo frente al mercado. En 2017, la subida del 31,5% del Nasdaq 100 tuvo un efecto muy negativo, por lo que decidí que, en 2018, cuando el mercado diera una oportunidad, bajaría el riesgo de mercado o cobertura a un máximo del 30%.

Tuve que esperar hasta finales de 2018 para poder implementar esta estrategia, ya que el Nasdaq subió de forma lineal desde los 6.430 puntos de principios de año, hasta llegar a 7.700 puntos en octubre. Tuve paciencia y aguanté la posición. Durante la fuerte caída de los mercados del último trimestre de 2018, monetiqué la parte corta del Nasdaq en la zona de los 6.300 puntos, haciendo posible que, en un año con caídas severas, el fondo no sufriera.

La desconexión entre los fundamentales de la macro y los mercados, y el no querer repetir un año de caída como en 2017, me llevó a tomar la decisión estratégica de, sin perder la esencia del análisis macro y estrategia, reducir el peso de esta pata a un máximo del 30%, frente al 100% que podía utilizar. Esto, en lenguaje llano, quiere decir que maté a un 70% del 'Espelosín macroestratega'. El objetivo era generar mayor estabilidad en el fondo, hacerlo más predecible y bajar la volatilidad.

Desde el último trimestre de 2018, todos estos aspectos se han ido cumpliendo y se refleja a día de hoy en una volatilidad que ronda entre el 4 y el 5%, en un 2019 en el que la subida del 22,4% del Nasdaq no está afectando como lo hizo en 2017, y en una mayor facilidad para predecir el fondo.

En la tabla que incluyo a continuación se pueden ver algunos aspectos interesantes que concuerdan con el mensaje principal que quiero transmitir en esta carta:

La cartera de renta variable está comprada a unos precios con un altísimo potencial -se ha hecho una rotación a unos precios muy bajos- y, en términos relativos, puede ser una alternativa muy buena frente a un Nasdaq que lleva diez años subiendo un 20% anual, lo que no es muy normal y roza los niveles de exuberancia. Además, y como veremos en tablas posteriores, esa subida se ha producido, en un 70%, solo por el comportamiento de 7 valores.

	2016	2017	2018	YTD 2019	TOTAL
Acciones	9,1%	3,0%	-3,9%	5,1%	13,3%
Cobertura	1,4%	-11,0%	4,8%	-4,4%	-9,2%
RF, Divisas y otros	1,0%	-1,5%	-1,8%	-0,6%	-2,9%
RENTABILIDAD PANGEA	11,4%	-9,6%	-0,9%	0,1%	-0,2%
Eurostoxx 50	0,7%	6,5%	-14,3%	19,0%	9,2%
SP500	9,5%	19,4%	-6,2%	18,7%	45,6%
Nasdaq	5,9%	31,5%	-1,4%	22,4%	68,7%
Peso RV	31,0%	48,5%	68,4%	33,5%	47,0%
Peso Cobertura	24,0%	47,3%	58,0%	27,0%	45,0%

La idea principal que les quiero trasladar es que, si uno lee las cartas de Pangea desde 2016, podrá ver que el escenario macro ha ido en línea con lo que comentábamos y que el error de pensar que este escenario deflacionista con deuda se traduciría en un mercado con muy bajos rendimientos y con una fuerte corrección del mercado estadounidense, no se ha cumplido para este y sí para Europa, que en 3 años y 9 meses no ha llegado a un 10% de rentabilidad, frente a la revalorización del 68,7% del Nasdaq.

Ha sido un error haber puesto la cobertura sobre mi cartera de acciones con el Nasdaq, ya que la diferencia entre Europa y Estados Unidos ha sido tremenda, perdón, la diferencia entre 7 valores estadounidenses y el resto del mundo. Con las medidas de “máxima cobertura del 30%” se palia, a largo plazo, cualquier error de estrategia que pudiera tener, siendo previsible que, cuando el Nasdaq retroceda entre un 20 y un 30%, elimine la cobertura en su conjunto y el fondo haga solo *stock picking*.

