

Okavango Delta, AGF- Spanish Opportunities

**José Ramón Iturriaga**, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, hace balance en su carta mensual del comportamiento que han tenido los mercados en febrero, siguiendo la **buena tónica de comienzos de año**. Así, el fondo ha subido un 1,75% y el Ibex 35 se ha revalorizado un 2,44%.

Con todo, el gestor señala que en los últimos días “el ambiente se ha vuelto a enrarecer” debido, entre otros factores, al miedo a la desaceleración de la economía mundial. En este sentido, destaca que, “como ha sucedido con prácticamente todos los eventos a los que nos hemos enfrentado hace no mucho, se vuelven a magnificar los riesgos hasta extremos impensables, renegando del sentido común”. Y así, recuerda que los últimos mitos que han castigado a los mercados como el Brexit, Italia o la guerra comercial, se han derrumbado solos y que la realidad se va a encargar de amainar los miedos sobre el alcance de la desaceleración de la economía mundial, por lo que **el mercado debería devolver la vista a los fundamentales**.

Respecto a la composición de su cartera, Iturriaga resalta que, con independencia de cuándo acabe subiendo tipos el BCE, **la valoración actual de la banca europea la convierte en una de las oportunidades de inversión más atractivas de la bolsa europea**. “Se trata de un sector absolutamente denostado por los inversores, por lo que la recuperación en precio podría producirse de forma muy rápida en el momento en el que se desmonten alguno de los miedos que se ciernen sobre el sector, en concreto, los miedos sobre el ciclo económico”, explica.

El gestor también habla de las **inmobiliarias** y explica que su comportamiento en bolsa no tiene nada que ver con sus fundamentales. Respecto a su mayor posición, **Prisa**, comenta que en los últimos dieciocho meses se ha dado la vuelta a la compañía, haciendo que entre por la puerta grande en el universo de compañías invertibles.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

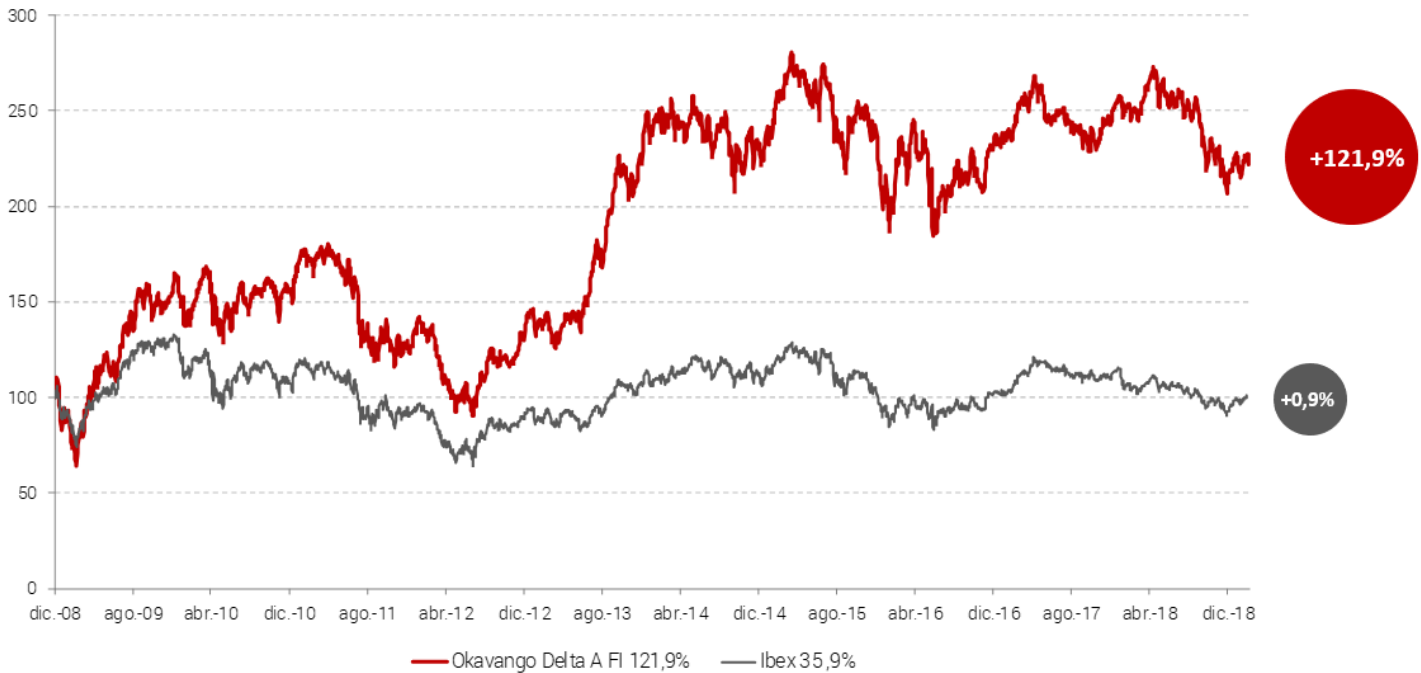
Datos a 28-feb-19  
Valor liquidativo 15,160€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2019	5,86%	4,04%	1,75%										
2018	-11,52%	6,04%	-1,35%	-1,33%	6,17%	-5,22%	0,93%	2,95%	-4,22%	0,07%	-10,50%	2,13%	-6,43%
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%	1,10%
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%	9,58%
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%	-4,38%
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%	-3,08%



