

Okavango Delta, AGF- Spanish Opportunities

José Ramón Iturriaga, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, comenta en su carta que el mercado vuelve a moverse como consecuencia de la política, o la geopolítica, y que los miedos a un **recrudescimiento de la guerra comercial** han vuelto a disparar las alarmas y las bolsas han caído con fuerza en pocas semanas. En 2019 el fondo lleva una rentabilidad del 0,5%, mientras que el Ibex 35 ha subido un 5,44%.

Este tipo de acontecimientos -Brexit, guerra comercial, Italia...- “están en la categoría de cosas que no se pueden cambiar y hay que resignarse”. “Podemos dejarnos llevar por el ruido y dedicarnos a tratar de anticipar los desenlaces de los distintos huesos que ahora muerde el mercado o aplicarnos las enseñanzas del pasado reciente y **centrarnos en lo que al final se acaba imponiendo: los fundamentales**”, señala el gestor.

“No puedo dejar de enfatizar la **grandísima oportunidad que hay ahora mismo en una parte de la renta variable**: las valoraciones de algunas compañías son extremas y difícilmente justificables”, destaca. La dispersión en precios de la bolsa española es “llamativa”. Y analiza la situación del sector inmobiliario y de los bancos como ejemplo.

“O en los próximos meses se confirma que estamos a las puertas de una (gran) recesión, tal y como parece estar poniendo en precio el mercado, o los precios que estamos viendo en algunos activos corrigen los excesos actuales”, subraya, para terminar diciendo que es posible que “nos encontremos ante **una de esas oportunidades que no se vuelven a repetir**”.

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2019	0,49%	4,04%	1,75%	-3,97%	4,76%	-5,64%							
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%

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

En el mercado ha vuelto a las andadas al ritmo de los tuits del presidente estadounidense. Los miedos a un recrudecimiento de la guerra comercial han vuelto a disparar las alarmas y las bolsas han caído con fuerza en pocas semanas. En lo que llevamos de año el fondo lleva una rentabilidad del 0,5%, mientras que el Ibex 35 ha subido un 5,44%.



Durante la última presentación semestral a inversores institucionales, hace pocas semanas, me pareció que la mejor forma de arrancar era con una oración: “Señor, concédeme la serenidad para aceptar las cosas que no puedo cambiar, el valor para cambiar las cosas que puedo cambiar y la sabiduría para conocer la diferencia”. Y, aunque como apunté entonces, yo sea más de San Agustín, creo que esta plegaria de la serenidad está mejor traída en las circunstancias actuales.

Es evidente que el mercado, de un tiempo a esta parte, está en manos de la política o geopolítica. Brexit, Italia y la guerra comercial más recientemente son los titulares que dominan el comportamiento de los precios en los últimos doce meses -la lista sería mucho más larga si miramos más atrás, pero no quiero abusar de su paciencia- y su desenlace resulta muy difícil anticipar. Sin embargo, lo que sí conocemos es lo sucedido en estos últimos años con todos los eventos que se han planteado en clave binaria: en ninguno de los casos se ha materializado el desenlace catastrófico. Así que Trump o China tensarán más o menos de la cuerda, el nuevo líder del partido conservador británico –sea quien sea– tratará de obtener un mejor acuerdo de salida y en Italia no me atrevo a anticipar cuál podría ser la secuencia de acontecimientos a futuro. No sabemos lo que va a pasar, estos eventos, o mejor, dicho el tratamiento que les da el mercado

magnificando las probabilidades de los peores desenlaces, están en la categoría de cosas que no se pueden cambiar y hay que resignarse. El mercado se pasa de frenada y, aunque es sabido, sacude los cimientos de nuestros planteamientos más firmes cada vez que sucede.

Así las cosas, podemos dejarnos llevar por el ruido y dedicarnos a tratar de anticipar los desenlaces de los distintos huesos que ahora muerde el mercado o asumir nuestras limitaciones, aplicarnos las enseñanzas del pasado reciente y centrarnos en lo que al final se acaba imponiendo: los fundamentales. En mi caso, hace tiempo que renuncié a jugar a vidente -ya no soy tan joven como para pensar que lo sé todo- y me aplico aquello de “zapatero a tus zapatos”.

Y aun siendo plenamente consciente de que sonar demasiado vehemente resulta contraproducente, no puedo dejar de enfatizar la grandísima oportunidad que hay ahora mismo en una parte de la renta variable: las valoraciones de algunas compañías son extremas y difícilmente justificables.

