

AGF – Abante Pangea

Alberto Espelosín, gestor de **Abante Pangea**, repasa en su carta mensual lo que ha pasado en octubre en los mercados -que han continuado con su **tendencia alcista**- y pone el foco en “la nueva forma de controlar el precio de los activos que se ha instaurado vía Twitter”. Así, recuerda que hasta en 42 ocasiones Donald Trump ha tuiteado que había avances en las negociaciones con China, lo que significa que son 42 las veces que el mercado ha descontado el efecto positivo de un posible final de la guerra comercial.

“Uno de los efectos que se está produciendo, y que rompe los modelos de causalidad entre los **datos macro** y el comportamiento de los mercados, es que, independientemente de cómo sea el dato económico, la bolsa siempre lo interpreta de forma positiva”, explica. El gestor también destaca que, en el escenario en el que nos hallamos de **excesiva intervención monetaria**, estamos condenados a **crecimientos más bajos** por haber acumulado una **deuda impagable**.

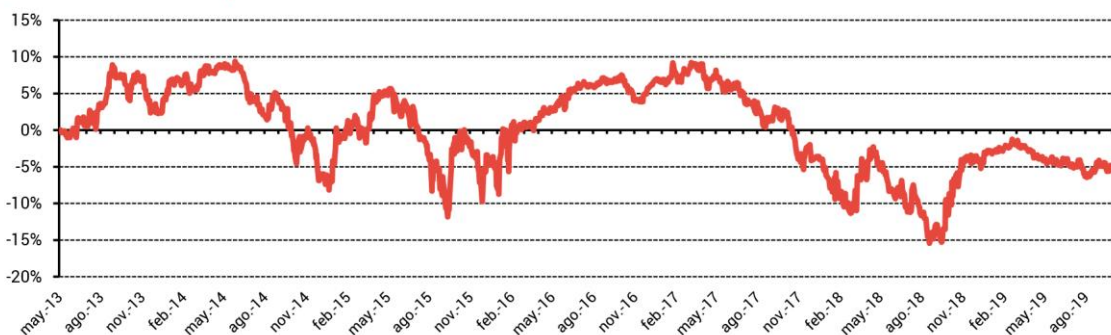
Por otro lado, comenta que sigue manteniendo una **posición baja de inversión**, con una cobertura sobre los índices en los que cree que la sobrevaloración es extrema. Así, destaca que el final del ciclo está servido y recuerda que solo 4 compañías explican el 77,5% de la subida del Nasdaq.

“Pangea es una alternativa para aquellos inversores que no optan al 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”, concluye el gestor destacando, a su vez, que **las compañías de la cartera tienen opciones de tener muy buenas rentabilidades** en los próximos meses.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-oct-19
Valor liquidativo 9,350€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2019	-2,04%	1,82%	0,61%	0,12%	-1,66%	-0,39%	0,27%	-0,66%	-1,24%	1,24%	-2,10%	
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%



Siento acudir con retraso a la carta mensual por razones de agenda y viajes múltiples. En octubre, los mercados han seguido su tendencia alcista y lo han hecho en base a esa nueva forma de controlar el precio de los activos que se ha instaurado vía Twitter. Además, dando un paso más y en un ejercicio de creatividad sin igual, Trump ha iniciado una etapa de negociaciones por “fases” con China, con lo que tiene para estirar el chicle hasta las elecciones de 2020.

La realidad, viendo los máximos históricos que hace el S&P 500 todos los días, es que la bolsa nunca ha bajado por una guerra comercial, aunque la ‘sensación sentimental’ sea esa. Lo que ocurre es que el manejo de las expectativas por Twitter se está convirtiendo en un arte.

Como pueden ver, en este ‘círculo mágico intervencionista para los mercados’ hay un dato, a pie de página, que no deja indiferente a nadie: hasta 42 veces Trump ha publicado que ha habido avances en las negociaciones con China. Por tanto, ya son 42 las veces que se ha descontado el efecto positivo de un posible final de la guerra comercial y ahora, además, va a ser por fases. Con esto me gustaría dar respuesta a algunos colegas de profesión que me preguntan cuántas veces el mercado ha descontado el final de la guerra comercial.



Quiero resaltar también el debate que hay sobre la desaceleración o posible recesión de la economía en 2020. La idea es que una vez que la expansión monetaria cabalga libre otra vez, la recesión se evitará o si existe, será muy suave. Pero, la realidad es que, inevitablemente, con la deuda acumulada que tenemos, el mundo avanza hacia un escenario de crecimientos económicos muy bajos.

