

Okavango Delta, FI – AGF - Spanish Opportunities

**José Ramón Iturriaga**, gestor de [Okavango Delta](#), [Kalahari](#) y [Spanish Opportunities](#), destaca en su carta que “este es el año de la bolsa española” y considera que “los fundamentales deberían imponerse en 2016”.

Iturriaga escribe que el mercado debe reconocer en los **precios lo que los fundamentales justifican** más que de sobra, pero que el ruido de los últimos tiempos no ha dejado ver. Y señala que las empresas más ligadas a la evolución del ciclo de consumo español se van a beneficiar de la inercia de la **recuperación económica del país**.

El gestor comenta los **riesgos políticos** y dice que “los inversores debemos tener claro que una vuelta atrás en el camino emprendido no es posible. La parte central de las reformas ya está en marcha y los resultados de las mismas van a seguir llegando”. Y añade: “Nuestra economía va a ser una de las que más crezca en toda Europa durante 2016”.

También comenta las **oportunidades de inversión** en el **sector bancario**, en especial en los bancos domésticos españoles, y en el **inmobiliario**, a través de las empresas cotizadas, que tienen los mejores activos.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-Dec-15  
Valor liquidativo 15,986€

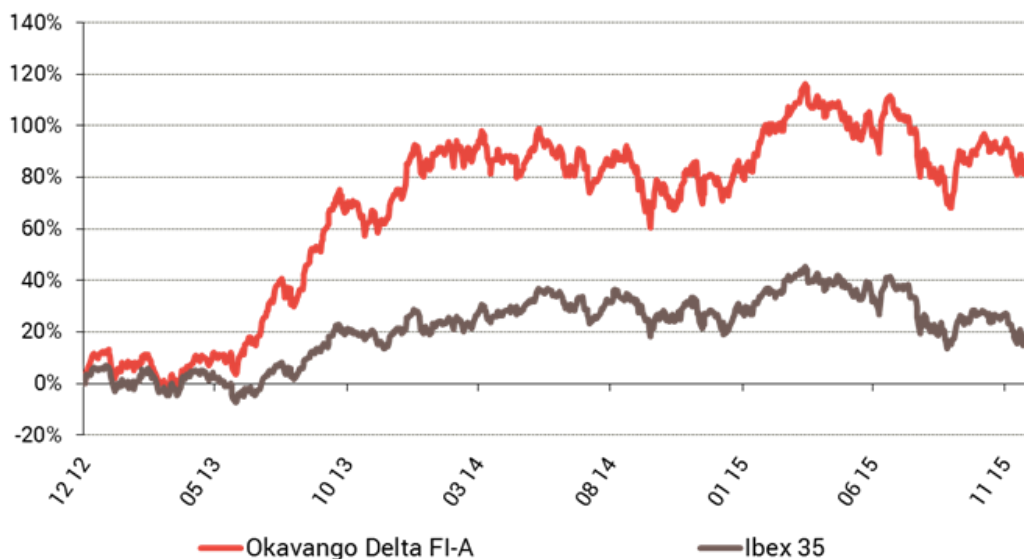
Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2015	4,34%	1,83%	10,89%	3,80%	0,16%	-2,81%	-2,66%	3,15%	-6,68%	-9,04%	11,39%	0,73%	-4,38%
2014	1,16%	6,76%	1,73%	0,80%	-1,93%	1,14%	-1,33%	-0,41%	-0,96%	-0,47%	-3,52%	2,85%	-3,08%
2013	74,93%	6,92%	1,12%	-7,31%	5,80%	4,53%	-0,88%	16,68%	1,22%	16,55%	12,71%	-1,89%	4,61%
2012	1,84%	5,66%	-0,92%	-4,99%	-13,44%	-15,33%	13,49%	-5,55%	11,60%	6,34%	2,66%	-1,08%	8,13%
2011	-18,38%	9,46%	1,95%	-0,41%	3,47%	-2,49%	-3,36%	-6,34%	-12,14%	-8,99%	8,05%	-6,05%	-0,92%
2010	0,92%	-3,46%	-5,72%	13,25%	-0,40%	-11,63%	-2,07%	12,61%	-4,53%	5,16%	3,40%	-12,92%	11,60%

Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en los años 2009, 2010 y 2012



## Carta del Gestor

En el mes de diciembre las bolsas han caído con fuerza. No hay nada concreto a lo que se pueda achacar esta caída. En este mes, **Okavango Delta** ha bajado un 4%, frente al descenso de más de un 8% del Ibex 35. En el año 2015 el fondo se ha revalorizado en un 4,34%, en contraste con el descenso del 7,15% que ha marcado el índice.



