

Okavango Delta, FI – AGF - Spanish Opportunities

José Ramón Iturriaga, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, comienza su carta analizando las consecuencias de la **crisis catalana**, señalando que “parece prematuro anticipar cuál va a ser el desenlace, pero sí se pueden sacar algunas conclusiones desde el punto de vista del inversor”. En este sentido, comenta que el balance no resulta malo.

Iturriaga destaca que “cada vez resulta más evidente la **fortaleza de la economía española y el recorrido que guarda el ciclo actual**” y añade que, dado que el patrón de recuperación de este ciclo no es en absoluto comparable a otros anteriores, “todavía nos encontramos en una fase muy incipiente del ciclo después de cuatro años de recuperación”.

Respecto a la cartera del fondo, explica que, en el último mes, el único movimiento en la cartera ha sido la **compra de Aedas en su salida a bolsa**. El *investment case* es muy parecido al de Neinor Homes, con mejor materia prima.

Por otra parte, escribe que hay algunas cuestiones que merece la pena destacar. En primer lugar, en el **sector bancario**, la venta que hizo Banco Sabadell de una cartera de hoteles por encima del valor en libros y el éxito de la ampliación de capital de Liberbank.

Y, en segundo lugar, respecto al sector **inmobiliario**, Iturriaga dice que la operación de Colonial sobre Axiare evidencia la distorsión entre el precio de los activos subyacentes y los *holdings* y representa el mayor refrendo de las buenas dinámicas del sector de oficinas.

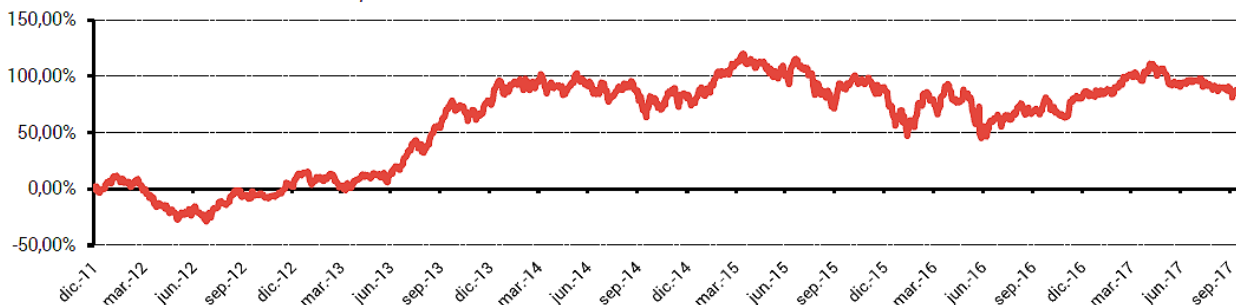
Para terminar la carta, subraya que “el comportamiento relativo de la **bolsa española** en los últimos meses supone una gran **oportunidad de compra**. En los próximos tiempos, nuestros índices deberían empezar a recuperar el tiempo perdido”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-oct-17
Valor liquidativo 16,130€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2017	4,97%	1,47%	2,23%	7,70%	0,90%	0,06%	-6,53%	2,70%	-2,35%	-0,60%	-0,13%	
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%
2012	1,84%	5,66%	-0,92%	-4,99%	-13,44%	-15,33%	13,49%	-5,55%	11,60%	6,34%	2,66%	-1,08%

