

Okavango Delta, FI – AGF - Spanish Opportunities

**José Ramón Iturriaga**, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, comienza su carta destacando que, tras unos meses convulsos para los mercados financieros, parece que **en abril las bolsas han vuelto a su cauce**. Así, en este escenario, **el fondo se ha revalorizado un 6,17%** en el mes pasado, mientras que el selectivo español ha subido un 3,96%. En lo que llevamos de 2018, la rentabilidad acumulada que ofrece el fondo supera el 10%, frente al comportamiento prácticamente plano que experimenta el Ibex 35.

El gestor explica también que con la vuelta de la volatilidad “no se ha roto nada”. Y aquí, destaca que las bolsas han entrado en una fase de mayor relativismo a la hora de reaccionar ante los eventos exógenos y cita los recientes acontecimientos de Argentina e Irán. “El periodo de aprendizaje ha sido largo, pero al final hemos entendido que **los desenlaces apocalípticos no tienen la probabilidad que muchos les asignan**. De hecho, es mucho menor, llegando a ser prácticamente nula”, sostiene el gestor.

Por otro lado, Iturriaga destaca que **la selección de valores es la clave del comportamiento diferencial que ha tenido el fondo respecto al índice**: “Prisa, Europac y las socimis que tengo en cartera, son los valores que, por el momento, **más rentabilidad han aportado** en lo que llevamos de año. Ahora bien, el potencial de la cartera sigue siendo relevante”, analiza.

En cuanto al **sector inmobiliario**, comenta la mejora en bolsa del conjunto del sector, debido al aluvión de operaciones corporativas de los últimos meses, aunque reitera que las valoraciones actuales siguen siendo “absurdas”. Por último, Iturriaga explica el comportamiento de los **bancos**, el sector con mayor peso en su cartera, que “se han movido al ritmo que ha marcado el bono a diez años alemán”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-abr-18  
Valor liquidativo 17,737€

| Año  | Ene.   | Feb.   | Mar.   | Abr.   | May.   | Jun.   | Jul.    | Ago.   | Sep.   | Oct.   | Nov.   | Dic.   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2018 | 9,59%  | 6,04%  | -1,35% | -1,33% | 6,17%  |        |         |        |        |        |        |        |
| 2017 | 5,32%  | 1,47%  | 2,23%  | 7,70%  | 0,90%  | 0,06%  | -6,53%  | 2,70%  | -2,35% | -0,60% | -0,13% | -0,75% |
| 2016 | -3,87% | -9,91% | -2,03% | 6,39%  | 6,43%  | -2,30% | -17,16% | 7,87%  | 2,95%  | -0,18% | 5,05%  | -6,86% |
| 2015 | 4,34%  | 1,83%  | 10,89% | 3,80%  | 0,16%  | -2,81% | -2,66%  | 3,15%  | -6,68% | -9,04% | 11,39% | 0,73%  |
| 2014 | 1,16%  | 6,76%  | 1,73%  | 0,80%  | -1,93% | 1,14%  | -1,33%  | -0,41% | -0,96% | -0,47% | -3,52% | 2,85%  |
| 2013 | 74,93% | 6,92%  | 1,12%  | -7,31% | 5,80%  | 4,53%  | -0,88%  | 16,68% | 1,22%  | 16,55% | 12,71% | -1,89% |



## Carta del gestor

Tras unos meses algo convulsos, parece que las bolsas están volviendo a su cauce. En abril, el índice español se ha revalorizado un 3,96%, mientras que la subida del fondo ha sido de un 6,17%. En lo que llevamos de 2018, la rentabilidad acumulada que ofrece el fondo supera el 10%, frente al comportamiento prácticamente plano que experimenta el Ibex 35. Por otro lado, quiero destacar que el fondo en Luxemburgo acaba de cumplir cinco años y en ese periodo acumula una rentabilidad de más del 70%, lo que supone un 15% de rentabilidad anualizada.



Durante estos meses con algo más de volatilidad no se ha roto nada. Y, todo lo contrario, el mercado ha entrado en una fase de mayor relativismo a la hora de reaccionar ante los eventos exógeno -Irán o Argentina últimamente-. Se ha pasado definitivamente página a la esquizofrenia que nos ha acompañado demasiado tiempo, periodo en el que todos los eventos se planteaban en clave binaria. El periodo de aprendizaje ha sido largo, pero al final hemos entendido que los desenlaces apocalípticos no tienen la probabilidad que muchos les asignan. De hecho, es mucho menor, llegando a ser prácticamente nula.

