

Okavango Delta, FI – AGF - Spanish Opportunities

José Ramón Iturriaga, gestor de [Okavango Delta](#), [Kalahari](#) y [Spanish Opportunities](#), escribe en su carta mensual sobre la evolución de los mercados tras las **elecciones en Estados Unidos** y el **referéndum constitucional en Italia**. Y afirma: “Son el mejor indicador de que el mercado ha pasado página en lo que a magnificar las consecuencias de cualquier evento se refiere. Parece que la emocionalidad del mercado se ha relajado un par de puntos”.

El gestor comenta, por otra parte, la **evolución del fondo en noviembre**, que se ha visto perjudicada por cuestiones puntuales, “por temas concretos que, en mi opinión, no afectan al valor fundamental de estas compañías”.

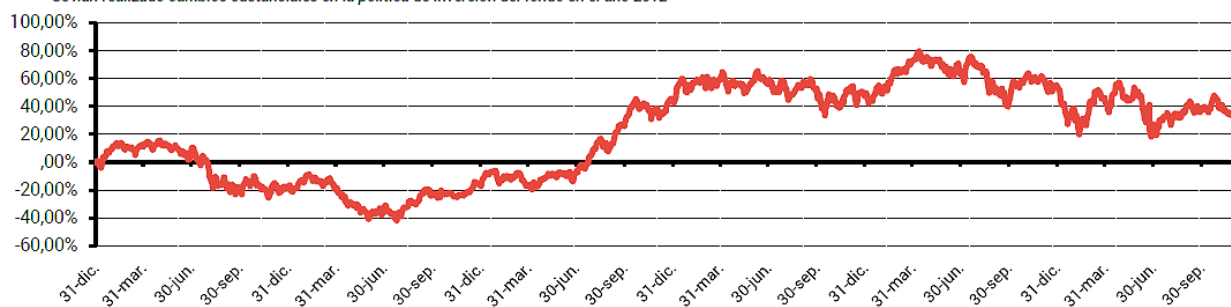
Iturriaga destaca que “más allá de lo que pueda ser el comportamiento de los mercados en un mes concreto, **la música de fondo cada día que pasa es mejor para los activos españoles**. La estabilidad política, la macro, la micro, las valoraciones... Todo se ha alineado para que entre por la puerta grande al radar del inversor internacional. Es cuestión de tiempo. No sé de cuánto. Sólo sé que me pillaré invertido”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-Nov-16
Valor liquidativo 14,023€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2016	-12,28%	-9,91%	-2,03%	6,39%	6,43%	-2,30%	-17,16%	7,87%	2,95%	-0,18%	5,05%	-6,86%	
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%

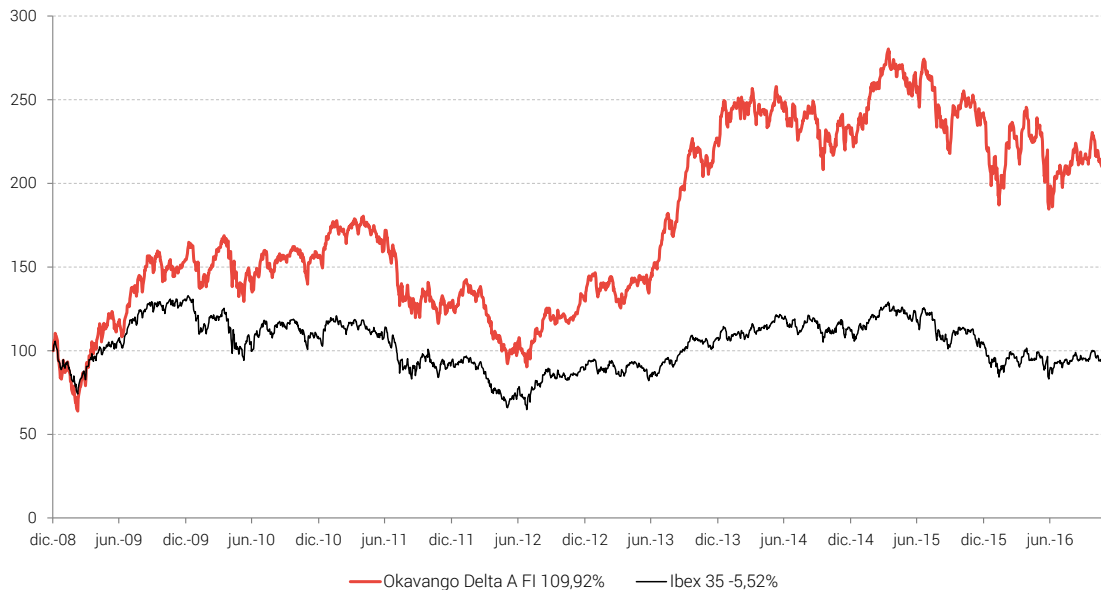
Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2012



Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2012

Carta del gestor

El comportamiento de las bolsas en noviembre ha sido muy dispar. La estadounidense ha marcado nuevos máximos y en las europeas ha habido un poco de todo. La española ha sido de las peor paradas por la caída de las compañías de perfil más defensivo o *bond proxy* y las expuestas a Latinoamérica.



