

# abante Pangea Insights

Por Alberto Espelosín

14 de julio de 2014

www.abanteasesores.com

Número XI

## Ciclos alcistas y bajistas en Pangea

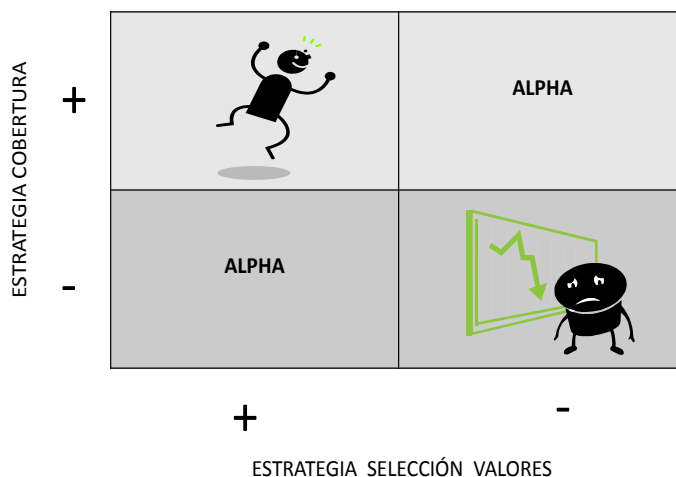
No tenía previsto hacer ningún *Pangea Insights* hasta después del verano, pero la pérdida de rentabilidad del fondo desde finales de mayo hasta los “horribles primeros días de julio” merece la pena ser explicada. No porque sea algo bueno o malo, sino por el hecho de que es una situación que puede producirse y da pie a **explicar mejor la filosofía del fondo**. Que haya caídas de rentabilidad en un fondo de renta variable se percibe como algo corriente y se asume con normalidad. Pero cuando sucede en fondos flexibles, la necesidad de comentar los motivos es mayor y ese va a ser el objetivo de este documento: explicar los ciclos bajistas y alcistas del producto y seguir profundizando sobre los riesgos.

**“Pangea es un fondo global flexible con tendencia, en un ciclo completo de bolsa, a estar invertido de media al 40% en renta variable y en el que, con racionalidad, fusionando la estrategia de mercado con la selección de valores, se intenta ganar dinero en cualquier circunstancia de mercado con suficiente margen de seguridad y con el objetivo no garantizado de obtener una rentabilidad de entre el 5 y 7%”.**

Pangea, en el largo plazo (3-5 años) estará invertido de media al 40%, con lo que **su riesgo es el de la renta variable**. Pero tiene dos riesgos procedentes de sus estrategias: por un lado, el de las acciones que compra y, por otro, el que proviene de las operaciones de cobertura o de expansión para poder estar invertido entre el amplio rango del 0 al 140%. En esta horquilla establecemos cuatro estadios de riesgo por intervalos del 35% (0/35, 35/70, 70/105, 105/140). La permanencia en cada uno es larga, ya que esta parte nos la dictan la macro y la estrategia de índices, cuya visión es de medio-largo plazo.

### “Riesgo de Acciones + Riesgo de Estrategia”

Si unas acciones se cubren con un índice perfecto, se puede decir que solo se tiene un riesgo, pero en Pangea **invertimos en acciones y en estrategia de mercado**, por lo que en el corto plazo puede suceder que yo piense que el S&P 500 está muy caro, que lo venda y que el índice siga subiendo, mientras que mis acciones, si no son americanas, pueden caer porque Europa lo haga peor. Lo que ocurre es que **en el medio-largo plazo, las estrategias de mercado de coberturas suelen funcionar bastante bien**.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

La vida de un fondo, al igual que los mercados, está llena de pequeños ciclos alcistas o bajistas, además de los eventos imprevistos o cisnes negros (*black swan*) que aparecen por el camino. Los primeros días de julio hemos asistido en el fondo a un ciclo bajista que ya veníamos arrastrando desde junio, por el hecho de que el S&P 500 ha subido desde finales de mayo un 2,1 %, frente a una caída del 2,9% del Eurostoxx 50.