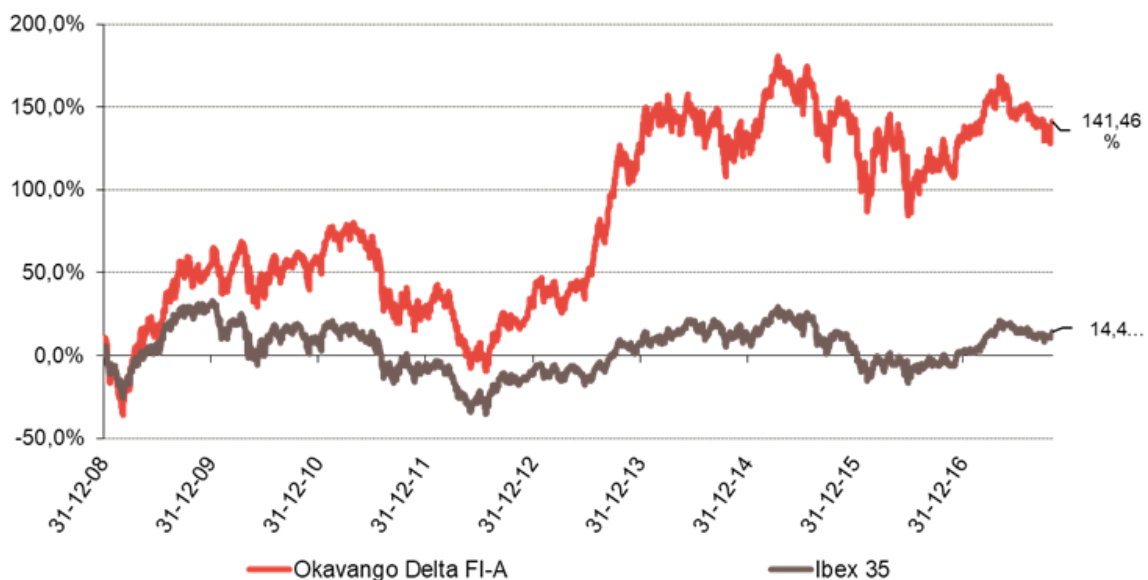
Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2012



Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2012

Carta del gestor

La crisis catalana lo ha ocupado todo en las últimas semanas. Y, aunque el punto álgido en lo que a incertidumbre se refiere, está ya por detrás, la bolsa española todavía no ha recuperado el terreno perdido en los últimos tiempos. Por eso, parece prematuro anticipar cuál va a ser el desenlace, pero sí se pueden sacar algunas conclusiones desde un punto de vista inversor. Más allá de cuántas décimas de crecimiento termine costando o no el desafío soberanista, el balance posible de las últimas semanas –y recalco que desde la óptica exclusiva del inversor– no resulta malo.



El crecimiento del último trimestre de 2017, y quizá del primero de 2018, puede verse afectado mientras se normaliza la percepción del riesgo –el problema de fondo, de tener solución, algo que parece difícil, no la tendrá a corto plazo–. Sin embargo, el resto de las consecuencias de este desenlace son generalizadamente positivas para los activos españoles.

Por un lado, el Estado de Derecho sale reforzado, lo que en clave de ese intangible tan importante que es la seguridad jurídica resulta una muy buena noticia. Además, se entierra por una temporada el desafío separatista como palanca política en Cataluña, lo que se traducirá en una disminución sustancial del ruido político y empresarial. Con independencia de cuál sea el resultado de las próximas elecciones autonómicas del próximo 21 de diciembre, la estrategia de choque de trenes, en la que hemos estado instalados los últimos años, sale de la ecuación: ha quedado claro que no se consigue nada y cualquier reivindicación futura deberá avanzar por otros cauces.

Por otro lado, y quizá más importante por su lectura en clave nacional, las últimas encuestas confirman lo que se podía intuir a tenor del oportunismo con el que se han enfrentado al problema: Podemos salir trasquilado de esta crisis. De hecho, solo tres años después de que el populismo en España fuera percibido como “uno de los mayores riesgos de la recuperación económica internacional”, en palabras de Larry Fink, CEO de BlackRock, hoy constituye un remanso de conservadurismo en relación a otros países comparables. Así las cosas, el casi medio punto de PIB que pueda llegar a costar –en el peor de los casos– la crisis catalana en los próximos trimestres, no parece un precio muy caro -incluso podría parecer barato- para lo que ha supuesto la resolución de la misma.