La victoria de Donald Trump en Estados Unidos, visto con algo de perspectiva, ha sido solo un paréntesis en el movimiento de fondo de los mercados, que no es otro que poner en precio algo de más de crecimiento e inflación con lo que eso supone para las bolsas y, sobretudo, la renta fija. Cabe destacar la reacción de los mercados al resultado de las elecciones estadounidenses y, en menor medida, al referéndum italiano de hace pocos días: son el mejor indicador de que el mercado ha pasado página en lo que a magnificar las consecuencias de cualquier evento se refiere. Parece que la emocionalidad del mercado se ha relajado un par de puntos –dejando atrás periodos de enajenación-, lo que, lógicamente, es bueno porque los fundamentales recuperan algo de protagonismo, perdido en los últimos tiempos.

Y en esa vuelta a los fundamentales, España brilla con luz propia. Tras varios años en los que no hemos dejado un charco sin pisar, siendo el epicentro, o al menos protagonista importante, de todos los terremotos que hemos sufrido en los últimos años, que no hace falta recordar han sido muchos. Hoy, tras haber sufrido la recesión más severa de su historia, España crece por tercer año consecutivo por encima del 3% -el doble que Estados Unidos o Alemania, el triple que Francia o Italia-. Crecimiento que, por primera vez en cuarenta años, no viene de la mano de la construcción, lo que es el mejor contraste del cambio de modelo que se ha producido en España. Y crecimiento que se está trasladando de forma exponencial a la cuenta de resultados de las compañías, por el efecto de un apalancamiento operativo sin precedentes –como la crisis- de las mismas. Y como guinda, la estabilidad política: de ser el país que quitaba el sueño

al mundo por los riesgos del populismo, a ser un oasis de moderación en absoluto y desde luego en relativo.

Noviembre ha sido un mes malo para la cartera. A pesar de que el sesgo a financieras y ciclo hace que esté muy bien preparada para recoger el *reflation trade*, una serie de hechos puntuales e inconexos han penalizado el comportamiento de distintos valores con peso importante en la cartera.

Por un lado, en el sector inmobiliario, el repunte de la curva de tipos de interés ha penalizado a Merlin que es uno de los principales valores del fondo. En la evolución del sector inmobiliario europeo ha pesado el movimiento de la curva de tipos. Así, Merlin ha caído en línea con el resto del sector en Europa. Sin embargo, la principal diferencia en el caso de la española es que su valoración no se había beneficiado como el resto de comparables europeas. Mientras que las estas últimas cotizan con prima sobre valor de tasación de sus activos, en el caso de las españolas continúan con abultados descuentos en un momento de ciclo en el que se hubieran justificado cotizar por encima de las europeas.

Por lo tanto, si bien en teoría las inmobiliarias se pueden ver lastradas por cierta normalización de los tipos de interés, mi tesis es que antes se han tenido que beneficiar. No ha sucedido así en el caso de las españolas, sobre las cuales han pesado más las dudas políticas que el entorno de tipos de interés. En cualquier caso, como ya se ha podido ver en las últimas semanas, el atractivo por valoración es tan evidente que se han desatado las operaciones corporativas en el sector. Colonial ha comprado un 15% de la socimi Axiare porque encuentra más atractivo invertir en el holding directamente que en el subyacente. En la misma situación se encuentra Pimco, que ha tratado de aumentar su participación en Lar España hasta un 30% con operaciones fuera de mercado, con escaso éxito por el momento.

Otro de los valores importantes en la cartera que ha lastrado la rentabilidad del fondo en este periodo ha sido Prisa. Paradójicamente las noticias que se han conocido en los últimos días han sido muy positivas. Recientemente, la compañía anunció a través de un hecho relevante en la CNMV que había iniciado el proceso de venta de Santillana. Hasta entonces se podía dudar de cuál iba a ser el planteamiento de la compañía en lo que a la enajenación de activos se refiere. Hoy no hay duda. El proceso se ha lanzado y, en función del precio que consigan la valoración del grupo con el nuevo perímetro, puede ser muy superior al precio al que cotiza en el mercado. Tendremos noticias pronto. Sin embargo, desde que se ha conocido la noticia, el precio con muy poco volumen ha sufrido una notable caída.

Otra compañía que podemos enmarcar en el cajón de historia de restructuración es Indra. El comportamiento en el último mes quizá sea un buen termómetro del momento de mercado en el que estamos inmersos. Coincidiendo con la publicación de resultados del tercer trimestre, una mala interpretación de la presentación de resultados llevó a que determinados agentes del mercado lo leyeran como que no iban a cumplir con los objetivos que se habían marcado en el plan estratégico. Nada más lejos de la realidad. Sin embargo, el precio recogió los rumores – con una caída de más del diez por ciento en un día- y pasó totalmente por alto el desmentido categórico de la compañía-. El mercado es así. No merece la pena tratar de comprenderle.