A su vez, las principales acciones del fondo, con un sesgo muy europeo, han tenido un mal comportamiento. A esto hay que unir el evento imprevisto de la caída de un 35% de las acciones de **Portugal Telecom** (desde el 26 de junio), valor en el que antes de ocurrir ese evento teníamos un peso cercano al 3% en cartera. Por tanto, tal y como muestra el cuadro de arriba, donde se asocian los dos riesgos positivos y negativos del vehículo, hemos tenido un mes y medio en el que los dos riesgos han ido en contra, muy parecido a lo que ocurrió en el período entre octubre de 2013 y enero de 2014.



Sigo pensando, a pesar de mi actual visión bajista sobre los mercados, que la **bolsa es el activo a largo plazo más rentable** y, por eso, en un ciclo completo la exposición media del fondo debe ser de en torno al 40%. Lo que ocurre con Pangea es lo mismo que con la bolsa: sube y baja para, a largo plazo, obtener la **rentabilidad positiva que da el mercado**.

Por eso, la primera premisa cuando se invierte en el fondo es tener claro que se trata de un mixto flexible a largo plazo que no intenta capturar toda la rentabilidad positiva del mercado, pero que **intenta evitar grandes caídas**. Además, por el camino se pueden producir subidas y bajadas, igual que sucede en un fondo de bolsa, pero con **menor volatilidad**. Pangea, como el mercado de renta variable, tiene sus ciclos alcistas y bajistas derivados de los dos riesgos del fondo - selección de valores y cobertura-, pero en el largo plazo la cobertura tiende a ser bastante convergente con el objetivo de cubrir el riesgo.

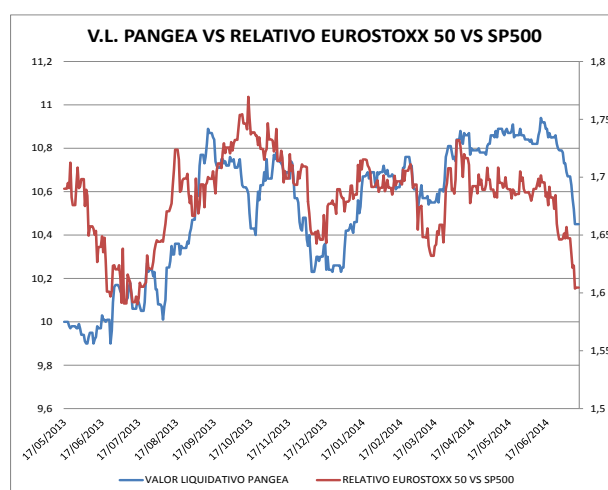


“¿A qué se debe la caída de la rentabilidad desde principios de junio y, en especial, los tres puntos de rentabilidad perdidos en los primeros días de julio?”

Rentabilidad desde el 01/06/07 al 10/07/14: <b>-3,56%</b>			
<b>Aportación de los valores en Cartera -2,43%</b>		<b>Aportación de las Coberturas -1,14%</b>	
Goldcorp	0,136%	Logitech Intl Sa	-0,012%
Gazprom	0,090%	Ericsson	-0,017%
Barrick Gold	0,078%	Deut Boerse Ag	-0,023%
Eldorado Gold	0,076%	Tesco Plc	-0,029%
Draegerwerk Ag	0,059%	D'leteren Nv	-0,035%
Kinross Gold Corp	0,050%	Galp Energia	-0,041%
Carlsberg	0,048%	Wm Morrison Supermkt Plc	-0,047%
Cir Spa	0,038%	Turquoise Hill Res Ltd	-0,048%
Antofagasta Plc	0,036%	J. Sainsbury Plc	-0,050%
Ivanhoe Mines Ltd	0,033%	Arkema	-0,057%
Newmont Ming Corp	0,027%	Sanofi	-0,071%
Buenaventura Sa	0,021%	Espirito Santo Saude Sgps Sa	-0,088%
Pfizer Inc	0,020%	Telecom Italia Spa	-0,092%
Orange	0,015%	C&C Grp Plc	-0,096%
Asos Plc	0,012%	Samsung Elctro Co Ltd	-0,100%
Verbund Ag	0,011%	Oi SA	-0,109%
Bg Grp Plc	0,009%	Kpn Nv	-0,667%
E.On Se	0,006%	Portugal Tlcom Sgps	-1,627%
Ansaldo Sts Spa	0,006%		
Sap Ag	0,005%		
Colruyt Nv	0,003%		
		<b>Renta Fija y Depósitos 0,01%</b>	