La dispersión en precios de la bolsa española resulta llamativa. Por un lado, tenemos las compañías cuyos flujos de caja son muy predecibles -eléctricas, compañías de infraestructuras, autopistas- cotizando a múltiplos históricamente altos, aunque justificados por el nuevo entorno estructural de tipos. Y, por otro lado, compañías más expuestas al ciclo económico en sus distintas versiones -bancos, inmobiliarias, industriales, etc.- al precio del picón. Se trata, sin duda, de valoraciones sin justificación.

Quizá la mejor forma de ver esta distorsión sea a través de las compañías inmobiliarias cotizadas, pues su valoración no entraña especial dificultad. Los descuentos con los que cotizan hoy sobre el valor de sus activos no son comprensibles en el momento actual del ciclo. Hoy, por ejemplo, las socimis están cotizando con el mayor descuento sobre sus valores de tasación de los últimos cinco años, cuando no hay ninguna duda de que hoy estas compañías son una realidad desde el punto de vista operativo -ocupaciones, alquileres- y no solo unas cajas de dinero llenas de buenas intenciones como en su origen. En este punto, los inversores de perfil más oportunistas pueden optar a las rentabilidades que exigen haciendo operaciones con compañías cotizadas.

Cabe recordar que hace solo unos meses la salida a bolsa de Testa fracasó por incomparecencia de la bolsa española. No se trataba de un problema de valoración -porque ya me contarán qué problema puede tener una compañía de alquiler de pisos-, sencillamente el dinero de verdad, el de los fondos *long only* que tradicionalmente ha sido el principal inversor en renta variable española, nos tiene fuera del radar. No es el caso de otros inversores institucionales que están haciendo su agosto en España: Blackstone, haciendo honor a su nombre de oportunista, se hizo con Testa y se

convirtió en la segunda compañía cotizada española del sector inmobiliario que compra en bolsa en los últimos dieciocho meses -anteriormente había comprado Hispania, la socimi especializada en hoteles gestionada por Azora-.

Por otro lado, están los bancos. Los niveles de valoración actuales son comparables a los del peor momento de la crisis del euro (2012) o de la crisis financiera tras la quiebra de Lehman (2008). Y la situación, a todas luces, no resulta comparable. Ni por el lado de los riesgos abiertos ni por el de la solvencia o la rentabilidad de la banca. Sin embargo, los múltiplos a los que está cotizando el sector son los mismos que entonces. Como explica de forma sensacional Josep Prats, gestor de Abante European Quality, este peor comportamiento de los bancos en Europa justifica tres cuartas partes de la peor evolución relativa de la bolsa europea -España incluida- y estadounidense –allí los bancos han multiplicado por más de tres desde mínimos, mientras que aquí siguen igual–.