Entretanto, cada vez resulta más evidente la fortaleza de la economía española y el recorrido que guarda el ciclo actual. El patrón de recuperación de este ciclo no es en absoluto comparable a otros anteriores. La profundidad de la crisis, la heterodoxia de la política monetaria, el espectacular desapalancamiento del sector privado y el paulatino regreso de la financiación bancaria, hacen posible que todavía nos encontremos en una fase muy incipiente del ciclo después de cuatro años de recuperación. Como he comentado en otras ocasiones, estamos todavía lejos de lo que podemos considerar un año medio de ciclo en la venta de coches o casas, o de cualquier otra magnitud ligada a la evolución del mismo.

Movimientos de cartera

Distribución sectorial – 23 compañías



Cartera a 31/10/2017

En el último mes el único movimiento en la cartera ha sido la compra de Aedas en su salida a bolsa. El *investment case* es muy parecido al de Neinor Homes, con mejor materia prima: primeros entrantes en el negocio de la promoción en un momento en el que la oferta va por detrás de la demanda, tras prácticamente diez años en los que no se ha puesto un ladrillo encima del otro. El apalancamiento de estas compañías a una eventual, pero bastante probable, mayor recuperación de los precios es muy grande.

En cualquier caso, y pese al movimiento de ida y vuelta en muchas de las posiciones al calor de la crisis catalana, se han producido algunos acontecimientos que merece la pena destacar.

En el sector bancario, a pesar de que ha sido el que peor comportamiento relativo ha tenido los últimos meses, se han dado dos operaciones que demuestran la profunda transformación de las dinámicas del sector.

Por un lado, el Banco Sabadell, en plena vorágine independentista, vendió una cartera de hoteles por más de 600 millones de euros, precio por encima de su valoración en libros. Esta operación constituye un buen indicador del interés que hay por el inmobiliario español y que los precios son razonables. A medida que se asiente el polvo de la crisis catalana veremos más operaciones y, probablemente, más grandes, lo que es una buena noticia tanto desde el punto de vista de los balances como del capital. Últimamente está sonando mucho una gran operación por parte del BBVA y el *private equity* Cerberus que, de confirmarse, sería el mejor refrendo de lo anterior.

Y, por otra parte, el éxito de la ampliación de capital de Liberbank, que, en un momento difícil, se ha cubierto fundamentalmente por inversor financiero extranjero.

Asimismo, además del éxito de la salida bolsa de la promotora residencial Aedas, en la que los inversores internacionales también han tenido un protagonismo indiscutible, en los últimos días Colonial ha lanzado una OPA hostil sobre Axiare. Más allá de que era una operación cantada (hace más de un año Colonial dio el primer paso comprando un 15% del capital de la socimi), creo que es sintomática de varias cosas.

En primer lugar, y quizá lo más importante, evidencia la distorsión que existe entre el precio de los activos subyacentes y el precio de los *holdings*, razón por la cual tienen sentido este tipo de operaciones corporativas. Resulta más lógico comprar el *holding* con el descuento al que cotiza respecto a la suma de todos sus activos.

Además, que un operador tan especializado en el mercado español, como es Colonial, haya decidido dar este paso representa el mayor refrendo de las buenas dinámicas del sector de oficinas. La siguiente pata de la recuperación vendrá de la mano de la recuperación de las rentas, algo que está empezando a pasar y que goza de un largo recorrido.

Visión de mercado

El comportamiento relativo de la bolsa española durante los últimos meses supone una gran oportunidad de compra. Los fundamentales de los activos españoles no se han visto afectados y, además, tal como se ha resuelto el desafío –que no el problema de fondo–, salen muy reforzados.

En los próximos tiempos, nuestros índices deberían empezar a recuperar el tiempo perdido. Los factores exógenos, que en los últimos tiempos han lastrado su comportamiento, están saliendo de la ecuación y los fundamentales recuperan el protagonismo que siempre debieron tener. Ya no hay más excusas. Una vez que pasemos la página de la incertidumbre que ha propiciado la crisis catalana, no habrá nada en el horizonte que impida que los fundamentales vuelvan a imponerse.