Los dos argumentos que se esgrimen ahora por parte de quienes están más pesimistas -momento del ciclo y valoración-, no se aplican en el caso de España. El ciclo de recuperación en nuestro país está en sus primeros compases y el mercado de valores está entre barato y muy barato en su conjunto.

Cualquier métrica -matriculaciones de coches, viviendas nuevas iniciadas, flujos migratorios y, sobre todo, la evolución del crédito-, analizada con una perspectiva amplia, indica que la economía española no está ni siquiera tibia. Así, las alusiones a una eventual burbuja no están justificadas desde el punto de vista fundamental y son solo achacables a reacciones históricas de los sospechosos habituales.

En cuanto al momento del ciclo de la economía estadounidense, otra de las principales preocupaciones, estas mismas métricas nos indican que se encuentra en una fase media de ciclo. Si tenemos en cuenta, por ejemplo, la evolución del crédito, en Estados Unidos está creciendo al mismo ritmo que el PIB nominal, es decir, a un 5%. Por ello, no hay nada por lo que preocuparse, más aún si tenemos en cuenta que, pese a lo que se pueda creer, los ciclos no mueren de viejos, sino que se terminan cuando los bancos centrales pisan el freno ante síntomas de sobrecalentamiento de la economía. Y no estamos ahí de ninguna manera.

Y en cuanto a la valoración, no hay ningún sector de la bolsa española que hoy se pueda considerar caro. Ninguno. La distorsión en valoraciones que se ha producido en los activos españoles durante los últimos años no tiene precedente. Y aunque esa distorsión se ha corregido, al menos parcialmente en algunos activos como renta fija, *corporate* en sus distintas versiones, e inmobiliario, todavía no lo ha hecho en la renta variable. Haber sido la piñata del mercado durante los últimos años y tener una valoración diaria -algo que puede sonar paradójico pero que desde luego es así-, han supuesto un lastre enorme para la bolsa española. Esta circunstancia, más que como un problema, hay que entenderla como una oportunidad.

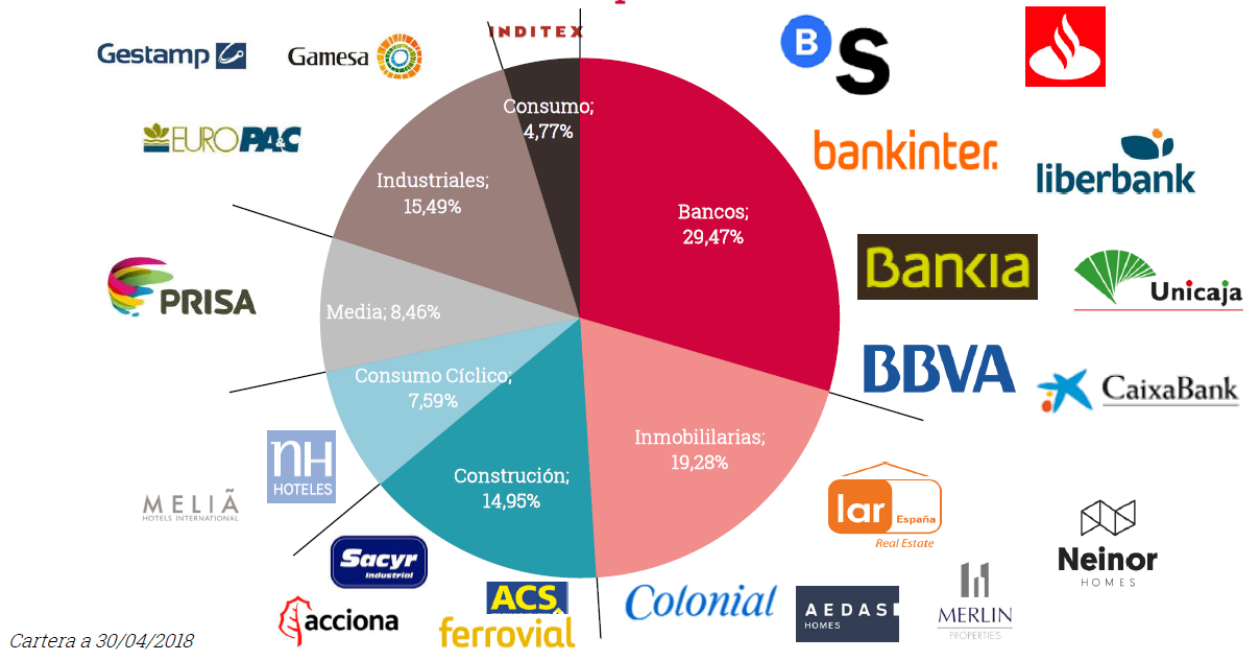
Llegados a este punto, en el que las valoraciones absolutas son tan inferiores a las relativas con respecto a otros activos o geografías, esto se soluciona solo de dos formas: o suben los precios o viene alguien y lo compra. Como pueden ver en la prensa, los grandes capitales riesgo como Blackstone, Cerberus, CVC, etc., se están poniendo tiznados en el mercado español. Quizá el mejor ejemplo puede ser la reciente opa de Blackstone sobre la socimi Hispania. El hecho de que un inversor de corte oportunista -con los retornos que exigen a sus inversiones-, tenga todavía la posibilidad de hacer esa operación, en este momento de ciclo y en una compañía cotizada de ese tamaño, no tiene justificación alguna.

