

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

**José Ramón Iturriaga**, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, repasa lo que ha pasado en los mercados desde agosto y destaca que la **curva de tipos de interés** europea ha seguido normalizándose. Asimismo, señala que el **avance en las negociaciones de la guerra comercial** y el cambio de rumbo del Banco Central Europeo están detrás del comportamiento del mercado.

En este escenario, **el fondo ha subido en octubre un 2,6%**, frente a la revalorización del 0,14% del Ibex 35. Además, desde los mínimos de agosto hasta los máximos de hace unos días, el fondo ha subido casi un 20% y el índice algo más de un 10%.

Con todo, el gestor comenta que los mercados siguen dominados, en exclusiva, por la visión *top down* y que lo que marca el comportamiento diario de los distintos activos es el *timeline* de Trump. “En tanto que la ralentización de la economía mundial es consecuencia exclusiva del deterioro del comercio internacional, la posibilidad cada vez mayor de que se termine reconduciendo la **guerra comercial** debería suponer un **alivio importante a los miedos macroeconómicos**. Y, como hemos visto en las últimas semanas, esto debería trasladarse al precio de los distintos activos”, sostiene.

Respecto a la composición de la cartera, Iturriaga explica que **ha vendido Colonial y ha comprado Ence**. También señala que el potencial de revalorización va a ser muy significativo si continua el proceso de normalización de la percepción del riesgo: “Lo visto desde mediados de agosto no es nada más que la punta del iceberg”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-oct-19  
Valor liquidativo 13,813€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2019	-3,54%	4,04%	1,75%	-3,97%	4,76%	-5,64%	-1,57%	-5,09%	-5,87%	6,38%	2,60%	
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%
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%

Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2015



Se han realizado cambios sustanciales en los años 2009, 2010, 2012 y 2015

## Carta del gestor

Estimados inversores,

El movimiento de mercado que comenzó a finales de agosto ha continuado en octubre. La curva de tipos de interés europea, el epicentro de las graves distorsiones que existen hoy en el mercado, ha seguido normalizándose. Las mejores noticias en lo que respecta a la guerra comercial y el cambio de tranco por parte del Banco Central Europeo son las principales razones que explican el comportamiento del mercado. Así, en octubre ha subido un 2,6%, frente a la revalorización del 0,14% del Ibex 35.



El riesgo político irrumpe de nuevo en escena—si es que alguna vez se ha ido—ante el posible nuevo gobierno en España representado por Pedro Sánchez y Pablo Iglesias. Y, aunque resulta mucho más difícil mantener la perspectiva cuando nos toca tan de cerca, a los gestores de inversiones no nos queda otra: en el sueldo está el no solo indignarnos.

Si nos atenemos a la respuesta que ha tenido el mercado en la semana del anuncio del preacuerdo entre las dos formaciones, podemos llegar a la conclusión de que nuestra experiencia durante los últimos tiempos ha servido de vacuna ante el riesgo político. Haber visto una caída de menos del 1,5% de la bolsa y un ligero incremento de la prima de riesgo no es nada grave.

En la Unión Europea, donde no hay atajos, la política monetaria está cedida desde hace tiempo al Banco Central Europeo. En materia económica, desde los presupuestos a las grandes iniciativas

legislativas, Bruselas es quien marca las líneas a seguir. El margen es pequeño y hemos aprendido que no hay ningún beneficio en ponerse delante. Desde 2015 llevamos a vueltas con la posibilidad de un ejecutivo populista en España, no es nada nuevo. Y aunque, no me entiendan mal, hubiera sido preferible evitárnoslo, el mercado ya ha le ha perdido el miedo.