Empezando por el final, creo que **este es el año de la bolsa española**. El mercado debe reconocer en los precios lo que los fundamentales justifican más que de sobra, pero que el ruido de los últimos tiempos no ha dejado ver. En tanto que el ruido se reduzca, especialmente en su vertiente política, y el mercado empiece a estar de vuelta, deberíamos ver cómo los activos españoles, y sobre todo la bolsa, lo hacen mucho mejor que el resto de Europa y recuperan parte –sino todo– del terreno perdido. Además, tras dos años en los que apenas ha ofrecido nada, todo apunta a que el 2016 va a ser un año para enmarcar, en el que el único riesgo es que todo suceda muy deprisa y muchos inversores se queden fuera.

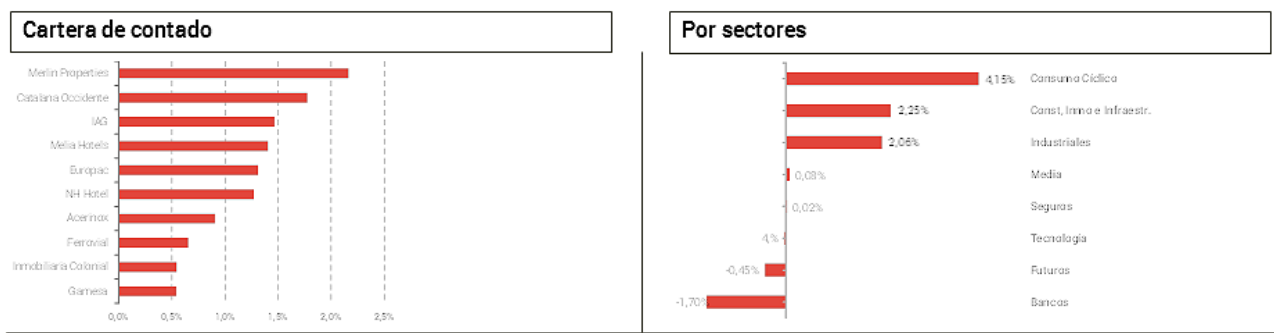
En el caso de nuestro mercado de valores hay, además, otro factor que puede ponernos en boca de todos: la **actividad corporativa**. La valoración de los activos españoles, tanto en absoluto como, sobre todo, en términos relativos, los convierte en candidatos a ser adquiridos por grandes inversores. Lo cual representa una oportunidad. Así, tras haber perdido más de un 7% durante el año pasado y después de varios más con el ruido a todo volumen, **los fundamentales deberían imponerse en 2016**.

Resulta difícil pensar que vayamos a vivir un año más convulso que el anterior. Un compromiso de mínimos entre PP y PSOE es cada vez la solución más probable para la formación de gobierno, aunque, por otra parte, no parece que esa legislatura pudiera durar mucho. Opino que con los importantes retos que el país tiene por delante, esta solución inédita en nuestra joven

democracia es lo mejor que nos podría pasar. Sin duda, muchos de los debates que tenemos abiertos necesitan de una postura común y fuerte por parte de los dos grandes partidos nacionales en busca de consenso y estabilidad. Al final, la aritmética electoral les va a obligar a hacer aquello que los partidos políticos, debido a su falta de miras, no han fomentado hasta la fecha.

En clave autonómica, aunque con consecuencias a nivel nacional, el otro **riesgo político** abierto en España a ojos de los inversores, Cataluña, está cayendo por su propio peso.

Independientemente de que haya nuevo gobierno en la Generalitat, lo rocambolesco de todo el proceso, traca final incluida, ha dejado del todo deslegitimada la iniciativa independentista.



## Movimientos

En el último mes, no se han producido cambios en la cartera.

## Consumo cíclico

Las empresas más ligadas a la **evolución del ciclo de consumo español** se van a beneficiar de la inercia de la recuperación económica del país, a pesar de lo que muchos puedan pensar. Aún con el lastre de la inestabilidad política que nos va a acompañar en el arranque del nuevo año, los inversores debemos tener claro que una vuelta atrás en el camino emprendido no es posible. La parte central de las reformas ya está en marcha y los resultados de las mismas van a seguir llegando. Así, nuestra economía va a ser una de las que más crezca en toda Europa durante 2016, y lo hará con el consumo interno como uno de sus principales motores.

