

Okavango Delta, FI – AGF - Spanish Opportunities

José Ramón Iturriaga, gestor de [Okavango Delta](#), [Kalahari](#) y [Spanish Opportunities](#), comienza su carta comentando los efectos del *brexit* y de las elecciones españolas en los mercados. Sobre los comicios del 26 de junio señala que el resultado “supone un antes y un después para la **percepción del riesgo político español**” que servirá para que el país vuelva al radar de los inversores internacionales.

El gestor destaca que “los fundamentales españoles deberían recuperar el protagonismo perdido” y escribe que, desde el punto de vista macro, el primer semestre ha tenido mejor comportamiento del esperado.

Por otra parte, las fuertes caídas de las últimas semanas “generan **oportunidades**”, subraya. Iturriaga explica que algunos valores “cotizan a valoraciones de derribo que sólo se justifican con probabilidades poco realistas ante eventos disruptivos”.

También analiza la valoración de la banca europea, el sector inmobiliario y las compañías más expuestas al ciclo de consumo español, así como el **potencial de revalorización** de estas acciones y de su cartera.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-Jun-16
Valor liquidativo 14,614€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2016	-19,12%	-9,91%	-2,03%	6,39%	6,43%	-2,30%	-17,16%					
2015	4,34%	1,83%	10,89%	3,80%	0,16%	-2,81%	-2,66%	3,15%	-6,68%	-8,94%	11,29%	0,73%
2014	1,02%	6,76%	1,73%	0,80%	-1,93%	1,14%	-1,33%	-0,41%	-0,99%	-0,47%	-3,57%	2,86%
2013	72,46%	6,35%	1,04%	-6,75%	5,36%	4,16%	-0,79%	15,83%	1,22%	16,55%	12,71%	-1,89%
2012	1,76%	5,20%	-0,84%	-4,62%	-13,44%	-15,33%	13,49%	-5,55%	11,60%	6,34%	2,66%	-1,08%
2011	-18,62%	9,46%	1,95%	-0,41%	3,47%	-2,49%	-3,36%	-6,53%	-12,22%	-8,99%	8,05%	-6,05%

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 los años 2010 y 2012



twitter



linkedin



youtube



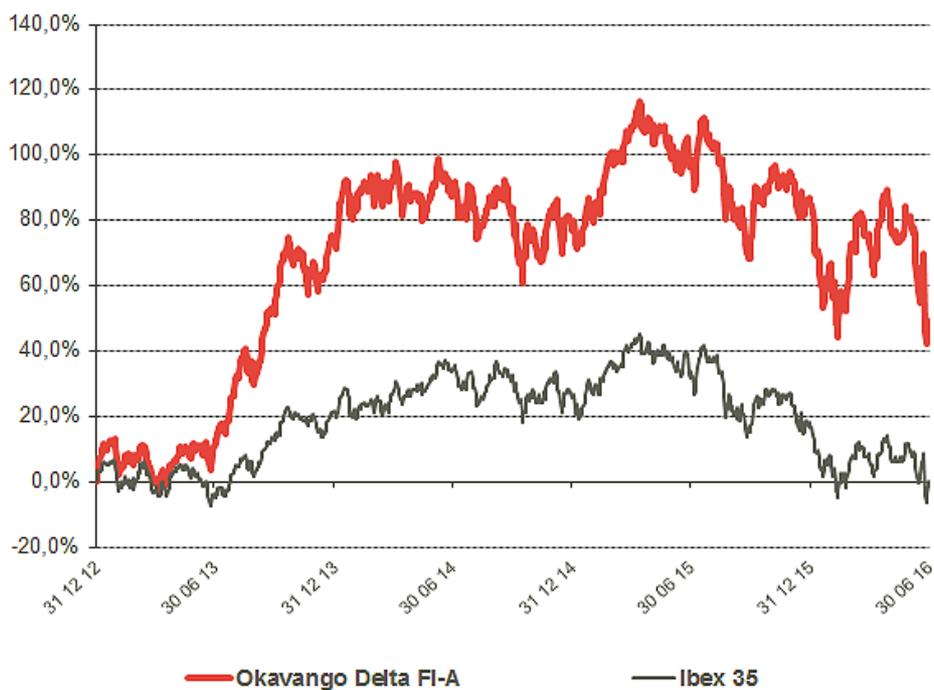
unience



abanteasesores.com

Carta del gestor

Si ya las encuestas y las casas de apuestas marcaban la actualidad del mercado antes del **referéndum británico**, el inesperado resultado del mismo ha hecho lo propio en los días posteriores. La primera reacción de las bolsas europeas, como es habitual, fue la venta indiscriminada de acciones motivadas por el pánico que provocó un resultado que nadie anticipaba. El mercado apretó de nuevo el botón de *risk-off* (riesgo fuera), siendo la renta variable el activo que sufrió en mayor medida los daños colaterales del *brexit*. No en vano, se ha ganado a pulso el calificativo de la piñata del mercado. El resto de activos –bonos, *corporate*, *high yield*–, prácticamente no se ha inmutado.