Como pueden ver, restando el peso en renta variable de la cobertura, verán que la exposición de riesgo neta a renta variable ha sido muy baja. Hay que recordar que los datos son a cierre mensual, por lo que podemos decir que, en total, la cifra está mas cerca del 50% en renta variable y 48% cobertura.

El mensaje de gestión que quiere transmitir Pangea es que, como pueden ver en la tabla anterior, el fondo ha tenido un resultado plano y lo ha hecho a pesar de la subida del 68,7% que ha tenido el Nasdaq en 3 años y 9 meses y de la revalorización del 9,2% del Euro Stoxx 50 en el mismo periodo y con mi posición corta del Nasdaq, en cerca de un 45%, y larga en renta variable europea en una cifra similar. Esto significa que la generación de alfa ha sido muy alta y que hemos gestionado de forma apropiada el error de la cobertura del Nasdaq, ya que eso nos tendría que haber quitado 30,6 puntos y solo ha restado 9,2 puntos.

En la parte de contado, la exposición a renta variable ha aportado 13,3 puntos estando invertidos al 47%, mientras que el índice ha subido un 9,2%, por lo que si hubiéramos invertido la cartera al 100%

hubiéramos obtenido 27 puntos, frente a los 9,2 que ha dado el Euro Stoxx 50. Como pueden ver, se ha generado bastante alfa en las dos vertientes, y todo ello a pesar del error en la cobertura del Nasdaq, que se pudo neutralizar por la flexibilidad del fondo y por el importante trabajo que hay detrás de esos 'números'.

Les aseguro que no es fácil conseguir, con 60 puntos de diferencia de rentabilidad entre Estados Unidos y Europa, un resultado plano, y aguantando, además, toda la presión de 2017 y 8 meses del 2018. Siguiendo los principios de análisis fundamental y no entrando en pánico, se puede obtener un resultado plano que, por otro lado, no sería fácil de ver en fondos que hubieran hecho esa tesis (largo en Europa y corto en Estados Unidos).

Con todo, tengo que decir que no estoy contento por haber conseguido un resultado plano en todo este periodo, pero sí de haber protegido el capital y haber sido capaz de gestionar un error táctico que podría haber supuesto caídas del 25%. Y creo que esto dice mucho de cómo se controla el riesgo y la experiencia. Para el futuro, creo que esto tiene que dar tranquilidad al inversor, porque la generación de alfa es elevada en ambas partes de la cartera y porque las condiciones de disparidad entre Europa y Estados Unidos es complicado que se vuelvan a dar. Espero haber dado suficiente información para explicar que las capacidades, ahora que la estrategia tiene un peso residual, están ahí para poder ser una alternativa razonable en fondos mixtos y en situaciones de mercado complejas.

Quisiera ahora explicar en la carta, la oportunidad que veo ahora de comprar Pangea con las nuevas ideas que se han introducido y hacer entender que estamos en una buena disposición con una cartera muy infravalorada y con una cobertura muy controlada que pueda dar rendimientos positivos.

Análisis de mercados y estrategia del fondo

Europa ha tenido un mejor comportamiento en septiembre, mostrando ganancias del 4%, gracias, en parte, a la subida del 8% del sector bancario y seguros por las medidas suavizadoras que el Banco Central Europeo ha anunciado para el exceso de reservas de los bancos. Por su parte, el S&P 500 se ha revalorizado algo menos, un 1,72%, mientras que las tecnológicas han comenzado a dar síntomas de cansancio con respecto a otros sectores, anotándose el Nasdaq una ligera subida del 0,76%.

