

Okavango Delta, FI – AGF - Spanish Opportunities

**José Ramón Iturriaga**, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, comienza su carta mensual comentando que junio ha sido un **mes complicado en la renta variable española**, entre otras cuestiones, por la intervención del Banco Popular.

Sin embargo, el gestor señala que los **datos macro que se van conociendo son buenos**, “cada uno mejor que el anterior” e insiste en la importancia de que la salida de la crisis se haya hecho con un cambio de modelo productivo. También destaca que el **ciclo de beneficios de las empresas “está cogiendo tracción”** y en 2017 “la recuperación es generalizada”. Iturriaga analiza las claves por lo que esto es así.

Por otra parte, comenta que le sorprende que se califique ya al mercado de complaciente. En su opinión, “tal vez en algún otro mercado o en otros activos puede que estemos cerca del punto de complacencia, pero desde luego que no sucede en la renta variable europea ni, mucho menos, en la bolsa española”.

Iturriaga explica también los últimos **cambios que ha realizado en cartera**. Ha comprado Gestamp, Gamesa y Neinor Homes. Además, ha acudido a la salida a bolsa de Unicaja. Y ha vendido Acciona.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-jun-17  
Valor liquidativo 16,201€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2017	5,43%	1,47%	2,23%	7,70%	0,90%	0,06%	-6,53%						
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%
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%

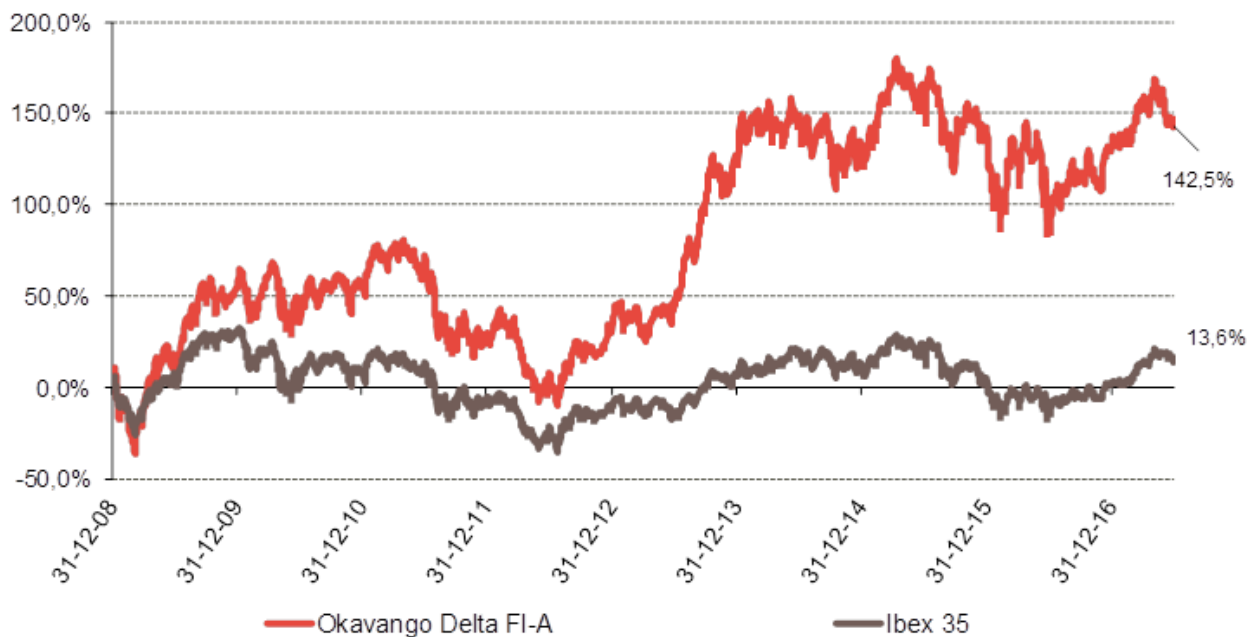
Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2012



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

## Carta del gestor

Mes complicado en renta variable española. A la intervención del Banco Popular hay que sumar el contagio del resto de bancos y compañías apalancadas, lo que ha llevado a que el índice español se sitúe entre los que peor comportamiento relativo ha tenido en el periodo. En cualquier caso, el Ibex 35 sigue siendo el índice que mejor evolución registra en lo que llevamos de año. Y, lo más importante, mirando hacia adelante, se dan las circunstancias para que también sea el mercado que mejor lo haga a futuro.



Cada dato macro que se conoce resulta mejor que el anterior y sorprende incluso a los más optimistas. A estas alturas del año, sabemos con certeza que 2017 va a ser el cuarto ejercicio consecutivo de recuperación y el tercero con un crecimiento de la economía superior al 3%. Así, España el país del G20 que más crece. Además, este crecimiento es mucho más sólido, sano y tiene más recorrido que el de etapas anteriores. Es la primera vez en los últimos cuarenta años que salimos de una recesión sin que la construcción sea el sector protagonista, lo que, probablemente, mejor demuestra el cambio de modelo productivo que se ha producido en nuestra economía durante los últimos tiempos. Crecer con superávit por cuenta corriente -básicamente como crecen los alemanes- es algo inédito en nuestra historia y pone de relieve las importantes ganancias de competitividad de los últimos años.