Los mercados siguen dominados en exclusiva por la visión *top down*. Llevado al extremo, son los tuits del presidente Donald Trump lo que marca el comportamiento diario de los distintos activos. En tanto que la ralentización de la economía mundial es consecuencia exclusiva del deterioro del comercio internacional, la posibilidad cada vez mayor de que se termine reconduciendo la guerra comercial debería suponer un alivio importante a los miedos macroeconómicos. Y, como hemos visto en las últimas semanas, esto debería trasladarse al precio de los distintos activos a través, fundamentalmente, de cómo evoluciona el precio del activo libre de riesgo en euros, esto es el bono a diez años alemán. En las últimas semanas, el tipo de interés del bono alemán ha subido algo más de medio punto porcentual -hoy cotiza al -0,30%- y esto se ha trasladado al precio de todos los activos.

A los menores miedos macro hay que sumar el giro que ha dado el Banco Central Europeo en su política monetaria. A todos los efectos, la reunión de septiembre ha supuesto el punto de inflexión en lo que a los tipos de interés se refiere. Las medidas anunciadas entonces, por las que los bancos -mediante un sistema de tramos- pueden depositar a tipo cero un múltiplo de sus reservas obligatorias, han supuesto un claro relajamiento del interbancario, que ha pasado de casi el -0,50% de mediados de agosto al -0,25% de hoy.

En lo que respecta a la bolsa, desde este verano, la reversión del movimiento ha continuado. Si echamos la vista atrás, hasta finales de agosto, los llamados *quality names* mantuvieron el buen comportamiento de los últimos años, cotizando cada vez a múltiplos más caros. Por otro lado, los valores con cuentas de resultados más expuestas al ciclo, que ya cotizaban al precio del picón, siguieron en la misma línea. Sin embargo, llevamos casi tres meses en los que el diferencial de valoración entre las acciones consideradas de "crecimiento" (*growth*) y los de "valor" (*value*) está empezando a cerrarse.

Y, bien pensado, no hay razones para que esta tendencia se tuerza. Con elecciones presidenciales en menos de un año y el patio político movidito con el proceso de *impeachment*, Trump no tiene ningún incentivo para estropear las negociaciones de la guerra comercial.

Por su parte, el Banco Central Europeo va a aprovechar la eventual ventana de oportunidad que le proporcione la economía para salir del rincón en el que le ha metido el mercado. Últimamente han dejado claro que, llegados a este punto, las contraindicaciones de la actual política monetaria son

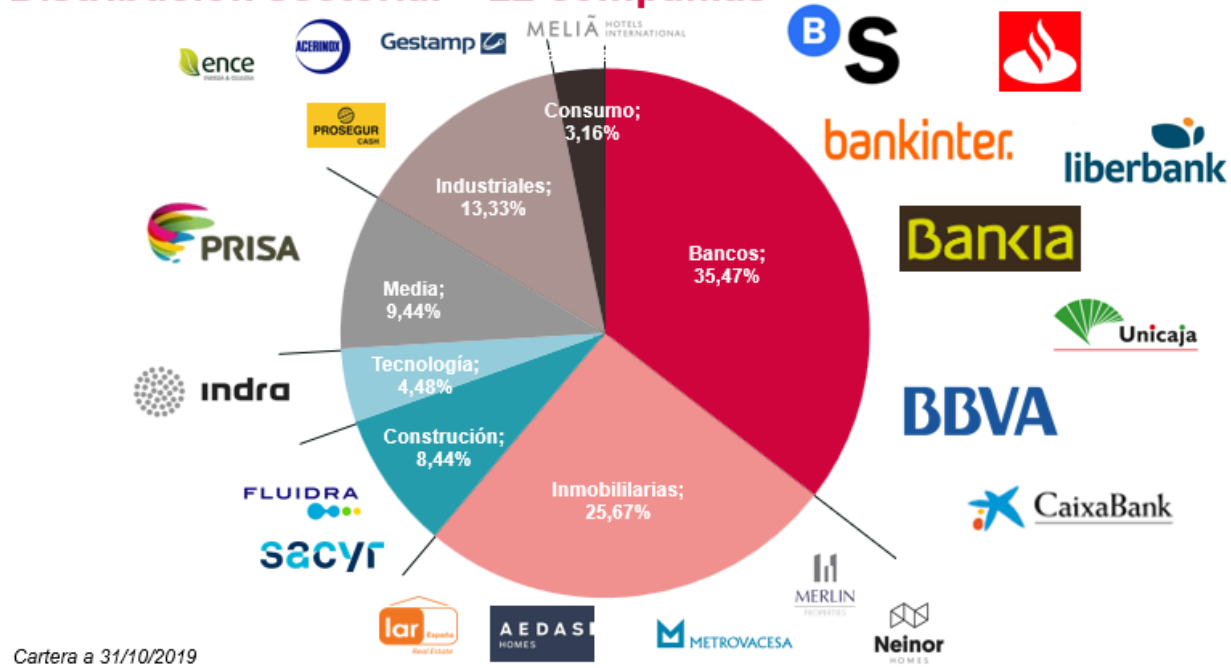
mayores que sus beneficios. Son muchas –y de peso– las voces que se han manifestado en este sentido.