Los **tipos de interés** y los **precios del petróleo** son dos factores externos que está beneficiando tanto a las empresas como a los consumidores. Por otra parte, el ritmo de **creación de empleo** va a seguir siendo fuerte, aumentando a su vez la renta disponible de las familias. Además, hay que sumar el fuerte ritmo de **reducción de deuda** que experimentan los hogares españoles que, coincidiendo con el calendario de amortización hipotecaria, va a continuar liberando muchos recursos para el consumo. La mayor disponibilidad de crédito puede ser la cuadratura del círculo y poco a poco está cogiendo tracción.



Aún seguimos lejos de los niveles de consumo y otras magnitudes propias de un año medio de ciclo. Esto permite pensar en varios años buenos para aquellas empresas cuyas cuentas de resultados están ligadas directa o indirectamente al mismo. El apalancamiento operativo acumulado por las empresas, no recogido en la cotización de los valores ni por asomo, traducirá este crecimiento en importantes incrementos de resultados. Por tanto, no se levanten de su localidad que aún estamos en la primera parte del partido.

## Bancos

Antes de entrar a valorar el retorno del sector, hay que tener clara una premisa: los bancos españoles ya no tienen muertos en el armario que puedan tirar por tierra la rentabilidad, sea cual sea. Por otro lado, resulta innegable que las cuentas de resultados de las entidades financieras no brillan con el esplendor que nos gustaría. Sin embargo, esto se debe al peso de la cartera antigua, de cuando en España se daban hipotecas por doquier con diferenciales muy estrechos.

Levantando un poco la cabeza, se puede comprobar cómo las nuevas concesiones de créditos y préstamos ofrecen mejores rentabilidades. Además, en el contexto económico actual resulta razonable pensar que los márgenes actuales no están en riesgo. Por lo tanto, los **bancos domésticos españoles**, que cotizan por debajo de su valor en libros, con rentabilidades razonables a la vuelta de la esquina y una más que probable última vuelta de tuerca en el proceso de concentración del sector, parecen una buena opción para invertir el año que viene.

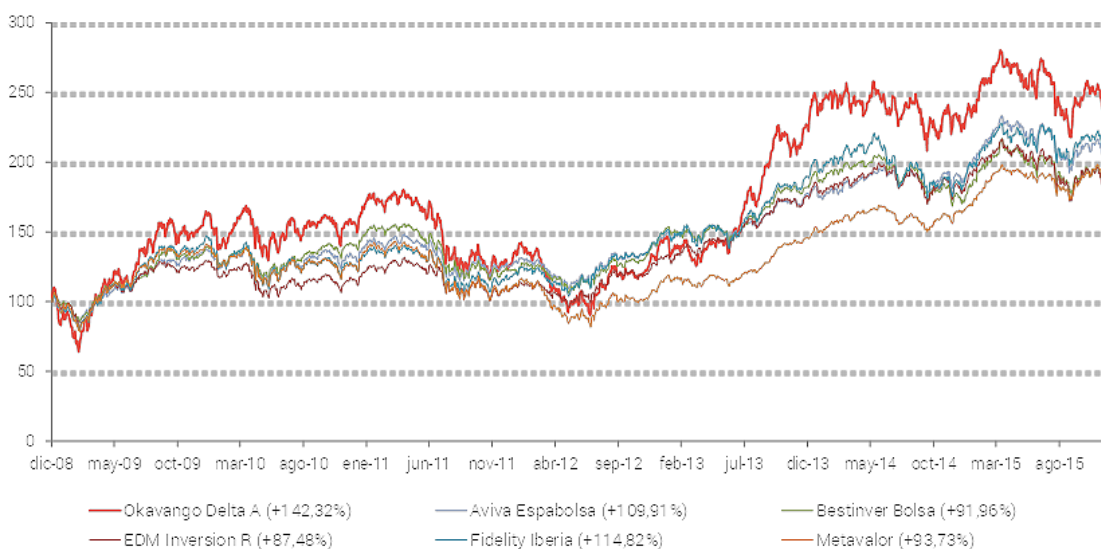
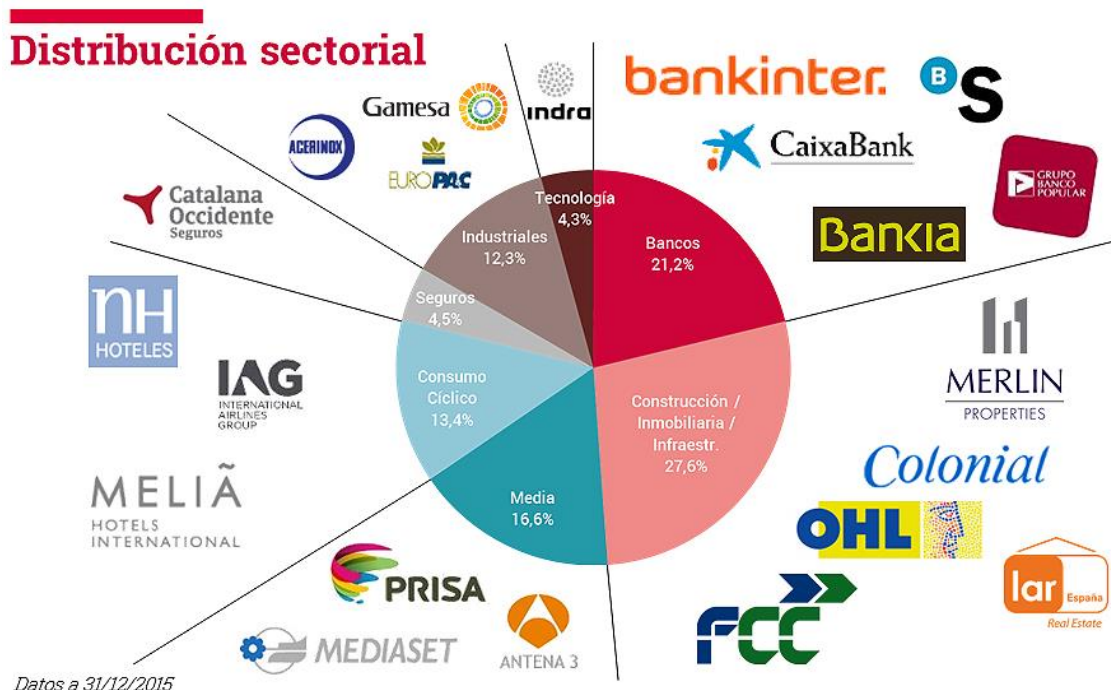
## Inmobiliario

