

# Carta del Gestor · José Ramón Iturriaga

Okavango Delta FI · Kalahari FI · Spanish Opportunities Fund

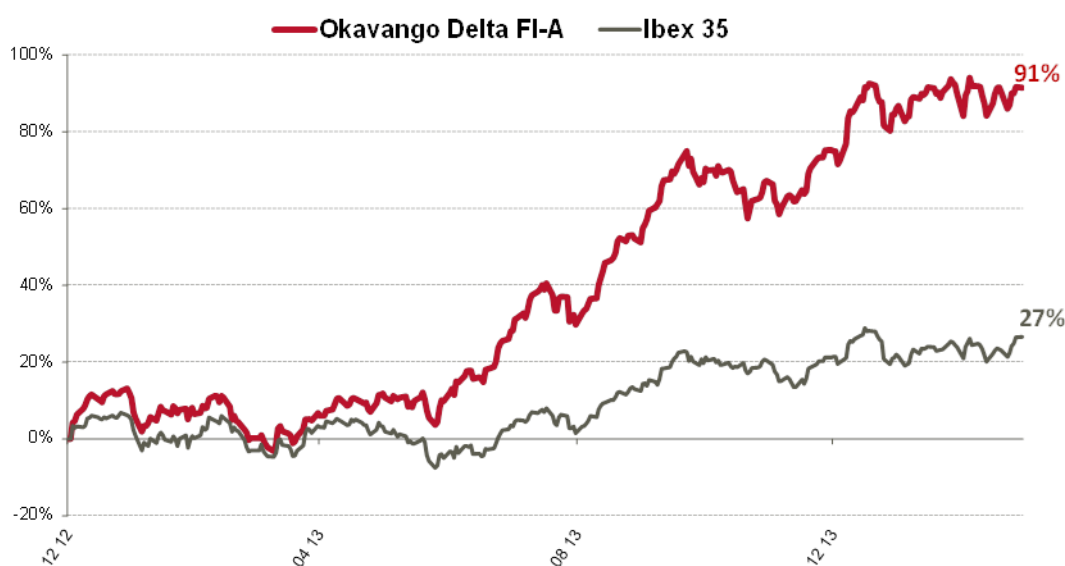
3 de abril 2014

www.abanteasesores.com

Número X

En el primer trimestre del año no se ha roto nada, todo lo contrario. A pesar de la sensación generalizada de que el arranque del año ha sido volátil y de que las rentabilidades obtenidas no son como para escribir a casa, de enero a marzo ha funcionado lo que lleva ya funcionando una temporada larga: el *stock picking*.

El fondo se ha revalorizado en el periodo casi un 10% y acumula una subida del 91% en los últimos doce meses, duplicando su valor liquidativo.



El apetito por el “riesgo España”, si cabe, ha ido a más. La última muestra de cómo ha cambiado la percepción sobre el atractivo de los activos españoles, es el éxito que están teniendo las colocaciones de los vehículos cotizados que tienen como objeto invertir exclusivamente en el sector inmobiliario. En las últimas semanas se han levantado entre grandes inversores institucionales extranjeros, varios cientos de millones de euros con el único objeto de invertir en inmuebles españoles los próximos años. Detrás de este movimiento pendular acelerado de los flujos de capitales al que estamos asistiendo está, por un lado, que los mercados siguen desandando el demencial camino que se recorrió cuando se puso en precio la ruptura del euro; y, por otro, el entorno de tipos de interés extraordinariamente bajos en el que estamos y vamos a seguir estando mucho tiempo.

La recuperación de la economía española está llegando antes y está siendo más fuerte de lo que cabía esperar. Cada dato que conocemos es mejor que el anterior y con excepción de algún dato aislado, todo apunta a un muy buen arranque de año. Los datos de empleo, afiliación a la seguridad social, turismo, flujo de crédito, inversión, ingresos fiscales, incluso de déficit público que hemos conocido últimamente han hecho que se empiecen a revisar al alza las estimaciones de crecimiento para el conjunto del año. Hay que destacar que en los cambios de ciclo –esto es, cuando se entra o sale de una recesión-, es muy difícil anticipar el comportamiento de las principales magnitudes que componen el PIB y por eso la realidad pasa por encima de las estimaciones. De igual manera que en el 2007 cuando la economía crecía con alegría, la bolsa estaba en máximos, las casas no paraban de subir, etc., era muy difícil predecir que el ciclo se iba a dar la vuelta -¡y de qué forma!-. Ahora, después de siete años pensando, es complicado anticipar no sólo la recuperación sino la pendiente de la misma. Ha pasado históricamente y seguirá pasando: los economistas extrapolan el pasado reciente para construir sus estimaciones y en los momentos en los que el ciclo se