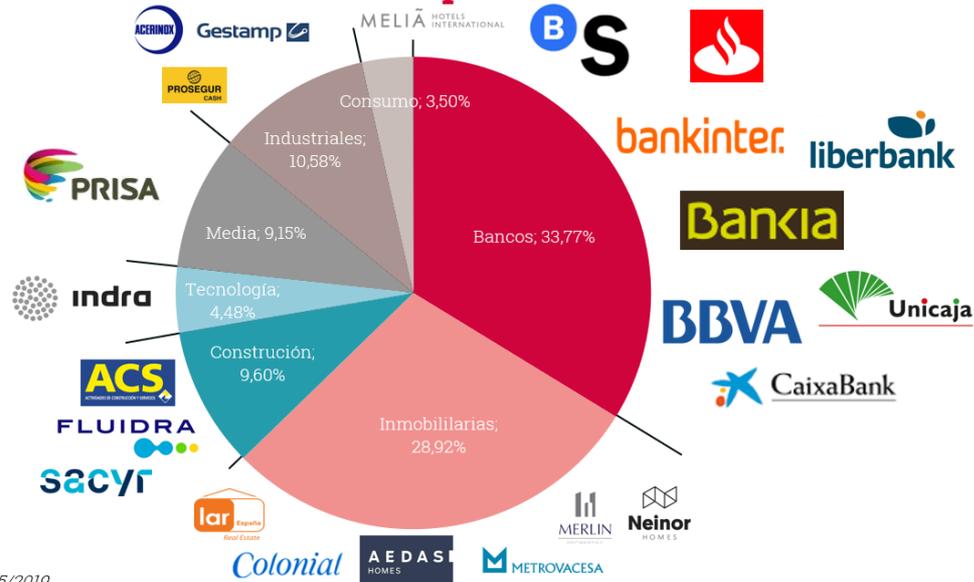
Un sencillo ejercicio teórico como el de la suma de partes de, por ejemplo, BBVA sirve para evidenciar el absurdo precio de los bancos españoles. Si sumamos el valor de las distintas filiales del banco vasco -ya sea el valor de mercado en los sitios donde cotiza o el valor resultante de aplicar el múltiplo medio al que cotiza el sector en cada uno de los distintos países donde está presente- llegaríamos a la conclusión de que el valor de la filial española debería ser negativo -algo así como 5.000 millones de euros- para cuadrar la suma con la capitalización bursátil actual de la entidad. Y es evidente que la filial española del BBVA no vale menos que nada. Si hacemos finanzas “Barrio Sésamo”, la valoración de la filial española del BBVA se sitúa entre Bankia y La Caixa -no me quiero perder en los detalles-, en torno a los 15.000 millones de euros. Por lo tanto, la capitalización bursátil actual de BBVA (30.000 millones de euros) destruye casi 20.000 millones de valor de la española, lo que se dice pronto. A este número podemos llegar de otra manera: BBVA es un banco español porque tiene su domicilio social en la calle Gran Vía de Bilbao, pero si nos centramos en su cuenta de resultados, sería un banco norteamericano, ya que el 60% de su beneficio proviene de Estados Unidos y México. Allí los bancos cotizan cerca de dos veces valor en libros y BBVA hoy lo hace por debajo de 0,8 por el mero hecho de ser español. Esto no tiene ni pies ni cabeza.

Pero no son solo las inmobiliarias o los bancos los que han caído en desgracia. En los últimos doce meses, todas las compañías que de alguna u otra manera se relacionan con el ciclo han caído a plomo. Desde Fluidra a Acerinox, pasando por Prosegur o Meliá. La fobia cíclica se ha instalado en los mercados y estos valores han sido víctimas de sus excesos sin que su comportamiento en bolsa tenga que ver con lo que ha sido la evolución de sus fundamentales.

Cartera actual

Tras los cambios que hemos hecho en el arranque del año, vendiendo aquellas compañías que por su percepción más defensiva han tenido mejor comportamiento y comprando compañías de perfil más cíclico -Meliá, Acerinox, Fluidra-, en el último mes no se han realizado cambios en la cartera.

Distribución sectorial – 23 compañías



Cartera a 31/05/2019

Visión de mercado

Probablemente serán muy pocos los que se acuerden. En 2012 yo deambulaba como alma en pena contando a quien quisiera escuchar que la cartera del fondo en aquel momento iba a doblar en cuanto sacáramos de la ecuación -creo que era la expresión que utilizaba entonces- la posibilidad de ruptura del euro. Y en 2013 pasó lo que pasó -Okavango Delta obtuvo rentabilidades cercanas al 80%, siendo el mejor fondo de renta variable de Europa-.

Hoy tenemos valoraciones similares en una situación que no resulta comparable desde el punto de vista del riesgo. O bien en los próximos meses se confirma que estamos a las puertas de una (gran) recesión, tal y como parece estar poniendo en precio el mercado, o los precios que estamos viendo en algunos activos corrigen los excesos actuales -desde los bonos soberanos europeos a la cotización de bancas o inmobiliarias pasando por los diferenciales de crédito-. Puede que nos estemos perdiendo algo porque con los datos en la mano la probabilidad de una gran recesión es muy baja. La otra opción es que el mercado se haya vuelto a pasar de frenada una vez más y que nos encontremos ante una de esas oportunidades que no se vuelven a repetir.

Rentabilidad FIs de Abante

Información a: viernes, 31 de mayo 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%								0,50%

Okavango Delta FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
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%								0,49%

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%								-0,80%

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%								5,44%
Eurostoxx 50	5,26%	4,39%	-2,25%	5,21%	-3,67%								9,30%
S&P 500 (\$)	7,87%	2,97%	-2,69%	0,27%	2,16%								9,78%
MSCI World (€)	7,27%	3,62%	-3,22%	2,76%	3,82%								11,42%

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 14/06/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



abanteasesores



Abante Asesores

www.abanteasesores.com