Si analizamos el comportamiento del precio de, por ejemplo, las **oficinas prime** en el conjunto de Europa, España es uno de los países que menos ha recuperado, siendo a su vez uno de los más castigados durante la crisis económica. De hecho, la recuperación en precios no ha hecho nada más que empezar y está muy lejos de las cifras de 2007. Por otra parte, las rentas de las oficinas están empezando a recuperar. Y, quizás más importante, los niveles de ocupación están acercándose a los que históricamente marca la recuperación en precios.

Los tipos de interés han llevado a mínimos históricos de rentabilidad al inmobiliario en toda Europa. Y seguramente debamos acostumbrarnos, pues todo apunta a que permanecerán estables durante mucho tiempo. En tanto que el coste financiero permanezca bajo a largo plazo, el retorno financiero que los inversores exigen a las inversiones es cada vez menor. Esto ha provocado que el precio, medido en términos de rentabilidad, esté prácticamente en mínimos sin ser descartable que se sigan comprimiendo.

La suerte de los inversores en bolsa es que hay algunas **buenas compañías inmobiliarias cotizadas** en España. Así, invertir en inmobiliarias cotizadas representa una muy buena forma

de jugar la recuperación del sector. Ellas tienen los mejores activos y previsiblemente serán las que primero recojan la recuperación en precios y en rentas. Además, algunas de estas cotizadas no tienen accionistas de control, por lo que pueden ser objeto de deseo en los próximos meses. Hablamos de uno de los sectores más atractivos de Europa.



Y un mes más quedo a su disposición para lo que puedan necesitar.

Gracias por su confianza otro año más, les deseo un gran 2016.

José Ramón Iturriaga

Información a													jueves, 31 de diciembre de 2015	
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%	11,68%	-1,35%	4,05%	52,97%	
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%	
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%	12,71%	-1,89%	4,61%	74,93%	
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%	
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%	6,68%	-0,68%	1,69%	33,34%	
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%	
Otros índices														
2015	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	AÑO	
Ibex 35	1,20%	7,45%	3,07%	-1,18%	-1,47%	-3,99%	3,82%	-8,24%	-6,81%	8,38%	0,25%	-8,11%	-7,15%	
Eurostoxx 50	6,52%	7,39%	2,73%	-2,21%	-1,24%	-4,10%	5,15%	-9,19%	-5,17%	10,24%	2,58%	-6,81%	3,85%	
S&P 500 (\$)	-3,10%	5,49%	-1,74%	0,85%	1,05%	-2,10%	1,97%	-6,26%	-2,64%	8,30%	0,05%	-1,75%	-0,73%	
MSCI World (€)	5,22%	6,32%	2,55%	-2,09%	2,26%	-4,02%	2,59%	-8,11%	-3,49%	8,96%	3,89%	-4,59%	8,34%	

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: @JRIIturriaga](#)