Los ciclos económicos, con alternancia entre las rentas de capital y rentas de trabajo, y con un Estado democrático estable y sin estar atrapado por la deuda, son sanos y son la base de los crecimientos y posteriores palancas que la economía necesita y más, incluso: los ciclos suponen en sí mismos la máxima expresión del libre mercado.

Un sistema como el actual, en el que la excesiva intervención monetaria -necesaria en la primera parte de recuperación del ciclo- ha hecho mantener la economía a flote sin entrar en la alternancia de ciclos, manifiesta que, a pesar del éxito de no entrar en recesión en esta década, lo que pone sobre la mesa es la condena a crecimientos bajos que nos toca vivir por haber acumulado una deuda impagable en un Estado del Bienestar globalizado.

Así que, no sé si en la siguiente tabla tendremos que marcar o no la casilla de 2020 con un ciclo de caída. En realidad, da igual. Si llega a suceder será de forma muy suave, teniendo en cuenta, además, que hay elecciones, que la tasa de paro está en mínimos, que el consumo puede aguantar, que Trump es adicto a Twitter y que la Fed está preparada para bajar tipos. Pero, no se engañen. Será un éxito en la historia de la economía, pero se habrá conseguido de forma intervencionista y habiendo matado el ciclo. La no alternancia de rentas de capital y de trabajo está provocando un coste muy importante en la política, que puede tocar de lleno el último reducto que nos queda, que es 'el patrón confianza bajo el que se imprime de forma ilimitada para no entrar en recesión en nuestras *fiat currencies*'.

Sigo pensando que en esta nueva fase del ciclo en el que se ha puesto de manifiesto que debemos seguir subvencionados con tipos ceros en un entorno de deuda impagable, y con lo que viene en términos de envejecimiento poblacional y digitalización que sustituye a las rentas del trabajo, se debe producir una contracción de multiplicadores de valoración y no una ampliación del PER por la falta de una alternativa de inversión al tener los tipos en cero o negativo.

Esta es la razón por la que sigo manteniendo una posición baja de inversión, con una cobertura sobre los índices en los que creo que la sobrevaloración es extrema.

RECESSIONS BY DECADE		
...WILL THIS DECADE BE THE FIRST WITH NONE?		
DECADE	#	STARTING YEARS OF RECESSIONS
1850	1	1857
1860	3	1860 1865 1869
1870	1	1873
1880	2	1882 1887
1890	4	1890 1893 1895 1899
1900	2	1902 1907
1910	3	1910 1913 1918
1920	4	1920 1923 1926 1929
1930	1	1937
1940	2	1945 1948
1950	2	1953 1957
1960	2	1960 1969
1970	1	1973
1980	2	1980 1981
1990	1	1990
2000	2	2001 2007
2010	0	

Las tres dimensiones de las causalidades positivas de los datos económicos

Uno de los efectos que se está produciendo, y que rompe los modelos de causalidad entre los datos macro y el comportamiento de los mercados, es que, independientemente de cómo sea el dato económico, la bolsa siempre lo interpreta de forma positiva. Esto ahonda aún más la brecha que existe entre el análisis fundamental y los mercados, una brecha que hace que la gestión pasiva -sin mirar los fundamentales- avance de forma inexorable, poniendo en jaque los principios *value* bajo los que muchos inversores se han adoctrinado durante décadas y cuya aplicación ahora se ha vuelto su peor enemigo.

Es una aniquilación de las relaciones de causalidad normales y coherentes a favor de un sistema intervenido monetariamente y que deja apartado el conocimiento, haciendo que el “Homo Ovinus” del amigo James Montier avance y se manifieste como un ‘falso intelecto’.



DATO POSITIVO

La bolsa sube por confirmación de que el ciclo mejora y no hay recesión. Por fin, la economía navega sola y seremos capaces de normalizar tipos cero.



DATO NEGATIVO

La bolsa sube por la expectativa de que la FED bajará tipos e inyectará más liquidez. No importa el mal dato, lo bueno es que tiene solución monetaria.



DATO NEUTRO

La bolsa sube ya que un dato neutro alimenta expectativas de que estamos cerca de un suelo o cambio de tendencia en datos macro.

En cualquier caso, creo que es bueno que sigan la macro y que confíen en ella, ya que es la única forma de estar protegidos frente a potenciales pérdidas que luego son difíciles de recuperar. Aunque en el papel la bolsa siempre sube y es argumentable, de forma muy pueril, que no hay que preocuparse por las oscilaciones del mercado, lo que no cuenta esa afirmación es que luego los periodos de entrada y salida que los inversores tienen vienen dados por las emociones y esos puntos no suelen favorecer la recuperación a largo plazo de errores financieros de más del 25%.

