

Carta del Gestor · José Ramón Iturriaga

Okavango Delta FI · Kalahari FI · Spanish Opportunities Fund

4 de octubre de 2013

www.abanteasesores.com

Número IV

A pesar de los miedos con los que arrancábamos el nuevo curso escolar –Siria, *tapering*, sucesión de Bernanke, elecciones alemanas, Italia, fuertes caídas de los mercados emergentes-, el Ibex en el mes de septiembre y contra todo pronóstico ha tenido el mejor comportamiento desde hace muchos años. Ha subido un 10,8% y acumula en el año un 12,47%. Importa señalar que desde el mes de junio el índice español ha recuperado la diferencia de rentabilidad que le sacaban los índices europeos que mejor comportamiento llevaban. En el entorno actual donde la dispersión de valoración sigue siendo mucha, la selección de valores continúa siendo diferencial. En el mes el fondo se ha revalorizado 16,55% y en el año acumula una revalorización del 56%

Evolución YtD



Creo que el pesimismo que se ha instalado en el mercado merece una reflexión. De un tiempo a esta parte, la máxima del mercado parece ser “si algo puede ir mal, irá mal”. El mercado compite por emular a Nassim Taleb, famoso autor del cisne negro entre otras obras. Sus famosos “known unknowns” –publicación en la que analiza desenlaces catastróficos de riesgos conocidos- se han convertido en el escenario central para muchas de las decisiones de inversión. El behavioral finance lo explica muy bien. Es humano y perfectamente comprensible. Casi tres años levantándonos todas las mañanas pensando que el cielo se iba a caer sobre nuestras cabezas –el euro se rompe- tiene estas consecuencias. Pero más que un riesgo es una oportunidad porque los cisnes son prácticamente siempre blancos.

Así las cosas, a las razones que han llevado a que la cartera del fondo lo haya hecho bien –reducción de prima de riesgo, vuelta a que primen los fundamentales de las compañías, mejora de la macro- hay que sumar algo que últimamente ha sido determinante: los flujos de dinero. Se han invertido las tornas. Tras varios años en que era percibido como el activo a evitar –“*wrong way risk*”-, el dinero está volviendo a la zona euro en general y a la periferia en concreto. Este interés es muy evidente en el activo *distressed* por excelencia –inmobiliario español- donde en los últimos meses se han visto muchas operaciones importantes. Otro tipo de activos empieza a asomar la patita: el interés visto en las participaciones que han puesto en el mercado las antiguas cajas es un buen ejemplo. Además es un movimiento que se retroalimenta –dinero llama a dinero- y que es reflexivo: la mejora de los mercados financiero alimenta la recuperación macro y viceversa. La proclividad de prácticamente todos los agentes



@abanteasesores



Abante



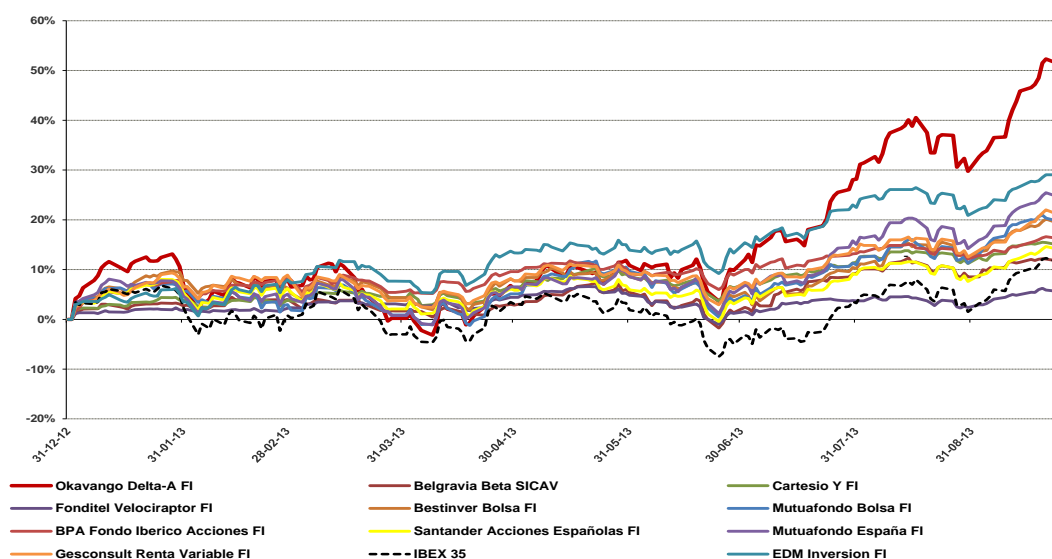
abanteasesores.com

abante)