AGF - Spanish Opportunities

*Comienzo 8/03/13	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2013			-9,54%	4,42%	4,92%	-0,41%	14,73%	1,55%	16,04%	11,68%	-1,35%	4,05%	52,97%
2014	6,31%	2,07%	0,80%	-2,07%	1,23%	-1,85%	-0,37%	-1,00%	-0,64%	-3,93%	3,05%	-3,61%	-0,47%
2015	1,85%	11,55%	3,46%	0,27%	-3,22%	-3,02%	3,51%	-7,54%	-9,86%	11,97%	0,74%	-4,95%	2,31%
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%			4,65%

Okavango Delta FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2009	-9,58%	-16,27%	8,77%	29,47%	8,32%	0,45%	14,21%	7,41%	8,14%	-7,20%	1,21%	6,91%	54,52%
2010	-3,46%	-5,72%	13,25%	-0,40%	-11,63%	-2,07%	12,61%	-4,53%	5,16%	3,40%	-12,92%	11,60%	0,92%
2011	9,46%	1,95%	-0,41%	3,47%	-2,49%	-3,36%	-6,34%	-12,14%	-8,99%	8,05%	-6,05%	-0,92%	-18,38%
2012	5,66%	-0,92%	-4,99%	-13,44%	-15,33%	13,49%	-5,55%	11,60%	6,34%	2,66%	-1,08%	8,13%	1,84%
2013	6,92%	1,12%	-7,31%	5,80%	4,53%	-0,88%	16,68%	1,22%	16,55%	12,71%	-1,89%	4,61%	74,93%
2014	6,76%	1,73%	0,80%	-1,93%	1,14%	-1,33%	-0,41%	-0,96%	-0,47%	-3,52%	2,85%	-3,08%	1,16%
2015	1,83%	10,89%	3,80%	0,16%	-2,81%	-2,66%	3,15%	-6,68%	-9,04%	11,39%	0,73%	-4,38%	4,34%
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%			4,97%

Kalahari FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2009											-1,03%	1,24%	0,20%
2010	-0,88%	-1,81%	3,47%	-0,38%	-3,74%	-0,71%	2,69%	-0,59%	1,30%	1,21%	-5,44%	4,67%	-0,66%
2011	4,03%	0,88%	-0,07%	1,21%	-0,74%	-1,31%	-2,35%	-4,23%	-3,74%	1,46%	-2,42%	0,63%	-6,76%
2012	3,32%	0,46%	-0,88%	-4,71%	-6,10%	4,69%	-1,24%	4,73%	2,03%	0,98%	-0,58%	4,60%	6,81%
2013	3,31%	0,78%	-2,69%	2,97%	1,81%	-0,39%	6,85%	1,30%	8,07%	6,68%	-0,68%	1,69%	33,34%
2014	3,54%	1,19%	1,08%	-0,49%	0,26%	-0,13%	-0,06%	-0,44%	-1,13%	-1,57%	1,56%	-0,94%	2,78%
2015	1,36%	6,06%	1,50%	-0,43%	-1,69%	-2,29%	2,02%	-3,95%	-5,57%	7,31%	0,69%	-1,89%	2,38%
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%			1,59%

Otros índices

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2017													
Ibex 35	-0,39%	2,58%	9,50%	2,42%	1,53%	-4,00%	0,55%	-1,93%	0,80%	1,37%			12,53%
Eurostoxx 50	-1,82%	2,75%	5,46%	1,68%	-0,14%	-3,17%	0,22%	-0,81%	5,07%	2,20%			11,65%
S&P 500 (\$)	1,79%	3,72%	-0,04%	0,91%	1,16%	0,48%	1,93%	0,05%	1,93%	2,22%			15,03%
MSCI World (€)	-0,11%	4,33%	0,16%	-0,48%	-1,44%	-1,17%	-1,01%	-0,90%	2,66%	3,32%			5,31%



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 de noviembre de 2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.