Con respecto a la micro, las empresas, el ciclo de beneficios está cogiendo tracción. Tras unos primeros años de recuperación en los que, con diferencias por sectores, los ingresos han permanecido más o menos estables, en 2017 la recuperación es generalizada. Las claves con las compañías más expuestas al ciclo de consumo son dos: (1) entender que aún estamos lejos de un año normal medio de ciclo económico y (2) el impacto que la normalización del ciclo de ingresos supondrá en las cuentas de resultados gracias al apalancamiento operativo que han acumulado. La tardanza en la recuperación del ciclo se debe fundamentalmente a la profundidad de la recesión y a



factores exógenos que han tenido a los agentes del mercado con el brazo encogido. En condiciones normales de mercado -que no son las que hemos tenido estos últimos años- el ciclo de capex, las importaciones o las subidas de rentas de alquiler, por ejemplo, hubieran ido más rápido de lo hemos observado. Tenemos por delante varios años en los que la propia tracción de los beneficios empresariales debería traducirse en mejores resultados. Tras varios años en las peores circunstancias, resulta difícil anticipar lo que el viento de cola sostenido supone para los resultados empresariales.

Además, tanto la subida de la bolsa, como la forma en la que lo está haciendo, han cogido al mercado con el pie cambiado. El volumen de la bolsa española, pese a ser la que mejor comportamiento ha tenido en lo que llevamos de año, no ha sido como para escribir a casa. Aunque quizá sea algo menos cuantificable lo que mejor define la actual situación. Son muchos los que ya empiezan a calificar al mercado como complaciente. Y me sorprende que pensemos que podemos estar ya en un punto de indolencia en el que los inversores se dejan llevar por la euforia y recaemos en el error de pensar que este ciclo es distinto -por mejor- y minusvaloramos los riesgos. Sin duda llegaremos a esta situación, pero me resulta muy complicado pensar que ya nos encontremos ahí, cuando hace poco estábamos hablando de la posibilidad de ruptura del euro o del riesgo de radicalización política en algunos países desarrollados -incluido España, desde luego-. Tal vez en algún otro mercado o en otros activos puede se esté cerca de ese punto, pero desde luego que no sucede en la renta variable europea ni, mucho menos, en la bolsa española, que ha vuelto al radar del inversor internacional hace apenas dos días.

Con sus idas y venidas, lo razonable es que los próximos años disfrutemos de un mercado alcista. Los fundamentales lo justifican de sobra y el escepticismo reinante, herencia de tantos años duros, también. Se nos han olvidado porque llevamos mucho tiempo sin disfrutar de una las sensaciones de un *bull market*. Hay algunas generaciones de las que se han incorporado últimamente a este negocio que no lo han vivido nunca. Toca disfrutar, el tiempo de los *Casandras* está por detrás.

## Cartera

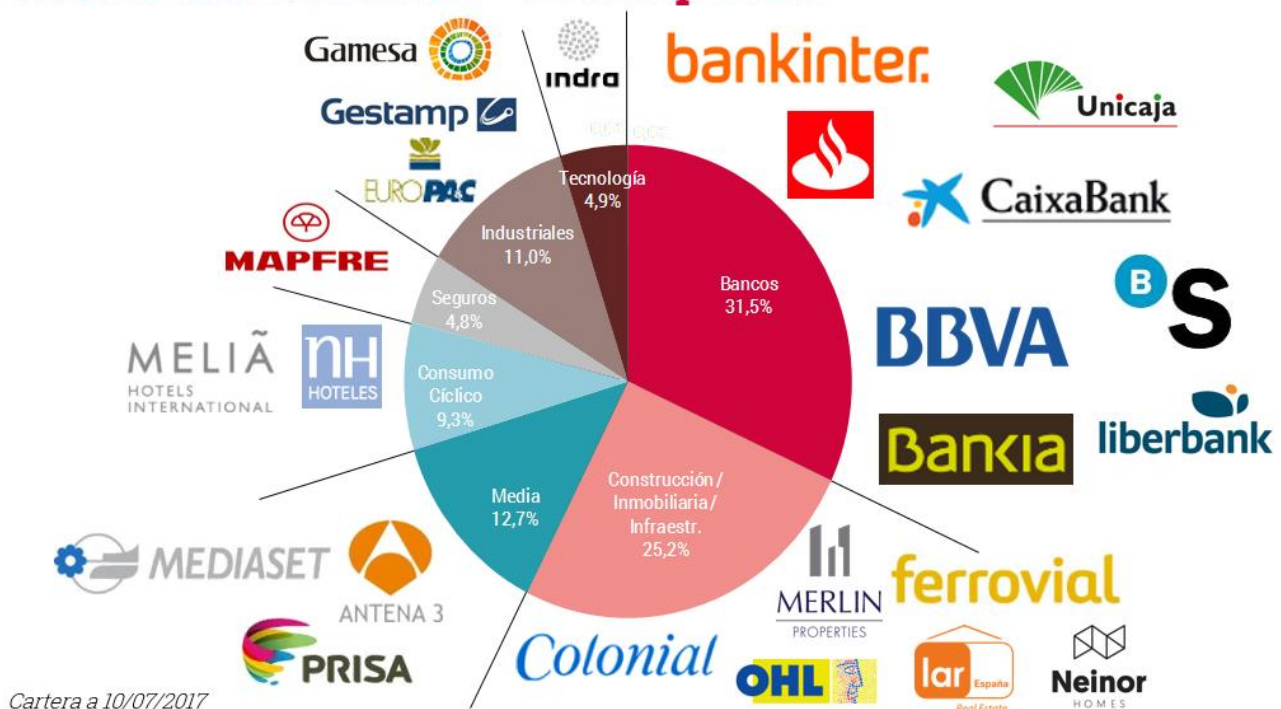
En lo que respecta a la cartera, en el último mes hemos hecho algunas modificaciones que inciden más en la visión de mercado que mantenemos desde hace algún tiempo.