Tal y como se desprende de la tabla superior, el -3,56% de la caída **Abante Pangea** se debe al evento imprevisto de Portugal Telecom, junto al mal comportamiento de **KPN** y **Telecom Italia** y la aportación negativa de la cobertura del S&P 500 –que subió un 2,1%, frente a la caída del 2,9% del Eurostoxx 50-. No es normal lo que ha sucedido, ya que un -1,63% se debe sólo al efecto de Portugal Telecom y este tipo de hechos no suceden de manera continuada, ni mucho menos.

“Los ciclos alcistas y bajistas de Pangea frente a la estrategia de cobertura”



Desde el inicio del fondo nos hemos situado en el estadio de riesgo 0/35%, con un sesgo medio en el 0% y un peso en acciones del 50%. Un riesgo cubierto en su totalidad con venta de futuros, de los cuales un 90% han sido del S&P 500, porque creemos que **existe un exceso de valoración** muy importante con respecto a las acciones de Europa. Desde comienzo de Abante Pangea el S&P 500 ha subido un 17,8% con



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

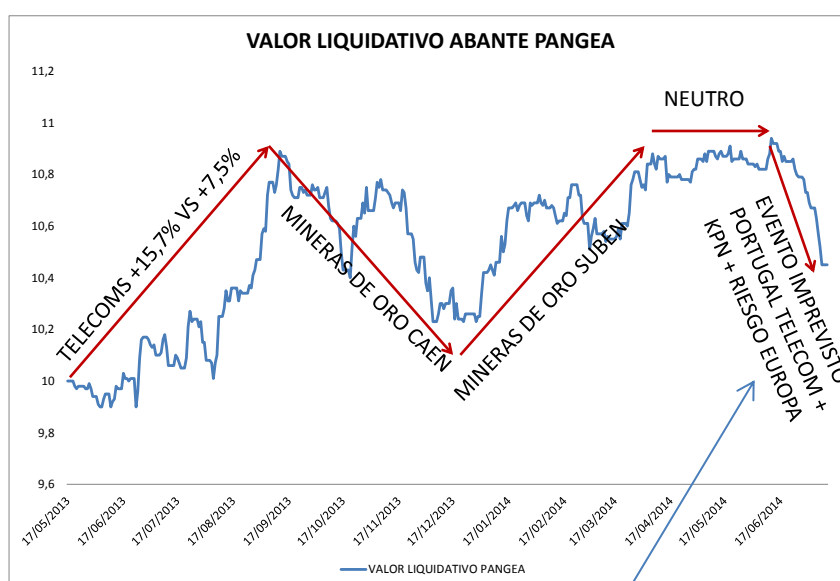
una caída de la divisa del 6%, frente a la ganancia del 11,8% del Eurostoxx 50. Así, se puede decir que en términos netos han tenido el mismo comportamiento.

El hecho de estar largo en Europa y corto en el S&P 500 hace que, tal y cómo se observa en el gráfico superior, el valor del fondo se vea afectado cuando el Viejo Continente lo hace peor que Estados Unidos y viceversa. De hecho, en la última caída desde junio se aprecia perfectamente el hecho de que el mercado europeo ha recortado un 2,9%, frente al 2,1% que ha avanzado el norteamericano.

Por tanto, en la situación actual creo que estoy en **una buena disposición para mejorar el valor del fondo**, ya que no es normal el reciente comportamiento de Europa, que deriva de los acontecimientos de riesgo-país en Portugal. Tal y como expliqué en [mi carta mensual de junio](#), creo que la estrategia de vender activos de Estados Unidos es acertada en el medio plazo. La gestión de la cobertura en 2014 es oportuna, ya que con una subida del 6,2% en el S&P 500, la cobertura sólo ha restado un 2,22% por su gestión dinámica, que es donde se ha generado alpha.

La primera **condición necesaria para dar rentabilidad positiva es que el S&P 500 tenga alguna corrección significativa**. Si sigue subiendo, Abante Pangea solo ganará si se genera alpha con la selección de valores, lo que ha sucedido bastantes veces, tal y como comento a continuación.