Los datos macroeconómicos siguen mostrando una debilidad manifiesta que no se corresponde con la escasa revisión de beneficios que se ha visto, hasta ahora, en los resultados empresariales. Los beneficios del S&P 500 para 2019, previstos en 165 dólares, siguen siendo elevados con respecto a los

152 dólares de 2018. No deja de sorprender la cifra de 2020, para cuando se estima un BPA de 182 dólares que, la verdad, es difícil de entender, dado que el ISM y la confianza de los consumidores se encuentran en mínimos. Las probabilidades de revisión de beneficios a la baja en la última parte del año creo que es elevada, y sin muchos argumentos para una expansión de multiplicadores, en un entorno de bajo crecimiento y de 'subvención monetaria aumentada'; creo que hay muy poco que ganar en Estados Unidos y sí mucho que perder.

El 'bazoka monetario' con el que los bancos centrales nos han vuelto a deleitar a la vuelta del verano no es más que la manifestación de que los problemas estructurales de nuestra economía -bajo crecimiento de población y productividad, unido a un *stock* de deuda impagable en un Estado de Bienestar insostenible en este entorno de desajustes de valor de las divisas- son solo solucionables poniendo al 'enfermo' una nueva dosis de estimulante sin haber apreciado los médicos ni una sola muestra de recuperación. Los inversores deben decidir si estirar el chicle hasta la zona de los 3.150 puntos o protegerse y esperar a comprar en la zona de los, al menos, 2.350 puntos, todo esto desde los 2.976 puntos de cierre de septiembre.

¿Hasta dónde se puede aguantar con este sistema subvención monetaria aumentada? Mucho tiempo, pero bajo la premisa de la continua represión financiera al ahorro y tipos bajos para un periodo de tiempo ilimitado en un entorno de deflación y de complicaciones políticas emergentes en todos los lugares, en los que la diferencia entre el factor trabajo y capital se encuentra descompensada.

Esto no es para nada -a pesar de que nos encontramos ante la mayor burbuja de todos los tiempos, creada por los bancos centrales en la renta fija- un argumento para expandir el PER de la bolsa y decir esa frase apocada de "no hay alternativa", porque sí la hay: *cash* y activos reales infravalorados, amén de otras formas de dinero, como el oro. La bolsa claro que es una alternativa con respecto a la renta fija, pero esto, para mí, solo se da en Europa y no en Estados Unidos, donde la sobrevaloración de muchos sectores es equivalente a otras épocas en la que se acabó con caídas profundas y volviendo a valoraciones racionales.

El 'patrón confianza en bancos centrales' como médicos estimuladores que siempre van a estar ahí y con el que nos tapamos la cara de la realidad de la devastación silenciosa del valor de nuestras divisas, es el que tenemos, pero debe ajustarse a un 'patrón ordenado para todos', dado que el problema ya no viene de la deuda del sector privado, que por el contrario cuenta con exceso de ahorro, sino que viene de los bajos crecimientos de salarios en un mundo globalizado. Esta manguera de liquidez con la que vivimos es como los ligamentos de nuestro cuerpo, en el que hay distintas 'submangueras'. En los

últimos tiempos la manguera del factor trabajo no ha sido alimentada, lo que ha derivado en un paciente cabreado 'políticamente' de forma crónica, no dejando en el futuro un escenario de expansión de márgenes para el capital tan generoso como en los últimos años y, por ende, una contracción de multiplicadores que hay que aplicar a esos beneficios empresariales que el consenso suele sobreestimar para justificar la intervención de los bancos centrales.

Las probabilidades de Pangea juegan a favor en esta fase de maduración de ciclo

En este escenario, el fondo sigue con una cobertura sobre su posición de contado que no supera el 30%, tal y como se estableció este nivel como máximo, y sigue con una exposición clara a valores infravalorados con un amplio margen de seguridad. Desde la implementación hace un año del límite del 30% de cobertura, la volatilidad del fondo ha bajado de forma significativa hacia la zona de 4 y la forma de predecir el comportamiento del fondo es más sencilla. Incluso en un entorno en el que el Nasdaq ha subido un 22,4% y el Euro Stoxx 50, un 19%, el fondo obtiene rentabilidad positiva del 0,1%, con una posición media en 2019 del 33% a renta variable y una posición corta sobre los índices estadounidenses del 27%.