del mercado también ayuda: una macro mejor de lo esperado ha provocado revisiones al alza por parte de organismos internacionales –con alguna excepción- y casas de análisis y terminará llegando a las agencias de rating que suelen ser el último eslabón de la cadena. Un cambio de opinión por parte de las agencias de calificación no es baladí y cuando se produzca alimentará este movimiento. A día de hoy, las mejores sensaciones con la bolsa española en concreto son más de boquilla que de taquilla por lo que la exposición en general sigue siendo baja.

El mejor indicador de que nos encontramos en los primeros compases de la recuperación del mercado es la valoración de las compañías. A pesar de las fuertes subidas, siguen cotizando a múltiplos muy por debajo de los normales. Creo que lo extraordinario no es la revalorización que hemos visto en los últimos meses en algunas cosas que tengo en cartera. Lo extraordinario ha sido lo que ha llevado a que cotizarán a esos niveles. En el momento que se ha sacado de la ecuación la posibilidad del colapso del euro ha pasado lo que ha pasado. Hago mía una expresión que le escuche al presidente de un banco español hace poco sobre el importante plan de reestructuración que están acometiendo: “estamos en el minuto veinte del primer tiempo del partido”. Yo creo que esta situación es perfectamente trasladable a los activos españoles, la vuelta a la normalidad no ha hecho nada más que empezar.

Evolución YtD Vs Comparables



Con respecto a la cartera, creo que un buen termómetro de lo que estamos viviendo es, por ejemplo, que se está volviendo a valorar los bancos en función de un múltiplo sobre sus beneficios futuros y no sobre con qué descuento cotizan sobre el valor en libros. Esto constituye un cambio cualitativo sustancial: se está dejando de valorar a múltiplo de desguace y se empieza a asumir que hay vida después de la crisis. En esta nueva situación el atractivo de algunos bancos sigue siendo mucho a pesar de las fuertes revalorizaciones vistas. Si proyectamos las cuentas de resultados al 2015 –que aunque pueda parecer un ejercicio de ciencia ficción es como tradicionalmente se han valorado las compañías-, hay algún banco local que está cotizando a cinco o seis veces beneficios de ese año –el famoso PER- que es prácticamente a la mitad de lo que han cotizado históricamente. En esos casos, lo único que se necesita es algo de confianza sobre la situación de balance de los mismos, esto es que no vayan a necesitar más capital –o por lo menos no mucho-. Hoy por hoy, esa asunción es más fácil de hacer prácticamente en todos los bancos locales cotizados.

Y si seguimos con el muy recomendable –y algo olvidado- ejercicio de proyectar cuentas de resultados, el milagro del apalancamiento operativo nos puede dar muchas sorpresas en muchas compañías españolas que en los últimos años han hecho un ejercicio ímprobo de reducción de deuda y costes. Hay muchos ejemplos. Quizá el más evidente sea el de las televisiones porque además hay que sumar la profunda transformación sectorial que se ha producido. En



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

cuanto se empiece a ver –que ya se ha empezado- cierta recuperación en la línea de ingresos, el efecto multiplicador es espectacular. Y hay que recordar que cuando la base es muy pequeña –como por ejemplo la tarta de la publicidad en abierto que es menos de la mitad que en el 2007- los incrementos cuando se producen en términos porcentuales no suelen ser bajos.

En este nuevo entorno en el que ya nos encontramos, la cercanía y conocimiento de las compañías va a continuar siendo clave. Hay mucha tela que cortar y esto no ha hecho nada más que empezar.

Información a													lunes, 30 de septiembre de 2013	
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%				33,43%	
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%				51,21%	
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%				23,75%	
Otros índices														
2013	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	AÑO	
Ibex 35	2,39%	-1,58%	-3,77%	6,30%	-1,17%	-6,71%	8,64%	-1,69%	10,80%				12,47%	
Eurostoxx 50	2,54%	-2,57%	-0,36%	3,35%	2,13%	-6,03%	6,36%	-1,69%	6,31%				9,76%	
S&P 500 (\$)	5,04%	1,11%	3,60%	1,81%	2,08%	-1,50%	4,95%	-3,13%	2,97%				17,91%	
MSCI World (€)	1,99%	3,81%	3,94%	0,22%	1,44%	-2,90%	2,97%	-1,65%	2,10%				12,32%	



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante)