

Okavango Delta, AGF- Spanish Opportunities

José Ramón Iturriaga, gestor de **Okavango Delta**, **Kalahari** y **Spanish Opportunities**, explica en su carta que en marzo ha continuado la normalización de la percepción de los distintos riesgos que “han mantenido atenazado al mercado en los últimos tiempos”. El fondo acumula en el año un 1,9% frente al 8,2% del Ibex.

Un comportamiento que se explica, tal y como señala el gestor, por cómo los temores macro y la percepción del riesgo geopolítico han polarizado las valoraciones, provocando que las compañías que se perciben más sensibles al ciclo, como las que tiene en cartera, coticen a “múltiplos ridículos”. “Lo lógico es que este comportamiento se revierta a medida que se normalice la percepción de riesgo”, señala. Por otra parte, dedica unas líneas a comentar algunos de los valores de su cartera, como Neinor Homes o Prisa, entre otras.

Iturriaga destaca en su carta, tras analizar los factores que han preocupado al mercado, la fortaleza de la economía española. “Crecimiento económico diferencial y, además, fundamentado en pilares mucho más sólidos que en el pasado nos permiten ser optimistas, tanto en la duración como en la calidad del ciclo económico en el que estamos inmersos. Crecemos más que los demás y crecemos mejor”, afirma. En su opinión, el mercado se ha pasado de frenada.

Y concluye subrayando que durante el primer trimestre del año han coincidido varios factores que han lastrado el comportamiento del fondo. Ahora bien, a medida que continúe la progresiva normalización de la percepción de los distintos riesgos que ya hemos visto en las últimas semanas, el fondo debería recuperar con creces el terreno perdido.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 29-mar-19
Valor liquidativo 14,558€

	Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2019	1,65%	4,04%	1,75%	-3,97%									
2018	-11,52%	6,04%	-1,35%	-1,33%	6,17%	-5,22%	0,93%	2,95%	-4,22%	0,07%	-10,50%	2,13%	-6,43%
2017	5,32%	1,47%	2,23%	7,70%	0,90%	0,06%	-6,53%	2,70%	-2,35%	-0,60%	-0,13%	-0,75%	1,10%
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%

Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2015



Carta del gestor

Durante el mes de marzo, la percepción de los distintos riesgos que han mantenido atenazado al mercado en los últimos tiempos ha continuado su normalización. Se cierra así un primer trimestre en el que el fondo ha subido un 1,9%, frente al 8,2% del Ibex 35.



En las últimas semanas se están empezando a disipar las dudas sobre el alcance de la desaceleración económica, motivo principal de la fuerte caída de las bolsas en la última parte de 2018. La economía se ha desacelerado, no hay dudas sobre ello, pero no estamos a las puertas de una recesión comparable a la anterior ni por asomo. Puede ser que la frenada de la actividad industrial como consecuencia de la guerra comercial, la caída en la producción de coches por los cambios en los parámetros de emisiones y algún otro factor, se traduzcan en crecimientos inferiores al potencial por un periodo más largo del estimado inicialmente.

Ahora bien, la ausencia de burbujas de valoración -más allá de los bonos- y la mejora significativa del apalancamiento en el sector privado hacen imposible que se repita una situación como la de 2008 y siguientes, que es lo que el mercado parece estar poniendo en precio. Resulta difícil imaginar que una economía como la alemana, con pleno empleo, sueldos subiendo por encima del 3%, tipos de interés reales negativos y sin problemas de apalancamiento, pueda entrar en recesión.