Pangea se encuentra en una situación favorable al haber formado, durante los últimos meses, una cartera en valores a precios muy bajos en compañías de calidad que han tenido una enorme diferencia negativa de comportamiento con respecto al Nasdaq, por lo que la probabilidad y el margen de seguridad de hacerlo mucho mejor es elevado. Estar largo de valores -recientemente comprados a precios ridículos con amplio margen de seguridad- y con otros valores importantes que pueden estar a punto de tener revalorizaciones muy por encima de la media por los eventos intrínsecos que en ellas están ocurriendo, es, para mí, una fuente de valor importante en una parte del ciclo muy maduro, en la que el Nasdaq ha subido un 20% anual desde finales de 2008.

En esta fase del ciclo en la que nos encontramos, Pangea es una buena alternativa como fondo mixto flexible para aquellos inversores que no quieran tener severas pérdidas y sí ciertas dosis de preservación de capital, teniendo en cuenta, además, que la cartera de contado, a los precios actuales, ofrece un potencial de revalorización muy importante. Aún en el caso de que la bolsa estadounidense siguiera subiendo, el fondo puede seguir subiendo también, ya que la parte de contado continúa generando importante alfa y existe una opcionalidad muy alta en valores que se han introducido recientemente. Fuera del 'canal trumpiano' no existe margen de seguridad razonable y es jugar con fuego

Tal y como se muestra en la siguiente imagen, existe una fuerte resistencia en la parte alta del 'canal trumpiano' y lo razonable, sin ser muy pesimista, sería que, después de un ciclo de diez años el mercado visitará la parte baja del canal alcista, que se sitúa en la zona de los 2.500 puntos. Y con ello, el mercado seguiría alcista, pero lo que no es normal es que con la macro y política actual sigamos dando vueltas por un 'canal trumpiano', manipulado por Twitter cada vez que el mercado corrige un exiguo 4%.



En el corto plazo, hasta que no se rompa la zona de los 2.870 puntos, el mercado puede seguir intentando la zona de máximos. Si rompe el techo definido en el nivel de los 3.050, puede dirigirse hacia los 3.100-3.150 puntos, que puede ser el máximo de los próximos años.

Otra de las razones por las que creo que existe mucho valor en la posición corta de Estados Unidos, en comparación con la cartera de contado, es que la subida del Nasdaq se explica por muy pocos valores, que se encuentran en una fase madura de ciclo, en comparación con los bajos precios a los que cotizan los fundamentales de la cartera de renta variable en Pangea.

Como se puede ver en el gráfico inferior, un 70% de la subida del Nasdaq se explica únicamente por el comportamiento de 7 valores -si ven sus nombres verán que existe poco margen de seguridad al haber subido desproporcionadamente desde 2016, en comparación con los valores actuales del fondo-.



Desde 2016, la subida de estos valores en el Nasdaq la podemos ver en la siguiente tabla.



Por tanto, creo que existe potencial para retornos del 5% con baja volatilidad, teniendo una posición a renta variable del 35% en valores muy infravalorados en los últimos 3 años y 9 meses, frente a Microsoft, que ha subido un 166%; Apple, un 122%; Amazon, un 152%; Facebook, un 68%; Google, un 58% y Cisco, un 102%.

En el otro lado de la baraja, la cartera de contado tiene, con las compras realizadas en 2019 y con la posibilidad de que afloren los fundamentales en muchos de los valores antiguos de la cartera, una capacidad muy alta de superar en esta fase madura de ciclo a la parte corta.