Por un lado, aprovechando las caídas que han sufrido algunas de las compañías más expuestas al ciclo internacional en los últimos tiempos (una consecuencia del descanso que se ha tomado el *reflation trade*), he comprado Gestamp y Gamesa. Son dos empresas de enorme calidad, líderes en sus respectivos sectores, que hemos podido meter en la cartera con valoraciones muy razonables.

Con respecto al sector inmobiliario, en las últimas semanas hemos incrementado la exposición que ya teníamos, incluyendo la única compañía cotizada que es un jugador de nicho del mercado residencial: Neinor Homes. Neinor es una promotora inmobiliaria española con fuerte exposición a los mercados que están liderando la recuperación del residencial -Costa del Sol, Madrid, Barcelona y País Vasco- en los que la oferta empieza a escasear. La rápida mejora de la demanda residencial unida a la escasa oferta en los mercados en los que la compañía tiene exposición, la convierten en una empresa con la clara ventaja de ser la primera en entrar. Va dos pasos por delante del resto para sacar partido de lo que ya es una realidad: la recuperación del residencial en España.



## Distribución sectorial – 24 compañías



Con respecto a los bancos, también en las últimas semanas hemos acudido a la salida a bolsa de Unicaja. La psicosis que propició la intervención del Banco Popular ha provocado que el banco malagueño se haya estrenado en el mercado con una valoración muy atractiva. Merece la pena enfatizar que la salida a bolsa ha sido prácticamente suscrita por inversores internacionales, lo que refuerza mi opinión de que es un sector todavía muy controvertido, con un gran diferencial entre el valor y precio. Se trata, sin ninguna duda, del sector que más se va a beneficiar de las tendencias que se están imponiendo en el mercado: normalización de los tipos de interés, recuperación del residencial, última vuelta de tuerca del proceso de consolidación y recuperación del ciclo económico.

Por el lado de las ventas, en los últimos días hemos sacado de cartera Acciona, fundamentalmente, por el ruido que ha surgido de forma inesperada respecto a la sostenibilidad del marco regulatorio. Es un melón que no sabemos bien por qué han decidido abrir tan pronto -la revisión del marco regulatorio tocaba a finales de 2019-, pero cuya modificación, lógicamente, afecta a la valoración de la compañía. Así, preferimos permanecer fuera del valor hasta tener una idea más clara de cómo pueden quedar las cosas.

### Visión de mercado

Estamos en los primeros compases de un *bull market* en España. Una vez que se han enterrado los miedos políticos, los fundamentales comienzan a imponerse y en el caso de la bolsa española brillan con luz propia.



Tengo la convicción de que la cartera actual guarda un gran potencial, que se irá realizando a medida que los miedos se asienten y el escepticismo actual abra paso a una visión más constructiva. En cualquier caso, estamos en la primera parte de este movimiento y tenemos por delante un periodo más o menos largo de subidas en la bolsa.

Información a: **miércoles, 31 de mayo de 2017**



### AGF - Spanish Opportunities

*Domingo 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	5.81%	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%	3.45%	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%	9.49%	-3.61%
2017	1.46%	2.17%	8.41%	0.85%	0.00%								13.33%

### Okavango Delta FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2009	-9.59%	-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%	-2.65%	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%	9.58%	-3.87%
2017	1.47%	2.23%	7.70%	0.90%	0.06%								12.79%

### 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%	-2.95%	-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%	4.37%	-2.35%
2017	0.55%	0.80%	3.23%	-0.10%	-0.11%								4.40%

### Otros índices

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2017													
Ibex 35	-0.39%	2.58%	9.50%	2.42%	1.53%								16.34%
Eurostoxx 50	-1.82%	2.75%	5.46%	1.68%	-0.14%								8.03%
S&P 500 (\$)	1.79%	3.72%	-0.04%	0.91%	1.16%								7.73%
MSCI World (€)	-0.11%	4.33%	0.16%	-0.48%	-1.44%								2.39%

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 10 de julio de 2017 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.