Y en este entorno de desaceleración generalizada, hay que destacar la fortaleza de la economía española. Crecimiento económico diferencial y, además, fundamentado en pilares mucho más sólidos que en el pasado, son elementos que permiten ser optimistas, tanto en la duración como

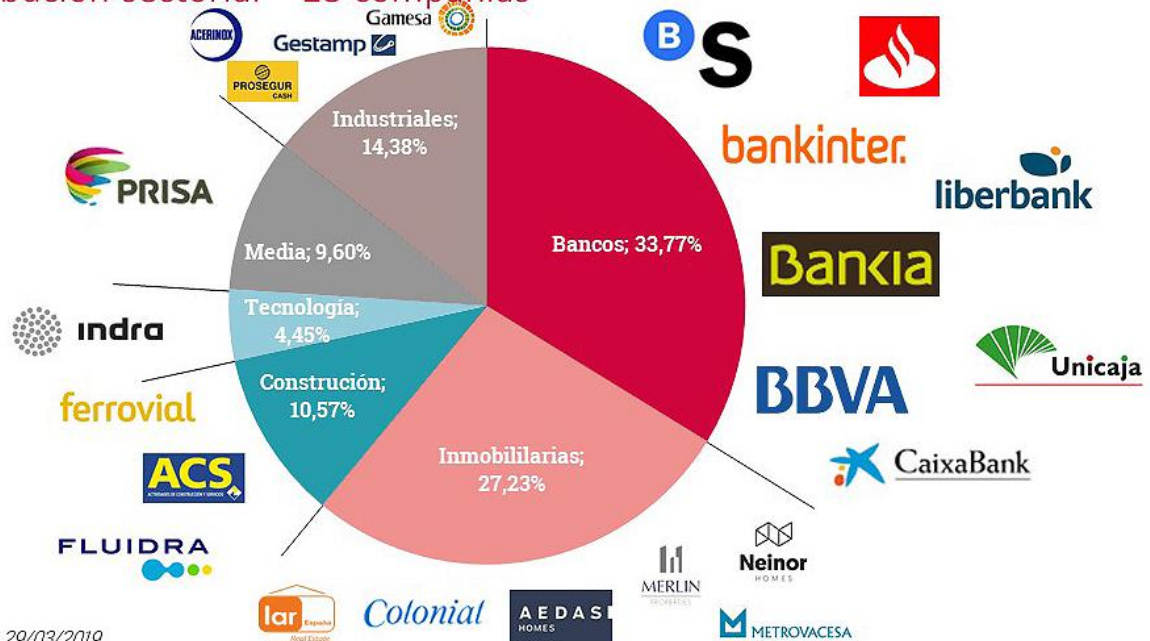
en la calidad del ciclo económico en el que estamos inmersos. Crecemos más que los demás y crecemos mejor.

En lo que respecta a las bolsas europeas, y en concreto a la española, los temores macro y la percepción de riesgo geopolítico -Brexit, Italia- han polarizado las valoraciones. Por un lado, las compañías con más previsibilidad de flujos de caja -eléctricas, farmacéuticas o infraestructuras- cotizan en la parte alta del rango de su valoración histórica, lo que resulta del todo lógico en el nuevo entorno de tipos de interés. Y, por otro lado, las compañías que se perciben más sensibles al ciclo -hoteles, componentes de automóviles, socimis, promotoras, bancos-, que cotizan a múltiplos ridículos. En la medida que se vayan disipando los miedos, tanto geopolíticos como macroeconómicos, estas son las compañías que mejor deberían comportarse.

Cartera actual

El comportamiento de la cartera en este primer trimestre no ha sido bueno por las razones explicadas anteriormente. Como ha ocurrido muchas veces últimamente, el mercado se ha pasado de frenada y lo lógico es que este comportamiento se revierta a medida que se normalice la percepción de riesgo. Las valoraciones rayan lo absurdo y no deberían mantenerse así mucho más tiempo.

Distribución sectorial – 23 compañías



Cartera a 29/03/2019

Por ejemplo, no tiene sentido que la banca cotice prácticamente a los mismos múltiplos a los que hizo en el peor momento de la crisis del euro (2012) o en el punto álgido de la crisis financiera de 2008.