OHL también ha caído con fuerza en noviembre. No hay nada nuevo –más allá de una revisión del *rating* por parte de alguna agencia- que me haga cambiar de opinión sobre el compromiso del nuevo equipo directivo con el plan de desinversión, rotación de activos y desapalancamiento. De la misma manera que ha caído, cualquier anuncio puede hacer que recupere las pérdidas igual de rápido.

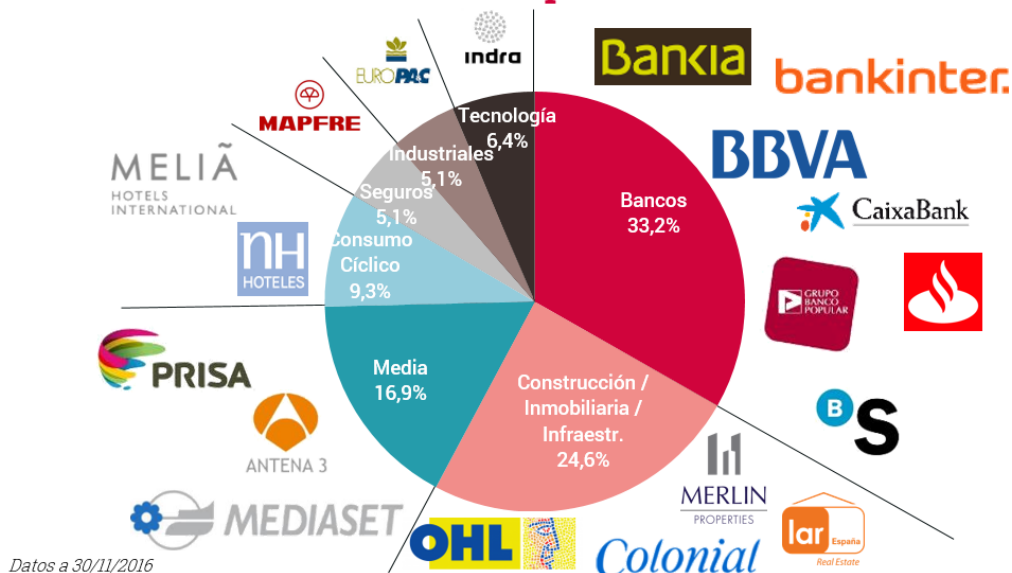
A lo anterior habría que sumar el mal comportamiento de Popular, que en el mes ha vuelto a ser el triste protagonista por todos los dimes y diretes sobre los enfrentamientos en su consejo. Como es sabido, se ha saldado finalmente con la salida de Ángel Ron, lo que en clave de precio de la acción, el mercado ha recogido de forma positiva.

En definitiva, el mal comportamiento de noviembre es exclusivamente achacable a temas concretos y que, en mi opinión, no afectan al valor fundamental de estas compañías. Todo lo contrario. Movimientos como el del pasado mes en fondos concentrados como los que gestiono son posibles, pero poco habituales. Es probable, y lo hemos visto en el pasado, que de la misma forma que ha corregido, recupere.

Movimientos

En el mes pasado no se han realizado cambios sustanciales en las carteras de los fondos. He aprovechado caídas en algunos valores concretos –Indra, Popular y OHL-, achacables más a sobrerreacciones de mercado que a nada fundamental como acabamos de ver, para incrementar mi exposición a los mismos.

Distribución sectorial – 19 compañías



Visión de mercados

Más allá de lo que pueda ser el comportamiento de los mercados en un mes concreto, la música de fondo cada día que pasa es mejor para los activos españoles. La estabilidad política, la macro, la micro, las valoraciones... Todo se ha alineado para que entre por la puerta grande al

radar del inversor internacional. Es cuestión de tiempo. No sé de cuánto. Sólo sé que me pillaré invertido.

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

Información a													miércoles, 30 de noviembre de 2016	
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%	
2016	-9,78%	-2,16%	6,38%	6,55%	-2,50%	-16,67%	7,88%	2,72%	-0,27%	4,90%	-6,59%		-11,97%	
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%	
2016	-9,91%	-2,03%	6,39%	6,43%	-2,30%	-17,16%	7,87%	2,95%	-0,18%	5,05%	-6,86%		-12,28%	
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%	
2016	-4,87%	-1,19%	3,77%	3,27%	-1,04%	-9,30%	3,72%	1,39%	0,10%	2,39%	-3,98%		-6,44%	
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%	5,19%	1,51%	0,72%	4,14%	-4,98%		-8,97%	
Eurostoxx 50	-6,81%	-3,26%	2,01%	0,77%	1,16%	-6,49%	4,40%	1,08%	-0,69%	1,77%	-0,12%		-6,61%	
S&P 500 (\$)	-5,07%	-0,41%	6,60%	0,27%	1,53%	0,09%	3,56%	-0,12%	-0,12%	-1,94%	3,42%		7,58%	
MSCI World (€)	-5,68%	-1,37%	1,57%	0,86%	3,12%	-1,07%	3,47%	0,27%	-0,54%	0,45%	4,63%		5,44%	

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 7 de diciembre 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.