### Cartera actual

La selección de valores es la clave del comportamiento diferencial con respecto al índice. Prisa, Europac y las socimis que tengo en cartera, son los valores que, por el momento, más rentabilidad han aportado en lo que llevamos de año. Ahora bien, el potencial de la cartera sigue siendo relevante.



## Distribución sectorial – 24 compañías



Europac o Prisa son posiciones que reflejan muy bien mi forma de hacer las cosas. La papelera lleva en cartera seis años y, aunque evidentemente no cotiza a los múltiplos de derribo de entonces, es una historia en la que tanto el viento de cola como su indudable ángulo corporativo, hacen que tenga todavía un potencial de revalorización significativo. Prisa, por su parte, es probablemente uno de los valores con mayor potencial de revalorización que tengo en cartera. Es una historia de restructuración que se ha mantenido por méritos propios fuera del radar del inversor y que una vez salvados todos los problemas -gobierno corporativo, endeudamiento y *management*-, presenta una historia de inversión muy atractiva, a unos múltiplos que evidencian el absoluto desconocimiento que existe sobre la realidad de la compañía.

En el sector inmobiliario, el aluvión de operaciones corporativas se ha traducido en un mejor comportamiento en bolsa del conjunto del sector. En cualquier caso, las valoraciones actuales continúan rayando el absurdo, por lo que es probable que, si la recuperación en precio no se acelera, la marea corporativa continúe. Con la excepción de Colonial, que tiene accionistas de referencia, el resto de socimis podría seguir por el camino de Axiare o Hispania.

Con respecto a las promotoras, la tesis de inversión continúa intacta. Lo lógico es que a medida que estas compañías vayan cogiendo tracción, las dudas sobre los eventuales riesgos de ejecución - que es lo que más pesa en la cotización de estas compañías-, se vayan disipando. La forma en la que entiendo que hay que jugar este ciclo, que sigue en pañales, es a través de las compañías que tienen la mejor materia prima y buenos equipos, como Aedas y Neinor.

Los bancos, el sector con mayor exposición, se han movido al ritmo que ha marcado el bono a diez años alemán. Tras un arranque de año en el que subió fuerte la rentabilidad y con ella los bancos, el sector en su conjunto ha corregido con la caída de los tipos de interés. Básicamente, la asunción que hay que hacer a los niveles de valoración actuales de la banca es que los tipos de interés van a subir en algún momento. Con independencia de cuándo se produzcan esas subidas -no soy de los que se dedican a escudriñar los posos en el café del presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi-, acabará pasando. No tengo duda y el resto es dejarse llevar.