	ACCIONES	CIERRE 30/09/19	CIERRE 2018	YTD	COMPRAS 2019	PRECIO	% POSICION
PHAROL	19.600.000	0,1116	0,1632	-31,6%	7.700.000	0,1404	39%
CONSOL ENERGY	105.000	15,63	31,71	-50,7%	105.000	20,43	100%
CIR	1.600.000	0,93	0,929	0,1%	-914.415	1,033	
FREEMPORT MCMORAN	100.000	9,57	10,31	-7,2%	100.000	9,05	100%
TELECOM ITALIA	1.800.000	0,5235	0,4833	8,3%	-1.400.000	0,568	
THYSSENKRUPP	65.000	12,705	14,98	-15,2%	65.000	11,31	100%
BUENAVENTURA	52.000	15,18	16,22	-6,4%	47.000	12,86	90%
ORANGE	50.000	14,395	13,57	6,1%	-26.200	15,2	
TELEFONICA DEUTSCHLAND	280.000	2,558	3,41	-25,0%	280.000	2,72	100%
CAMECO	80.000	9,5	11,35	-16,3%	80.000	8,34	100%
KPN	180.000	2,861	2,56	11,8%	-250.000	2,89	
BRITISH TELECOM	270.000	178,58	238,1	-25,0%	270.000	202,72	100%
VODAFONE	250.000	162	152,9	6,0%	-50.000	148,9	
BAYER	5.000	64,69	60,56	6,8%	-21.500	71,35	

En la tabla de arriba se puede ver el trabajo que se ha hecho sobre las principales posiciones del fondo. Es interesante analizarlo para ver la ligera rotación que se ha hecho, los precios a los que se ha monetizado ciertas posiciones y la compra de las nuevas posiciones en el fondo.

Se ha reducido ligeramente el peso de TIT, Orange, KPN y Vodafone a precios muy atractivos. En el caso de TIT, con precio de venta de un 8,5% por encima del cierre de mes y un 17,5% frente al cierre de 2018. En Orange se ha reducido ligeramente el peso a un precio de un 5,5% por encima de los actuales, en KPN se ha monetizado también por encima de mercado y en Vodafone por debajo, aunque la parte vendida fue la que compramos en la zona de 130 peniques.

Merece la pena destacar la venta de Bayer en la zona de 71,35 euros, un 10,3% por encima de los precios actuales y siendo, como se ve en la tabla inicial de esta carta, una de las ideas que se fraguaron en 2018 y cuya rentabilidad ha sido muy positiva. Pero, lo interesante, es que la posición en estos valores sigue, aunque con un peso menor, cotizando a precios muy bajos en la mayoría de ellos, con rentabilidades por dividendo del 5%.

Por el lado de las compras, merece la pena destacar que se ha formado el 90-100% de la posición en nuevos valores que creo que, desde el punto de vista de fundamentales, se han comprado a unos precios con amplísimo margen de seguridad y que son una potencial fuente de valor muy elevada para los próximos dieciocho meses, en comparación con la cobertura de Nasdaq, que creo que posibilitará retornos por encima del 5%.

Lo más destacable de las nuevas compras en Pangea

Consol Energy: se ha comprado el 100% de la posición en 2019 a un precio de 20,4 dólares, en un valor que ha caído un 50% en el año. Nuestro precio de compra recoge una pérdida por el momento del 23%, frente a esa caída del 50%, y desde nuestro precio de compra creo que el potencial de esta compañía es elevadísimo, siendo, en este entorno de precios bajos del carbón, una de las pocas compañías que aguantan bien dado su excelente posición de costes en el primer cuartil de productores.

Los bajos precios del gas están arrastrando a los precios del carbón y muchos productores están en pérdidas insostenibles. Aunque la demanda de carbón pueda bajar en Occidente, esta sigue creciendo en emergentes. A medida que los productores ineficientes van entrando en pérdidas, los eficientes ganan mucho valor en el medio plazo.

Para Consol Energy, que capitaliza 400 millones de dólares, poder comprar a ese precio 698 millones de reservas de toneladas de carbón de un productor que puede convertir un 50% de EBITDA en FCF, además de la terminal marítima de Baltimore, de un ROCE del 12% frente al 3% de sus comparables, creo que es una oportunidad única. Todo esto con niveles de deuda bajos y habiendo reducido los pasivos económicos desde 1.497 millones en 2014 a 1.050 en septiembre 2019. El fondo va comprando progresivamente los días que cae el valor, estando las últimas acciones compradas a 14,38 dólares. En un ciclo normalizado de precios de carbón la compañía puede generar 150 millones de FCF con un market cap de 400 millones, sin palabras, creo que su valoración puede doblar, cosa que desde aquí no creo que haga el Nasdaq.