### Los ciclos alcistas y bajistas de Pangea frente a la estrategia de selección de valores



VALORES	31/05/2014	10/07/2014	% s/b
KPN	2,38	2,71	-12,2%
PTC	1,864	2,636	-29,3%
CARL	576	569	1,2%
TIT	0,876	0,911	-3,8%
GALP	12,735	13	-2,0%
SAN	75,7	78,44	-3,5%
STS	7,825	7,87	-0,6%
SMSN	638	711	-10,3%
GCC	4,262	4,5	-5,3%
DIE	30,11	31,01	-2,9%
TSCO	280,7	303,5	-7,5%
TRQ	3,46	3,59	-3,6%
AKE	70,05	75,01	-6,6%



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

En lo que se refiere al **riesgo de acciones**, he marcado en el gráfico superior, a grandes rasgos, cuáles han sido las razones de los ciclos alcistas y bajistas del fondo desde su constitución y la verdad es que han sido muy marcados. El primer ciclo alcista lo vivimos nada más empezar, cuando invertimos cerca de un 22% del fondo en **telecomunicaciones** y las empresas de este sector subieron en vertical, con avances muy importantes, como el de KPN del 37% o el Telecom Italia de un 15%.

Posteriormente, dada la rentabilidad tan alta que llevábamos, intentamos protegerla, con la mala suerte de que las **compañías de oro** que compramos para hacerlo tuvieron caídas iniciales significativas, a lo que se unió que el S&P 500 lo hizo mucho mejor que Europa. Los dos riesgos fueron en contra y se produjo una situación parecida a la actual. Después, las mineras subieron con fuerza, y el resto de la cartera también, teniendo un momento dorado de *stock picking*, aunque el S&P 500 continuaba al alza.

En la última caída nos encontramos en una situación similar a la de octubre, con un descenso del portfolio de acciones y un movimiento alcista del S&P 500, frente a una bajada del Eurostoxx 50. Como se ve en la tabla, se ha unido un evento no previsto o *black swan* (la fuerte caída de Portugal Telecom) a lo que, como se ve en la tabla adjunta, se ha unido un sensible desplome de los principales valores de la cartera que contrasta con el avance del 2,1% del S&P 500 desde finales de mayo, con lo que “los dos riesgos han ido en contra” del fondo de manera pronunciada, al igual que otras veces van “los dos riesgos a favor”.

Creo en la regresión a la media, y por ello no veo problema para volver a la situación original de rentabilidad del 5% en el año una vez que los riesgos se normalicen ya que las probabilidades de tantos efectos negativos a la vez ya los hemos sufrido y ya está reflejado en los precios. Ni era tan listo cuando expuesto al 0% llevaba un 8% de rentabilidad ni soy tan tonto para que me ocurra todo de golpe ahora que la rentabilidad es de un 4,5% desde inicio.

De hecho, las subidas y bajadas de Pangea, tal y como he explicado con anterioridad, entran dentro de lo normal y creo que estas caídas representan una **buena oportunidad de compra para los inversores**.

### Los ciclos alcistas y bajistas de Pangea frente a los eventos imprevistos o *Black Swan*

Cuando uno mira la composición de la cartera de Pangea no se puede decir que se invierta en valores considerados como muy arriesgados. La inversión original en **Portugal Telecom** era de cierto riesgo por el alto nivel de deuda de la compañía y de la futura fusión, que se debería cerrar en octubre, con **Oi** en Brasil. Pero las importantes mejoras de *cash-flow* y ahorro de costes de la nueva compañía fusionada, junto con el baile de fusiones que se puede producir en Brasil después de las elecciones invitaban a tomar la posición.

