

Okavango Delta, AGF – Spanish Opportunities

José Ramón Iturriaga, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, destaca que septiembre ha sido un **buen mes para las bolsas**. El fondo ha subido un 6,5%, mientras que el Ibex 35 ha ganado un 4,9%. “Pero más importante que lo que hayan hecho las bolsas, son las razones que explican dicho comportamiento, pues **en las últimas semanas se ha roto con las dinámicas anteriores**. Constituyen una magnífica evidencia de qué mueve a los mercados y qué hay, en última instancia, detrás de las aberraciones a las que estamos asistiendo”, señala.

Iturriaga analiza en su carta la **evolución de los tipos de interés y su relación con el precio del resto de activos** y comenta dos hechos relevantes: el cambio en la evolución del bono alemán y, sobre todo, “**el cambio de paso por parte del BCE**”, que “**resulta determinante en la evolución de la curva**”. “Lógicamente, el ritmo de la normalización de la política monetaria vendrá marcado por lo que pueda pasar con los huesos que ahora mismo está mordiendo el mercado: guerra comercial y Brexit”, añade Iturriaga.

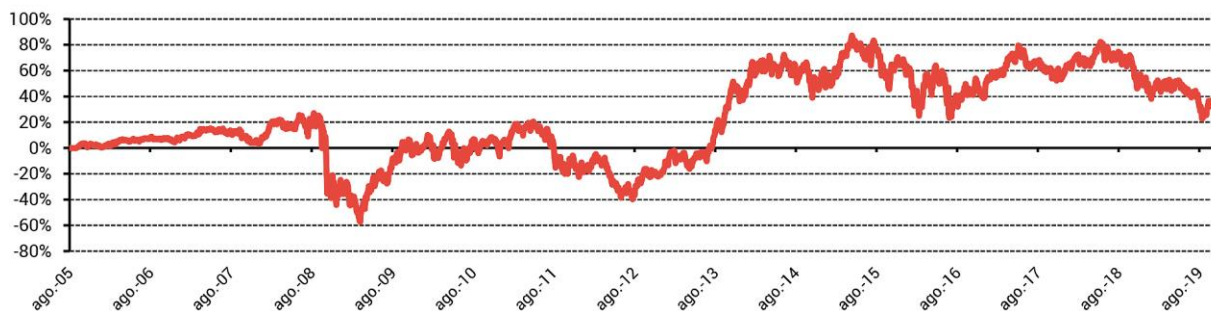
El gestor explica que en septiembre no ha hecho cambios en la cartera y habla sobre “**el ruido de las operaciones corporativas**”, que continúa, algo que tiene “**toda la lógica si tenemos en cuenta tanto las valoraciones absolutas como relativas**”. Así, “**como demuestra el comportamiento de las últimas semanas, la cartera actual está muy bien posicionada para jugar la normalización de la percepción del riesgo** que parece estar en marcha. Bancos, inmobiliarias, compañías cíclicas o historias de reestructuración a precios de saldo”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-sep-19
Valor liquidativo 13,463€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2019	-5,99%	4,04%	1,75%	-3,97%	4,76%	-5,64%	-1,57%	-5,09%	-5,87%	6,38%		
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,

Septiembre ha sido, para variar, un buen mes para las bolsas. El fondo ha subido un 6,5%, mientras que el Ibex 35 ha ganado un 4,9%. Pero más importante que lo que hayan hecho las bolsas, son las razones que explican dicho comportamiento, pues en las últimas semanas se ha roto con las dinámicas anteriores. Constituyen una magnífica evidencia de qué mueve a los mercados y qué hay, en última instancia, detrás de las aberraciones a las que estamos asistiendo.



Los tipos de interés, o el precio del activo libre de riesgo, es lo que explica el precio de todos los activos, tal y como nos enseñaron en la facultad. Al final del día, todo consiste en descontar flujos a valor presente y la variable clave es el tipo que se aplica en ese descuento (la k). Y hoy, probablemente, la curva de tipos de interés en euros es la mejor prueba de la enorme distorsión de valoraciones a las que nos enfrentamos.