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

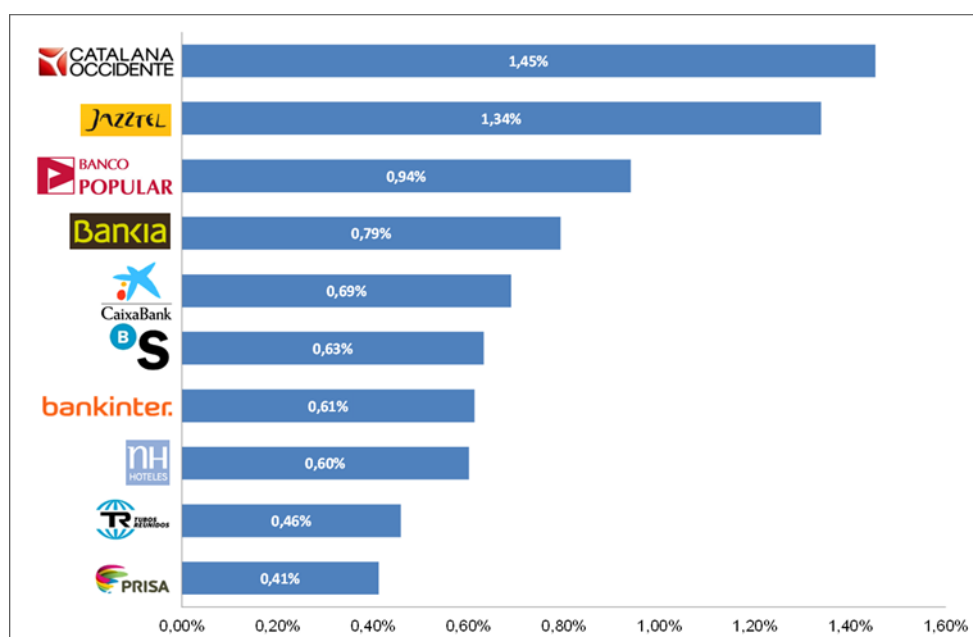
abante

da la vuelta van por detrás de los acontecimientos. Y la magnitud de la crisis que hemos sobrevivido hace, si cabe, este ejercicio de adivinación todavía más difícil. Hoy por hoy, año y medio después de que estuviéramos al borde del rescate, no resulta descabellado pensar en crecimientos del 1,5% de la economía española este año y del 2% para el año que viene.

Sin ánimo de hacer mucho énfasis en la economía mundial, los riesgos de los que venimos hablando últimamente como consecuencia de desaceleración de las economías emergentes con China a la cabeza, hay que matizarlos con el probable mejor comportamiento de las economías desarrolladas, en concreto de dos de las más importantes, Estados Unidos y Alemania. En el entorno actual de tipos de interés reales negativos, pleno o cuasi pleno empleo, subidas de salarios, el mejor comportamiento del consumo de estas dos grandes economías puede ser la sorpresa – las positivas también son sorpresa- del año en curso. Un mejor comportamiento de la demanda interna alemana es algo que por nunca visto no sabemos qué consecuencias puede tener en la economía mundial aunque no es difícil intuir que todas son buenas.

Así las cosas, lo que lo ha hecho bien debería seguir haciéndolo bien a medida que se avanza – ¡y hay que ver cómo!- en el proceso de normalización de la percepción del riesgo; y la recuperación de la economía española coge tracción. La sensibilidad de las cuentas de resultados a una recuperación de la economía más fuerte de lo esperado –escenario que cada día cobra más fuerza- es enorme porque el ajuste realizado los últimos años por el lado de costes se traduce en un enorme apalancamiento operativo.

#### Contribución por valor en el año



En cuanto a la cartera, no se han producido cambios relevantes en el último mes. Continúo viendo más valor en las compañías medianas tanto por una valoración más atractiva como por un mayor apalancamiento a la recuperación del ciclo español. Los flujos de capital avanzan como una mancha de aceite. Primero han empezado por los activos más distressed –bonos e inmobiliario- y ya están empezando a entrar en la renta variable, donde el interés es más de boquilla que de taquilla.

La paulatina recuperación del crédito –dónde lo importante en términos de actividad es el flujo y no el stock- y la salida del letargo de los mercados de capitales, en un entorno en el que las valoraciones absolutas pero sobretodo relativas son muy atractivas, está provocando que se reactive la actividad corporativa. A esto hay que sumar, que la venta forzada de las cajas de sus carteras industriales abre posibilidades que hasta ahora no se podían plantear.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

Las mayores entradas de capital en el inmobiliario, aceleran el proceso de limpieza del balance de la banca española y van a permitir aflorar antes de lo esperado la rentabilidad que subyace en, por así llamarlo, la parte sana del balance.

El mayor riesgo en mi opinión, es que a la velocidad que van las cosas, el entorno de tipos de interés actual, y como los propios movimientos se retroalimentan, las bolsas suban demasiado rápido y la valoración pierda atractivo. En cualquier caso este riesgo tiene fácil cobertura, estar dentro.

**José Ramón Iturriaga**, gestor de Okavango Delta, Kalahari y Spanish Opportunities.

Twitter: [@JRIturriaga](#)

Unience: [JRIturriaga](#)

*Si desea más información sobre estos productos, por favor, haga clic [AQUÍ](#).*



[@abanteasesores](#)



[Abante](#)



[abanteasesores.com](#)

abante)