## Carta del gestor

Durante febrero, el mercado ha continuado con la buena tónica del arranque de año. En este escenario, el fondo ha subido un 1,75% y el Ibex 35 ha revalorizado un 2,44%.



En los últimos días, sin embargo, el ambiente se ha vuelto a enrarecer. Detrás de estos primeros síntomas de mal de altura no hay más que viejos conocidos: miedo a la desaceleración de la economía mundial –en concreto, al peor momento de la europea– y, como consecuencia, un posible retraso en las subidas de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo. En el orden más doméstico, la convocatoria de elecciones generales anticipadas ha devuelto a la actualidad el riesgo político. En ambos casos, y como viene siendo costumbre en los últimos tiempos, el mercado se ha pasado de frenada. Como ha sucedido con prácticamente todos los eventos a los que nos hemos enfrentado hace no mucho, se vuelven a magnificar los riesgos hasta extremos impensables, renegando del sentido común -una rara avis entre los inversores durante los últimos meses-.

Una eventual mayor desaceleración de la economía mundial, con el triste protagonismo de Europa, puede suponer un crecimiento algo menor, pero de ninguna manera estamos a las

puertas de una recesión comparable a la que acabamos de sobrevivir. El mercado, sin embargo, dentro de esa locura que le ha caracterizado últimamente, lo ha incorporado a los precios.

Sin embargo, en el caso concreto de Europa, epicentro de la preocupación tras la revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento por parte del BCE, resulta difícil pensar que su principal economía, la alemana, pueda lastrar de forma estructural a la economía europea. Pero con pleno empleo, sueldos subiendo cerca del 5%, tipos de interés reales negativos y sin problemas de apalancamiento a la vista, parecen más bien ganas de seguir estirando la cuerda que verdaderas estimaciones económicas. En todo caso, hay que distinguir entre los aspectos estructurales y los coyunturales al analizar esta desaceleración. La conclusión es que a medida que se vayan disipando los miedos de la guerra comercial y los efectos del parón de las fábricas de coches (una consecuencia, entre otras cosas, del cambio de metodología para valorar las emisiones), la economía alemana volverá a coger tracción.

En este punto, conviene destacar que la economía española está superando esta minicrisis sin apenas inmutarse. El crecimiento del PIB en el último trimestre del año fue de un 0,7%, un ritmo que parece mantenerse en el arranque de 2019, lo que en términos interanuales supone un crecimiento próximo al 2,5% o, incluso, por encima y lejos del 2% del consenso actual. Y aunque por la diferencia entre ambos datos pueda parecer un tema menor, no lo es. España se ha diferenciado, para bien, en época de vacas gordas y ahora lo vuelve a hacer cuando la carretera coge pendiente, lo que constituye un muy buen refrendo del cambio de modelo productivo que ha experimentado nuestra economía: certifica que este ciclo es mejor y con mejores expectativas. Tras más de cuatro años de recuperación, como ya me han leído en alguna otra ocasión, estamos en los primeros compases de un círculo virtuoso de la mano de la creación de empleo, las subidas de salarios, el incremento del consumo y la mayor producción, y vuelta a empezar.

Con respecto a las políticas monetarias del BCE y la eventual japonización de la economía europea -otro de los mitos instalados en la comunidad inversora-, se trata de un argumento que cae por su propio peso en el momento que se saca la cabeza de la centrifugadora del ruido diario. En Japón los tipos de interés son cero desde hace décadas porque no hay inflación. Y no hay inflación porque, como explica de forma magistral Josep Prats, gestor del fondo Abante European Quality, el 97% de los japoneses tiene cuatro abuelos japoneses. No hay crecimiento per cápita, lo que no es extrapolable a Europa, donde los crecimientos nominales pueden tender a cero en algunos países, pero también donde la población va a seguir creciendo gracias, sobre todo, a la

inmigración. La inflación en Europa está por debajo de la estadounidense, pero no en territorio negativo, y es a ese nivel al que deberían tender los tipos a corto plazo. Sin embargo, las caídas recientes de la banca europea tienen más que ver con la condición de piñata del mercado que con un verdadero miedo a la japorización.

En los últimos años, cualquier excusa ha sido buena para atizar al sector financiero, como bien muestran las cotizaciones de los dos grandes bancos españoles. Tanto Santander como BBVA son entidades españolas porque tienen aquí su domicilio social, pero realmente son más americanas si atendemos al origen de su cuenta de resultados. Sin embargo, y a pesar de tener rentabilidades más altas que el resto de la banca europea, cotizan con descuento respecto a sus competidores. En cierta medida, en Europa aún no se ha normalizado la percepción de riesgo y, de igual forma que el bono alemán está prácticamente en el 0%, los bancos cotizan a los niveles a los que cotizan a esos niveles a modo de válvula de escape.

Si hacemos un ejercicio muy sencillo de suma de partes con los dos bancos españoles, valorando las distintas filiales en función su valor en el mercado -en caso de cotizar- o de acuerdo con el múltiplo al que cotiza la banca en los distintos países, llegamos a la conclusión de que la división española de ambas entidades debería tener un valor negativo para que dicha suma cuadrara con la valoración de mercado actual. Y nos guste más o menos, la franquicia española de cualquiera de estos dos bancos está claro que no vale menos que nada.

	Net Profit FY 1 (€m)		Market Value (€m) attributable to	
	SAN	BBVA	SAN	BBVA
<b>Subsidiaries (Ex - Spain)</b>			92.678	37.866
<b>Europe &amp; Asia</b>				
- Polonia	398		5.849	
- Portugal	463		4.032	
- UK	1.371		10.569	
- Santander consumer finance	1.278		11.502	
- Garanti		478		2.836
- Rest of EurAsia		59		531
<b>Latam</b>				
- Brasil	2.961		36.571	
- Méjico	773	2.517	5.508	19.749
- Argentina		176		1.518
- Chile	540	0	8.538	0
- Colombia		242		2.235
- Perú		180		1.019
- Venezuela		(6)		(38)
- Resto	334	105	3.237	1.189
<b>US</b>				
- Bank	135	780	1.470	8.828
- Consumer Finance	614		4.221	
<b>Group: Market Value</b>			<b>68.279</b>	<b>33.680</b>
<b>Spanish Operations</b>			<b>(24.399)</b>	<b>(4.186)</b>

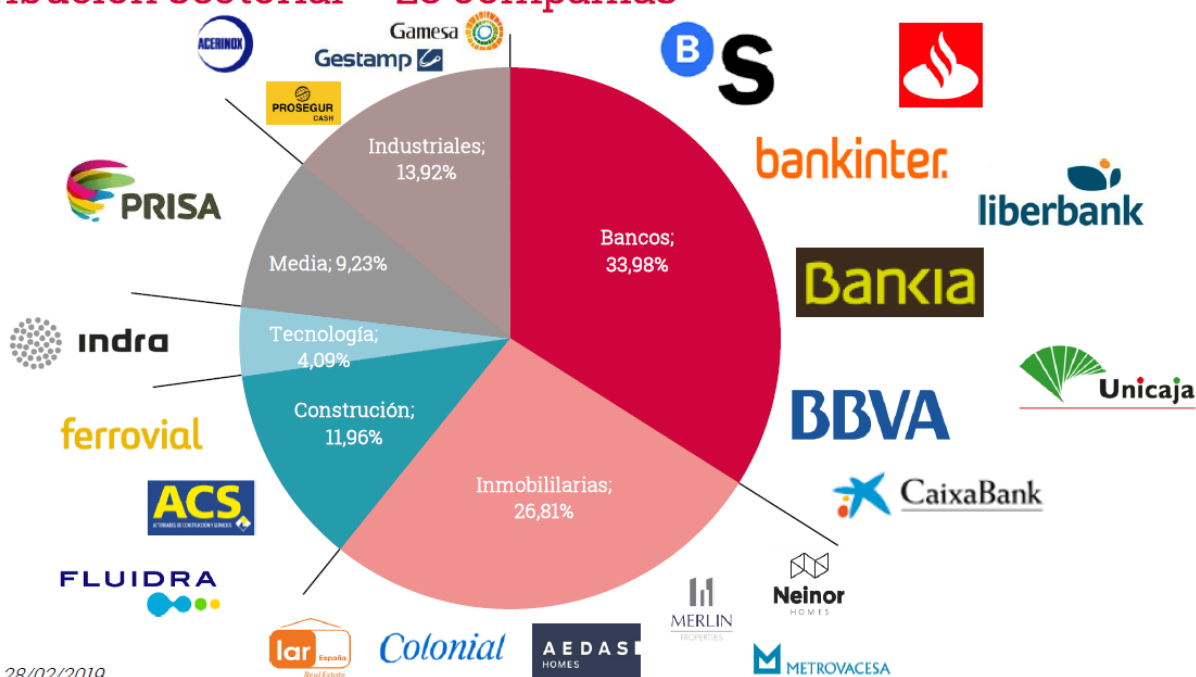
No tengo duda de que la cordura se acabará imponiendo. Y con independencia de cuándo acabe subiendo los tipos el BCE, la valoración actual de la banca europea la convierte en una de las oportunidades de inversión más atractivas de la bolsa europea. Se trata de un sector absolutamente denostado por los inversores, por lo que la recuperación en precio podría producirse de forma muy rápida en el momento en el que se desmonten alguno de los miedos que se ciernen sobre el sector, en concreto, los miedos sobre el ciclo económico.