¿Qué es lo que hay detrás de los ridículos diferenciales del crédito o de los bonos basura? Visto de otra forma, ¿quién en su sano juicio compra bonos soberanos con la certeza de que a vencimiento le van a devolver menos de lo que pone? O, desde el punto de vista de la renta variable, ¿por qué se pagan múltiplos históricamente altos por las llamadas compañías de calidad, mientras que las llamadas *value* están al precio del picón? La respuesta es solo una: los tipos de interés de la zona euro.

En Estados Unidos la curva de tipos, aunque históricamente baja, cotiza a unos niveles más o menos razonables teniendo en cuenta las expectativas de crecimiento y de inflación. En Europa la evolución de la curva se ha desconectado por completo de la evolución de los fundamentales -y la curva europea provoca un efecto arrastre evidente en el resto de bonos soberanos-. Y no, Europa no es Japón, como ya hemos analizado en otras ocasiones.

Se han dado dos circunstancias durante las últimas semanas que, en cierta medida, han dado pie a que se revierta esa distorsión. El bono alemán a diez años, el activo sin riesgo por excelencia en euros, ha pasado en pocas semanas de -0,80% de mediados de agosto al -0,45% de hace pocos días. Por un lado, se han atenuado los riesgos macro -guerra comercial- y geopolíticos -Brexit- que llevan marcando el paso del mercado los últimos tiempos. Y, por otra parte, desde luego no menos importante, el Banco Central Europeo ha dado señales de que no va a seguir por la senda a la que nos habíamos acostumbrado.

Y tal vez lo más importante sea, precisamente, esto último, pues el cambio de paso por parte del BCE resulta determinante en la evolución de la curva. Que en la última reunión se haya constatado que, hoy por hoy, las contrapartidas de la actual política monetaria son mayores que sus pretendidos beneficios es un primer paso para salir del rincón al que les había llevado el mercado. El cambio de tono de la última reunión es evidente. Y la resistencia por parte de los pesos pesados del Consejo del BCE a seguir empujando la cuerda se ha hecho patente en estos días. La autoridad monetaria vuelve tímida y prudentemente a una cierta ortodoxia monetaria y sus consecuencias son enormes para el precio de todos los activos.

Lógicamente, el ritmo de la normalización de la política monetaria vendrá marcado por lo que pueda pasar con los huesos que ahora mismo está mordiendo el mercado: guerra comercial y Brexit. Aunque resulta evidente que el mercado se mueve a golpe de titulares, o tuits en este caso, el comportamiento reciente de las bolsas pone de manifiesto que los desenlaces más o menos ordenados no están puestos en precio. Una vez más, parece que el mercado se ha pasado de frenada y no contempla que el sentido común se acabe imponiendo -aunque a eso deberíamos ya estar acostumbrados-. Y, con independencia de que es muy difícil predecir la secuencia de los acontecimientos, resulta del todo razonable descartar los escenarios apocalípticos -Brexit desordenado o enquistamiento de la guerra comercial- porque no está en el interés de nadie. Y una vez más, lo que no tiene sentido no acabará pasando.

Visto con perspectiva, la evolución reciente de los mercados tal vez sea la mejor evidencia de que se habían magnificado los movimientos por razones de tipo técnico -gestión pasiva, modelos

cuantitativos, etc-. Y en concreto, las fuertes subidas que hemos visto en algunos valores durante las últimas semanas -fundamentalmente aquellos más percibidos como cíclicos- demuestran que el mercado se había pasado varios pueblos a la hora de poner en precio escenarios que, a la luz de los acontecimientos, tienen una probabilidad ínfima de concretarse.