Es importante destacar que la economía mundial parece haber hecho suelo a la luz de los datos que vamos conociendo, por lo que es probable que en los próximos meses el BCE tenga margen para pasar de las palabras a la acción.

### Cartera actual

El último cambio en la cartera ha sido sacar Colonial y comprar Ence. La socimi ha tenido un buen comportamiento este año y, aunque sigue estando barata, ya cotiza en línea con el valor de tasación de sus activos. En cambio, Ence, al igual que muchas compañías cíclicas, ha tenido muy mal comportamiento en el último año y su valoración resulta muy atractiva, sobre todo si consideramos que el precio de la celulosa puede haber pasado lo peor.

### Distribución sectorial – 22 compañías



En línea con lo expuesto en nuestra carta a inversores, destaca el buen comportamiento que ha tenido la cartera en los últimos tres meses, en los que se ha comenzado a revertir la tendencia de los últimos tiempos.

Desde los mínimos de agosto hasta los máximos de hace unos días, el fondo se ha revalorizado casi un 20%, mientras que el índice ha subido algo más de un 10%. En este periodo se han registrado subidas muy fuertes -en algunos casos cercanas al 40%- en algunas posiciones que solo tienen en común su sesgo cíclico y estar fuera del radar del mercado.

## Visión de mercado

Todo parece indicar que los acontecimientos de las últimas semanas han sido el punto de inflexión en lo que al comportamiento de las bolsas se refiere. A medida que se vaya confirmando la recuperación económica y la progresiva normalización de la política monetaria, la reversión del comportamiento sectorial que ha dominado el mercado los últimos tiempos va a continuar.

El punto de partida de valoración de la cartera hace que el potencial de revalorización -como se ha demostrado en algunos casos en las últimas semanas- sea muy significativo si continua el proceso de normalización de la percepción del riesgo. Lo visto desde mediados de agosto no es nada más que la punta del iceberg.

Quedo, como siempre, a su disposición.

### 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%	-3,72%	4,52%	-5,58%	-1,61%	-4,96%	-5,79%	6,49%	2,60%			-3,27%

### 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%	-3,97%	4,76%	-5,64%	-1,57%	-5,09%	-5,87%	6,38%	2,60%			-3,54%

### 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%	-1,81%	1,84%	-2,50%	-1,12%	-2,41%	-2,65%	2,20%	1,06%			-3,75%

### Otros índices

2019	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
Ibex 35	6,05%	2,44%	-2,44%	3,96%	-5,16%	1,66%	2,58%	-4,78%	-0,11%	-5,28%			8,40%
Eurostoxx 50	5,26%	4,39%	-2,25%	5,21%	-3,67%	-0,32%	3,83%	-3,76%	0,19%	-5,93%			20,09%
S&P 500 (\$)	7,87%	2,97%	-2,69%	0,27%	2,16%	0,48%	3,60%	3,03%	0,43%	-6,94%			21,17%
MSCI World (€)	7,27%	3,62%	-3,22%	2,76%	3,82%	-0,19%	2,83%	1,61%	0,56%	-5,09%			21,48%

---

**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 20/11/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.