Las dinámicas actuales de crecimiento, el apetito por el residencial y el proceso de concentración hacen que el punto de entrada actual en los bancos resulte muy atractivo. A modo de guía, recordad que los bancos minoristas estadounidenses cotizan entre 1,5 y 2 veces su valor en libros, frente a los 0,8 veces de media de la banca española.

### Visión de mercados

El arranque del año es la mejor muestra de la gran distorsión que en valoración existe en la bolsa española. No es mi intención sonar especialmente vehemente -entre otras cosas porque es contraproducente-, pero todo parece indicar que la ventana de oportunidad en la renta variable española ha comenzado a cerrarse.

Como ya he mencionado en otras ocasiones, estamos en una de esas ocasiones, de esas pocas, en las que optamos a rentabilidades muy abultadas. ¡Qué no se lo lleven todo, los inversores oportunistas!

Una vez más, agradezco su confianza, que es la razón sobre lo que se construye todo.

**Rentabilidad FIs de Abante**Información a: **lunes, 30 de abril de 2018**

abante

**AGF - Spanish Opportunities**

| *Comienzo 8/03/13 | ene    | feb    | mar    | abr   | may    | jun     | jul   | ago    | sep    | oct    | nov    | dic   | año    |
|-------------------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 2016              | -9,78% | -2,16% | 6,38%  | 6,55% | -2,50% | -16,67% | 7,88% | 2,72%  | -0,27% | 4,90%  | -6,59% | 9,49% | -3,61% |
| 2017              | 1,46%  | 2,17%  | 8,41%  | 0,85% | 0,00%  | -7,07%  | 2,97% | -2,65% | -0,62% | -0,25% | -0,80% | 1,14% | 4,99%  |
| 2018              | 6,57%  | -1,47% | -1,43% | 6,66% |        |         |       |        |        |        |        |       | 10,39% |

**Okavango Delta FI**

|      | ene    | feb    | mar    | abr   | may    | jun     | jul   | ago    | sep    | oct    | nov    | dic   | año    |
|------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 2016 | -9,91% | -2,03% | 6,39%  | 6,43% | -2,30% | -17,16% | 7,87% | 2,95%  | -0,18% | 5,05%  | -6,86% | 9,58% | -3,87% |
| 2017 | 1,47%  | 2,23%  | 7,70%  | 0,90% | 0,06%  | -6,53%  | 2,70% | -2,35% | -0,60% | -0,13% | -0,75% | 1,10% | 5,32%  |
| 2018 | 6,04%  | -1,35% | -1,33% | 6,17% |        |         |       |        |        |        |        |       | 9,59%  |

**Kalahari FI**

|      | ene    | feb    | mar    | abr    | may    | jun    | jul   | ago    | sep   | oct    | nov    | dic   | año    |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 2016 | -4,87% | -1,19% | 3,77%  | 3,27%  | -1,04% | -9,30% | 3,72% | 1,39%  | 0,10% | 2,39%  | -3,98% | 4,37% | -2,35% |
| 2017 | 0,55%  | 0,80%  | 3,23%  | -0,10% | -0,11% | -3,41% | 2,19% | -1,40% | 0,21% | -0,22% | -0,86% | 1,18% | 1,91%  |
| 2018 | 3,60%  | 0,31%  | -0,28% | 3,62%  |        |        |       |        |       |        |        |       | 7,38%  |

**Otros índices**

| 2018           | ene   | feb    | mar    | abr   | may | jun | jul | ago | sep | oct | nov | dic | año    |
|----------------|-------|--------|--------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--------|
| Ibex 35        | 4,06% | -5,85% | -2,44% | 3,96% |     |     |     |     |     |     |     |     | -0,63% |
| Eurostoxx 50   | 3,01% | -4,72% | -2,25% | 5,21% |     |     |     |     |     |     |     |     | 0,93%  |
| S&P 500 (\$)   | 5,62% | -3,89% | -2,69% | 0,27% |     |     |     |     |     |     |     |     | -0,96% |
| MSCI World (€) | 1,42% | -2,26% | -3,22% | 2,76% |     |     |     |     |     |     |     |     | -1,41% |

Si desea más información sobre este producto,  
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)
- [Twitter: @JRIturriaga](#)

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 del adecuado asesoramiento profesional. La carta Informativa ha sido elaborada a 14/05/2018 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



twitter



linkedin



youtube



finect



abanteasesores.com