El día anterior a saltar la noticia, PTC PL valía en bolsa 2.590 millones de euros. Cuando se comunica que se ha invertido 897 millones de euros en papel comercial de **Rio Forte**, uno se queda impresionado con la cuantía, dado que supone el 35% de la capitalización bursátil de la compañía (11% de la futura fusionada). Pero nadie puede imaginar que en una gran empresa de un país, un director financiero pueda hacer esto sin la certeza de que le vayan a pagar. La acción empieza a desplomarse los siguientes días no sólo por la falta de *corporate governance*, sino también por el desplome de las acciones del **Banco Espirito Santo**. Los socios de Oi en Brasil asisten perplejos a este evento y piden cambios en la ecuación de canje de la futura fusión ya aprobada, el pánico aparece y las acciones de PTC PL acaban cayendo hasta niveles de 1,86 euros, lo que sitúa el valor de la compañía en 1.671 millones de euros. Así que el mercado descuenta que se recuperará 0 de la inversión en Rio Forte.

Llegado a este punto creo que **el mercado se ha excedido en el castigo** y tomo la decisión de incrementar el peso en la cartera. Porque creo que, aunque pierda un 50%, lo que me parece una locura, y teniendo en cuenta un EBITDA estable en 1.150 millones de euros y un BDI (beneficio después de impuestos) también



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)

constante a medio plazo de 300 millones de euros, se puede justificar aún en el desastre, con un PER (relación precio-beneficio) de 7, que supone, al menos, 2,35 euros de valoración. Podría haber vendido toda la posición y lo hubiera hecho de tener claro que no se puede recuperar nada de los 897 millones de euros, pero no lo hice y en el momento que el mercado entró en pánico pensé que era buen momento para aprovecharse de él.

Y esto es lo que sigo pensando ahora, que en 2,35 euros está todo recogido y que comprar por debajo de 2 euros es una buena opción por las siguientes razones:

- 1) Algo del papel comercial se recuperará, aunque sea con acciones u otro colateral.
- 2) Cambios en el equipo gestor y cascada de dimisiones que, en el fondo, son positivas para el medio y largo plazo.
- 3) Los teléfonos en Portugal siguen sonando todos los días.
- 4) La fusión con Oi no creo que se pare y si se frena y se hace una ampliación de capital en PTC PL y se queda sola, tampoco pasará nada mientras siga ganando a largo plazo un beneficio neto de entre 250 y 300 millones de euros.
- 5) Por debajo de 2 euros ya empieza a haber inversores mirando el valor.

Todo esto es una pesadilla que, evidentemente, me hubiera gustado no contar. Pero creo que debo permanecer en la posición incrementada hasta niveles aproximados del 5% y que ha sido comprada por debajo de 2,10 euros. Si se normaliza todo y se produce el rebote post-pánico, creo que cerca de un punto de valor liquidativo se puede recuperar en un espacio de tiempo corto.

Si el pánico se agudiza, considero que en la zona de 1,60/1,50 se puede seguir incrementando la posición.

*“Es un fondo de retorno absoluto o long/short”*

No, para nada. Lo que sucede es que desde que lo empezamos hemos tenido una exposición neta del 0%, ya que creo que estamos ante **condiciones anormales del mercado**, que pueden acabar con amplias pérdidas de las que pretendemos cubrir el fondo. Por tanto, no les quepa duda que, si algún día el mercado cae un 20% y veo valor, me pondré invertido en un rango de 35/70% sin problemas, pero siempre que haya margen de seguridad según mi análisis macro y de estrategia.

*“Los objetivos de rentabilidad se siguen consiguiendo y con exposición neta del 0% se ha obtenido un retorno positivo del 4,5%”*

Esto no es “consuelo de tontos”, pero creo que, sin el evento imprevisto, la gestión está siendo correcta y **dentro de los parámetros de rentabilidad que deseamos tener**. Hubiera preferido no tener que escribir nunca este *Pangea Insights*, pero el trabajo de gestor es así, alegrías y penas, en un entorno de baja validez en el que, a pesar de trabajar muy duro el aspecto intelectual, no estás exento de que en una compañía sería se le ocurra a alguien hacer inversiones no recomendables que ponen en jaque la compañía, el país y la credibilidad de los estados periféricos. Las responsabilidades serán acordes con la repercusión del problema y en el largo plazo, mientras suenen los teléfonos, todo esto se verá de forma distinta.

Un saludo,

**Alberto Espelosín**, gestor de Abante Pangea.

*Si desea recibir más información sobre Abante Pangea, por favor, haga clic [AQUÍ](#).*



[@abanteasesores](#)



[Abante](#)



[abanteasesores.com](#)

abante)