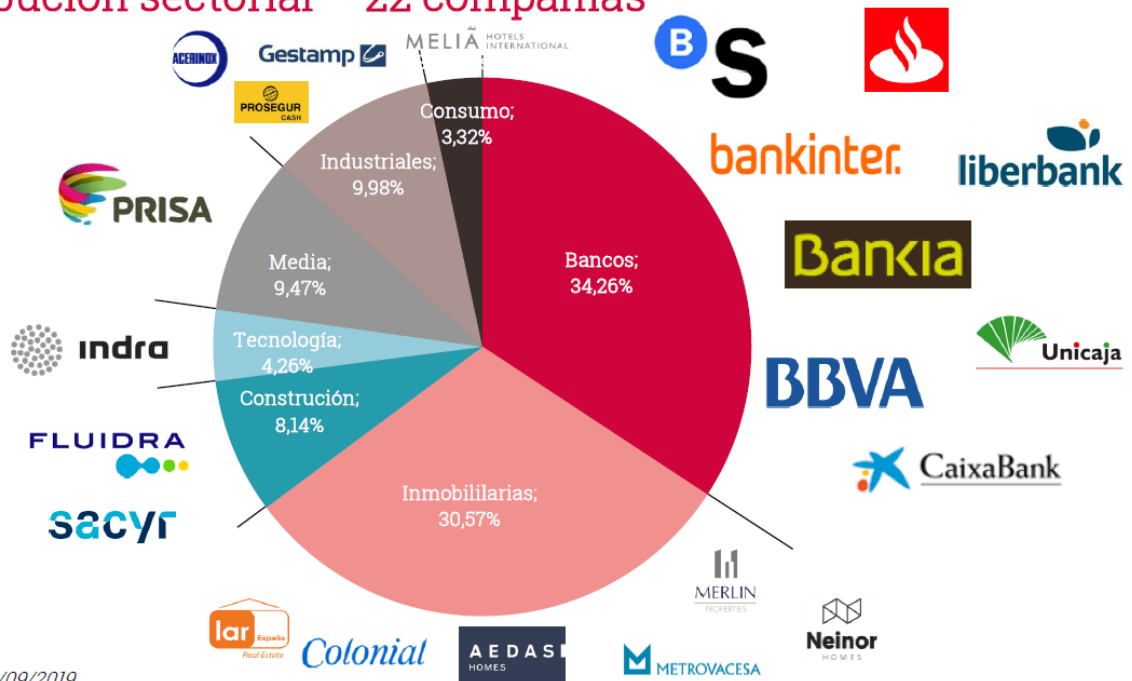
Cartera

No se han hecho movimientos en la cartera en el último mes.

El ruido de operaciones corporativas continua, lo que tiene toda la lógica si tenemos en cuenta tanto las valoraciones absolutas como relativas. Es probable que, si los precios no suben, la normalización de la percepción del riesgo se traduzca en un notable incremento de la actividad corporativa. Lo lógico es que las dos vayan de la mano.

Entretanto, como demuestra el comportamiento de las últimas semanas, la cartera actual está muy bien posicionada para jugar la normalización de la percepción del riesgo, que parece estar en marcha. Bancos, inmobiliarias, compañías cíclicas o historias de reestructuración a precios de saldo.

Distribución sectorial – 22 compañías



Visión de mercado

Insisto en que no es posible saber si el movimiento de los mercados constituye un alto en el camino o el inicio de la vuelta a la normalidad. En cualquier caso, lo visto en el último mes y medio es suficiente para saber qué puede pasar cuando la sensatez –en forma de una curva de tipos de interés adecuada a los fundamentales– se acabe imponiendo. Y de eso no tengo duda, se acaba imponiendo seguro, con lo que eso supone en los precios de muchos de los activos y en concreto en la renta variable.

El potencial está ahí. El punto de partida en lo que a valoraciones se refiere es extremo y el potencial de revalorización enorme. Ya sabemos lo que tiene que pasar. De hecho, ya está pasando y hemos podido ver cómo se comporta el fondo en ese escenario.

Un mes más, agradezco la confianza que vienen demostrando durante los últimos tiempos y quedo a su disposición para lo que puedan necesitar.

Rentabilidad Fls de Abante

Información a: lunes, 30 de septiembre de 2019



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%	-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%				-5,72%

Okavango Delta FI

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%	-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%				-5,99%

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%	-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%				-4,76%

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%				8,25%
Eurostoxx 50	5,26%	4,39%	-2,25%	5,21%	-3,67%	-0,32%	3,83%	-3,76%	0,19%				18,93%
S&P 500 (\$)	7,87%	2,97%	-2,69%	0,27%	2,16%	0,48%	3,60%	3,03%	0,43%				18,74%
MSCI World (€)	7,27%	3,62%	-3,22%	2,76%	3,82%	-0,19%	2,83%	1,61%	0,56%				21,34%

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 15/10/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.