Esto pasará de un día para otro, cuando nos demos cuenta de que, una vez más, el mercado se ha pasado de frenada a la hora de anticipar el alcance de la desaceleración.

### Cartera actual

A pesar de que no se han producido cambios en la cartera, merece la pena enfatizar dos circunstancias que afectan al fondo de manera muy concreta, además del tema bancos que ya hemos tratado ampliamente.

## Distribución sectorial – 23 compañías



Cartera a 28/02/2019

En primer lugar, el comportamiento en bolsa de las inmobiliarias (socimis y promotoras) no tiene nada que ver con sus fundamentales. En el caso de las primeras, tras publicar los mejores resultados de sus más cinco años de vida, cotizan con el mayor descuento respecto a los valores de tasación de sus activos desde su nacimiento. La única explicación a este comportamiento es que el mercado está dominado por los fondos de temática macro y una liquidez muy reducida en la bolsa, lo que hace que se pasen por alto fundamentales como las buenas perspectivas del sector.

Y, en segundo lugar, otra historia que está pasando totalmente desapercibida y de la que estoy muy encima es Prisa. El anuncio de la recompra del 25% de Santillana es probablemente el último capítulo de una historia de reestructuración que ha terminado siendo un éxito. En los últimos dieciocho meses se ha dado la vuelta a la compañía como a un calcetín y este último hito hace que entre por la puerta grande en el universo de compañías invertibles. Ya no es un acto de fe sino una realidad. La compra de los minoritarios de Santillana probablemente será una muy buena excusa para que se la vuelvan a mirar. Y creo que se van a llevar una agradable sorpresa.

## Visión de mercados

Los pesimistas se están quedando sin excusas. Los últimos mitos con los que nos han castigado se están derrumbando solos: Brexit, Italia, guerra comercial, etc. La realidad se va a encargar de amainar los miedos sobre el alcance de la desaceleración de la economía mundial y el mercado debería devolver la vista a los fundamentales.

Aunque de un tiempo a esta parte todo lo que no sea derrotista resulta provocador, cuando superemos esos temores desproporcionados, veremos cómo las bases para una recuperación muy fuerte en algunos sectores de la bolsa española están ya asentadas. Y nosotros no nos lo vamos a perder.

Un mes más quedo a su disposición.

## Rentabilidad FIs de Abante

Información a: **jueves, 28 de febrero de 2019**



### AGF - Spanish Opportunities

*Comienzo 8/03/13	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2018	6,57%	-1,47%	-1,43%	6,66%	-5,82%	1,07%	3,15%	-4,68%	0,00%	-10,65%	1,95%	-6,44%	-11,96%
2019	4,00%	1,71%											5,78%

### Okavango Delta FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2018	6,04%	-1,35%	-1,33%	6,17%	-5,22%	0,93%	2,95%	-4,22%	0,07%	-10,50%	2,13%	-6,43%	-11,52%
2019	4,04%	1,75%											5,86%

### Kalahari FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2018	3,60%	0,31%	-0,28%	3,62%	-3,08%	0,00%	1,88%	-1,89%	0,28%	-5,62%	1,52%	-3,00%	-3,04%
2019	1,18%	0,56%											1,75%

### Otros índices

2019	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
Ibex 35	6,05%	2,44%											8,64%
Eurostoxx 50	5,26%	4,39%											9,89%
S&P 500 (\$)	7,87%	2,97%											11,08%
MSCI World (€)	7,27%	3,62%											11,15%

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 13/03/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.