Con independencia de la primera reacción y el comportamiento de la bolsa en junio, el balance de los eventos exógenos para los activos españoles durante este periodo resulta positivo. Sin duda, el resultado de las **elecciones generales del pasado 26 de junio** supone un antes y un después para la percepción del riesgo político español. Y va a servir para que España vuelva por la puerta grande al radar de los **inversores internacionales**. Llevado al extremo, es difícil saber cuánto influyó el resultado del referendo británico en el resultado electoral español, pero si ha tenido alguna, bienvenido sea. Este tiene mucha más importancia para los activos españoles que el que pueda tener el *brexit* cuando y como se produzca.

Los **fundamentales españoles** deberían recuperar el protagonismo perdido y, desde el punto de vista macro, el primer semestre ha tenido mejor comportamiento del esperado, lo que ha llevado a revisar el crecimiento de la economía estimado para el conjunto del año. 2016 va a ser el tercer ejercicio seguido de crecimiento -los dos últimos han superado el 3%, muy por encima de la media europea- y, más importante aún, sobre unas **bases mucho más sólidas**



gracias a las reformas estructurales llevadas a cabo. La construcción ha dejado de ser el principal motor de la nuestra economía, lo que constituye la mejor vara para medir el calado de la transformación. La inercia de la economía española es sólida y probablemente se acelere a medida que el horizonte político se vaya aclarando. La propia reflexividad de los mercados debería también redundar en una recuperación más briosa.

Otra cara de la misma moneda de las abruptas caídas en los precios es que generan **oportunidades**. En el caso español, no ha hecho más que acentuar la polarización de las valoraciones de la bolsa que ya traíamos en la mochila antes del *brexit*. Los valores percibidos como *quality names*, dada la previsibilidad y recurrencia de sus flujos de caja, cotizan a múltiplos elevados en términos históricos como consecuencia del entorno de tipos de interés actuales. Y en mi opinión, están totalmente justificados. Sin embargo, otros nombres menos obvios, por así decirlo, cotizan a valoraciones de derribo que sólo se justifican con probabilidades poco realistas ante eventos disruptivos.

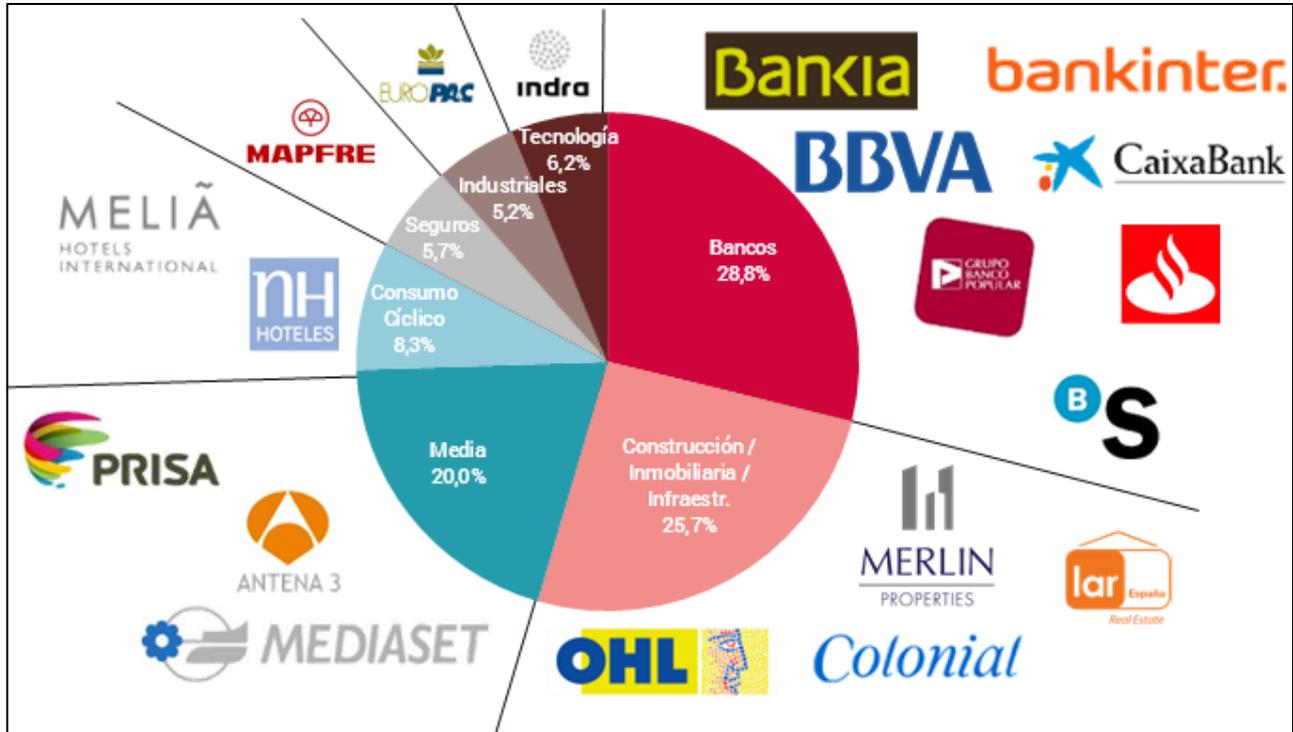
La **banca europea** cotiza a un múltiplo inferior al que cotizó en 2008 con la quiebra de Lehman Brothers o en 2012 cuando hablábamos de la continuidad del euro, lo que puede calificarse de aberración. Y sé que en este caso, el de los bancos en general, soy de los pocos que no sucumbe al pensamiento único instalado en la comunidad inversora en los últimos tiempos de que no valen nada. No se trata de inconformismo, sino de coherencia. El valor de los bancos españoles es alto y en bolsa cotizan, de media, a prácticamente la mitad de su valor en libros. **Bancos sin problemas de solvencia** y cuya **rentabilidad**, si extrapolamos los diferenciales en los que se sitúa hoy el *front book*, es de **doble dígito**. Además hay que sumar los efectos de la normalización del Euribor a medio plazo y la reducción de la competencia tras la última vuelta de tuerca al proceso de concentración de la banca española.