Máximos históricos en el S&P 500: el final del ciclo y la vuelta a la parte media del canal alcista

Para aquellos que esperaban la clásica caída de octubre, este mes mariano ha pasado por ser el mes en el que el S&P 500 está rompiendo el techo de máximos y metiéndose en ese peligroso 'canal trumpiano' en el que las valoraciones no son racionales.

He dibujado lo que creo que pueden ser los próximos 12 meses de mercado, y es que a pesar de que existe una posibilidad real de visitar la zona de los 3.200 puntos, creo que el final de ciclo está servido y que lo mínimo sería visitar la parte media-baja del canal alcista que viene de 2009 en la zona de los 2.700/2.650 puntos.

Por tanto, queda por ganar un 3% y por perder un 15%, y todo esto con un margen de seguridad alto. Lo digo ya: la estimación de BPA para 2020 de 182 puntos desde los 160 esperados para 2019 (resultado plano con respecto a 2018) me parece muy excesiva y no sé, en el entorno actual, cómo se puede llegar a esa cifra, amén de tener que aplicar al PER 12 meses *forward* 17,5 veces, frente a la media histórica de 14,5 veces. Como siempre, el mercado se dedica a sobreestimar beneficios que luego revisa a la baja.



Si alguien piensa que el Nasdaq, después de subir durante 10 años un 20% anual, puede seguir a ese ritmo, creo que es meterse de lleno en una potencial pérdida severa.

En las grandes compañías estadounidenses, la expansión de PER es más que suficiente, en un entorno en el que la mayor parte de lo positivo está descontada y, en cambio, para nada está puesto en precio las medidas antimonopolio que se pueden aplicar, al igual que un ajuste al alza de sus tasas fiscales para equilibrar el efecto disruptivo que en las rentas de trabajo están teniendo algunas de estas compañías.

Como pueden observar en la siguiente tabla, y para que vean el tipo de mercado en el que estamos, en los últimos seis meses, el 8,64% de la subida que ha tenido el Nasdaq 100 se explica en un 38,7% por Apple; en un 19,47% por Microsoft; en un 11,20% por Google y en un 8,07% por Intel, es decir, 4 compañías explican el 77,5% de la subida del mercado.



Posicionamiento de Abante Pangea

En la cartera de valores se han producido pocas variaciones, en cuanto a ideas nuevas.

La fuerte caída de **Pharol** en octubre se ha debido, única y exclusivamente, a la venta forzada por parte de BCP de la mayor parte de su posición, que ahora se sitúa ligeramente por encima del 2,5%. Durante los primeros días de noviembre y en cuanto ha habido menos papel, o un nuevo comprador que está tomando una participación en la compañía, la acción ha subido un 12,5%. Sigo pensando que Pharol es una historia de infravaloración muy importante que se pondrá de manifiesto no solo con la posible recuperación de una pequeña parte del bono de Rio Forte, por una ligera monetización del crédito fiscal, o por la caja, sino por la puesta en valor de su 5,5% de OI que, una vez que venda Unitel y salga de su proceso de recuperación judicial a comienzos de 2020, puede hacer que su valor en bolsa se acerque, como mínimo, hacia los 12.000 millones de reales desde los 5.832 millones actuales.

Sigo acumulando acciones de **Consol Energy** en un entorno en el que, a pesar de los bajos precios del carbón, la compañía sigue demostrando una fortaleza muy importante en términos de rentabilidad, amortizando deuda y recomprando acciones. Sigo viendo el cobre como una materia prima

excepcionalmente barata y, en términos relativos frente al mercado, nunca se ha producido una situación tan favorable para invertir en ese metal. Pienso que sigue siendo interesante comprar 'telecos' y mantener las posiciones en oro que, creo que volverá a máximos históricos en este entorno de 'devastación de *fiat currencies*'.

Considero que, para los próximos meses, Pangea tiene una posición muy favorable en un entorno en el que creo que las cinco principales posiciones del fondo tienen un potencial mínimo de subida del 50%, mientras que la parte corta de la cobertura tiene una potencial de caída del 15%. Así, en los términos actuales de inversión -renta variable en la zona del 35%, con gran parte de esta posición cubierta con Nasdaq y S&P 500-, el fondo tiene una amplia capacidad de batir al mercado y dar rentabilidades positivas en entornos de mercado que pueden ser muy inciertos.

Pangea es una alternativa para aquellos inversores que no optan al 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. Creo que el fondo tiene compañías que están a punto de tener eventos que van a hacer que sus rentabilidades puedan ser muy positivas en los próximos meses.

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 13/11/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.