También resulta difícil de entender que el sector inmobiliario -socimis y promotoras- coticen con descuentos sobre los valores de tasación, cuando las operaciones que se están llevando a cabo en el mercado se encuentran por encima de esas cifras. Las razones solo pueden ser de índole macroeconómico en un momento en el que las estrategias *top down* tienen mucho predicamento.

En lo que respecta al *profit warning* (advertencia relevante sobre los resultados de la compañía) de Neinor Homes, no por esperado ha dejado de impactar en el mercado. El recorte ha sido mayor de lo esperado y ha puesto en entredicho la credibilidad tanto de la compañía como del sector. En el caso concreto de Neinor, la pésima gestión de las expectativas y unas nuevas estimaciones muy conservadoras han sido mal recibidas por el mercado.

Sin embargo, la valoración es clara: los problemas no son achacables al ciclo promotor -cuyas perspectivas son difícilmente mejorables-, sino exclusivamente operativos, lo que modifica muy poco la valoración de estas compañías. Sin embargo, los precios a los que cotizan en el momento actual del ciclo promotor descuentan, con mucho, el calvario que están sufriendo para poner en marcha la fábrica. Van a terminar alcanzando la velocidad de crucero porque muchos de los cuellos de botella a los que se han enfrentado en el inicio son subsanables a medida la rueda empiece a girar.

Importa también destacar la exitosa ampliación de capital de Prisa para comprar las acciones de los minoritarios de Santillana a un precio muy atractivo. Esta operación ha servido, entre otras cosas, para que la comunidad inversora vuelva la mirada a, quizá, una de las historias de reestructuración más importantes y exitosas de la bolsa española en los últimos años. Hoy, tanto la deuda como los problemas de gobierno corporativo o la falta de gestión son cosas del pasado. Prisa es la compañía editorial educativa líder en habla hispana en el tramo de educación obligatoria (de 4 a 16 años) y tiene exposición a los mercados con mayor potencial de crecimiento en la inversión por alumno. Además, se trata de un negocio en el que la digitalización se está traduciendo en clara expansión de márgenes. Todo ello, por el momento, no está reflejado en las cotizaciones, pero tarde o temprano lo hará.

Visión de mercado

Durante el primer trimestre del año han coincidido varios factores que han lastrado el comportamiento del fondo. Ahora bien, a medida que continúe la progresiva normalización de la percepción de los distintos riesgos que ya hemos visto en las últimas semanas, el fondo debería recuperar con creces el terreno perdido.

La valoración está fuera de toda duda y aunque entiendo las razones de su peor comportamiento, no las comparto. Y, más importante aún, no creo que sean sostenibles en el tiempo.

Un mes más quedo a su disposición.

Rentabilidad FIs de Abante

Información a: viernes, 29 de marzo de 2019



AGF - Spanish Opportunities

*Comienzo 8/03/13	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2018	6,57%	-1,47%	-1,43%	6,66%	-5,82%	1,07%	3,15%	-4,68%	0,00%	-10,65%	1,95%	-6,44%	-11,96%
2019	4,00%	1,71%	-3,72%										1,84%

Okavango Delta FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2018	6,04%	-1,35%	-1,33%	6,17%	-5,22%	0,93%	2,95%	-4,22%	0,07%	-10,50%	2,13%	-6,43%	-11,52%
2019	4,04%	1,75%	-3,97%										1,65%

Kalahari FI

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
2018	3,60%	0,31%	-0,28%	3,62%	-3,08%	0,00%	1,88%	-1,89%	0,28%	-5,62%	1,52%	-3,00%	-3,04%
2019	1,18%	0,56%	-1,81%										-0,08%

Otros índices

2019	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	año
Ibex 35	6,05%	2,44%	-2,44%										8,20%
Eurostoxx 50	5,26%	4,39%	-2,25%										11,67%
S&P 500 (\$)	7,87%	2,97%	-2,69%										13,07%
MSCI World (€)	7,27%	3,62%	-3,22%										13,90%

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 15/04/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.