En **Freeport McMoRan** se ha comprado un 100% de la posición a 9,05 dólares, que es un precio muy atractivo teniendo en cuenta que viene de 20 dólares en 2018 y 40 dólares en 2014. Lo he comentado en muchas cartas, la escasez del cobre a partir de 2021 y los bajos inventarios, hacen de este metal uno de esos activos reales que merece la pena tener.

Las bajadas de producción en FCX por los trabajos en la ampliación de Grasberg no dejan ver que solo el valor de las reservas de oro de la mina en Indonesia podría justificar el 75% de la actual valoración de la compañía. Poder comprar a estos precios una de las compañías puras de cobre, con unos activos de primera línea como Grasberg, Cerro Verde y Morenci, es una opción muy atractiva si el cobre se va hacia la zona de 6.500 dólares, ya que puede suponer precios por encima de 16 dólares. Tomando una regresión de los últimos cinco años entre FCX y el cobre, la acción está descontando a estos niveles un precio del cobre en la zona de 4.500 dólares, frente a los 5.725 dólares actuales.

Thyssenkrupp: se compró el 100% de la posición este año a un precio de 11,31 euros frente a los 12,70 actuales y el cierre de 14,98 euros de finales de 2018, lo que supone compra con valor, ya que el margen de seguridad es muy elevado. Y ya saben la tesis: vendiendo o colocando la división de elevadores ya supondría una subida de más del 50%. Otro ejemplo de comprar un valor con buenos fundamentales de valoración cuando ha caído un 25%, con lo que, en términos relativos, con la posibilidad de colocar elevadores el potencial frente a un Nasdaq que sube más de un 20%, las probabilidades y margen de seguridad juegan a favor de Pangea.

La posición en **Cameco** se ha comprado a niveles de 8,34 dólares, frente a los 11,35 de cierre de 2018, los 11,35 dólares de finales de 2018 y los 9, 5 actuales. Comprar la mejor compañía de una materia prima necesaria para los nuevos 53 reactores nucleares que se están construyendo y en una industria donde la oferta es limitada y se ajusta de forma rápida, creo que es una opción excelente frente a la posición corta de Nasdaq. A los precios actuales, comprar 467 millones de libras de reservas de uranio es una oportunidad excelente y se irán incrementado las posiciones si el valor baja de 8 dólares.

Con todo esto, lo que quiero compartir con ustedes es que el potencial actual del fondo es muy elevado y que la renta variable, como lo ha hecho hasta ahora, aporta alfa.

Nos podemos enfrentar a un periodo en el que los valores lo hagan sustancialmente mejor que la cobertura o simplemente pensar en que el margen de seguridad es muy superior. Y en los tiempos macro que corren, es una buena oportunidad tener este tipo de fondo en el que el análisis fundamental ha permitido no perder la cara a un Nasdaq que desde finales de 2015 ha subido un 68,7% frente a un Euro Stoxx que lo ha hecho en un 9,2%, y manteniendo una posición larga del 47%, frente a una posición corta del 45%, se ha preservado el capital. Con 60 puntos en contra de *performance* relativo ha habido un trabajo importante detrás del 'número' para no incurrir en pérdidas importantes que podría haber dado la cobertura -nos podía haber detraído 30 puntos-.

Ahora, la rotación de los valores y sus fundamentales, junto con un ‘coloso’ como el Nasdaq, que empieza a dar síntomas de agotamiento en un entorno de bajo crecimiento, creo que hacen de Pangea una buena opción para los que no quieren 100% bolsa en esta fase del ciclo o buscan alternativas con menor volatilidad en la gama de fondos mixtos.

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. El documento informativo de la carta mensual ha sido elaborado a fecha de 11/10/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.