En el caso del **sector inmobiliario**, la justificación de las actuales valoraciones de saldo seguramente se encuentre bajo la losa del riesgo político que tanto ha pesado en los activos españoles, quizá más en los valores cotizados. En el momento del ciclo actual, no tiene sentido que las inmobiliarias cotizadas presentes en la cartera estén cotizando de media con un descuento superior al 10% sobre valor de tasación del año pasado, un valor que, lógicamente, se va a revisar al alza en no mucho tiempo. La situación resulta ciertamente curiosa: las rentabilidades implícitas de los activos individuales que se están tasando hoy en el mercado son muy inferiores a las que cotizan las compañías que agregan estos activos en sus carteras. La maldición de cotizar todos los días en estado puro.

Y con respecto a las **compañías más expuestas al ciclo de consumo español**, tal vez el mercado esté pasando por alto el impacto que pueda tener sobre la cuenta de resultados la normalización de ingresos. Con el apalancamiento operativo que han acumulado las compañías españolas tras la crisis de los últimos tiempos, un pequeño incremento de las ventas supone un incremento porcentual mayor de los beneficios empresariales. Sin embargo, a la fuerza ahorcan y los resultados, trimestre tras trimestre, se van a encargar de ponerlo encima de la mesa.

Movimientos

En el mes pasado no se han realizado cambios sustanciales en las carteras de los fondos.



Visión de mercados

El potencial de revalorización de mi cartera hoy es muy parecido al de 2012, cuando las incertidumbres que entonces estaban abiertas no eran, en mi opinión, comparables. En esos tiempos recuerdo paseos hablando solo por los pasillos de Abante Asesores diciendo que tenía una cartera que, en cuanto la posibilidad de que el euro se fuese al traste saliera de la ecuación, valía el doble. Y el fondo subió en los meses siguientes más de un 100%.

Hoy no sé exactamente qué debe ocurrir para que aflore el **potencial que acumula la cartera**, pero intuyo que ya está pasando. Tras los resultados del 26 de junio, estoy más convencido que nunca de que Okavango Delta y Spanish Opportunities constituyen la mejor forma de apostar por nuestra economía durante el proceso de normalización de la percepción del riesgo en Europa.

Ahora hay que seguir remando que, como dice uno de los pocos sabios populares que tenemos por aquí, esto es "partido a partido".

Agradecido por su confianza, un mes más quedo a su disposición para lo que puedan necesitar.

Información a														jueves, 30 de junio de 2016	
AGF - Spanish Opportunities															
*Comienzo 8/03/13	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	AÑO		
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%									-18,70%
Okavango Delta FI															
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	AÑO		
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%									-19,12%
Kalahari FI															
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	AÑO		
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%									-9,59%
Otros índices															
2016	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	AÑO		
Ibex 35	-7,63%	-4,02%	3,09%	3,47%	0,09%	-9,64%									-14,47%
Eurostoxx 50	-6,81%	-3,26%	2,01%	0,77%	1,16%	-6,49%									-12,33%
S&P 500 (\$)	-5,07%	-0,41%	6,60%	0,27%	1,53%	0,09%									2,69%
MSCI World (€)	-5,68%	-1,37%	1,57%	0,86%	3,12%	-1,07%									-2,78%

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 12 de julio de 2016 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido. Si desea dejar de recibir este documento puede mandar un mail a pdp@abanteasesores.com.