

OKAVANGO DELTA FI y KALAHARI ALPHA FI

CARTA DEL GESTOR – 21 de junio de 2010

El retraso en la aprobación del plan de rescate griego ha sido la razón fundamental que ha llevado a que en las últimas semanas se desate una importante **crisis de confianza** en el futuro de la moneda única europea que ha provocado un fuerte incremento de las primas de riesgo de todos los activos y, concretamente, una fuerte caída de los mercados de renta variable. Esta tardanza suscitó dudas sobre la voluntad política de seguir adelante con el apoyo a Grecia, y provocó que el **riesgo soberano** –o la capacidad de los países para hacer frente a su deuda externa- de los llamados “periféricos” aumentará sustancialmente.

Lo que hasta hace poco era impensable –ruptura del euro- habría pasado a ser inevitable, de acuerdo con lo que se ha leído en la prensa anglosajona un día sí y otro también, sin ni siquiera pasar por la fase de improbable. Sin embargo, al final, se han **adoptado una serie de decisiones** tanto en el ámbito europeo como en el de cada país en concreto que deberían de devolver las aguas a su cauce.

MEDIDAS

Por un lado, a nivel Bruselas, el plan aprobado ataja cualquier duda que se pueda plantear sobre un eventual impago de cualquier país de la Unión monetaria: el **dinero comprometido** es prácticamente la suma de la deuda de todos los países cuestionados. Y, lo que me parece mucho más importante, a nivel político ha supuesto dar un paso de gigante en lo que a **integración fiscal** se refiere. Importa recordar que las dudas surgidas en los últimos meses, han sido más sobre la estructura política –y su capacidad de respuesta- que sobre la solvencia o capacidad de pago en si misma –los ratios europeos agregados son a todas luces mucho mejores que los de otras economías desarrolladas-.

Y como contraprestación a nivel país se han acelerado los **ajustes fiscales y las reformas estructurales**. El objetivo de estabilidad (de la moneda) común se ha impuesto en el interés de todos. El ejemplo más claro es lo que está pasando en España –que por su tamaño relativo ha pasado a ser el claro protagonista de esta saga-. En los últimos meses se ha dado un giro de ciento ochenta grados en materia de política fiscal y reformas estructurales: laboral, pensiones y sistema financiero. Bien mirado, se trata de un balance involuntariamente positivo; al menos alguien ha impuesto de fuera un poco de cordura en una deriva de desatino.

Así las cosas, nos encontraríamos en una situación binaria: los altos niveles de deuda y la falta de coordinación política europea, desemboca en el impago, **ruptura del euro**, recesión y deflación a nivel global; **o no**.

Visto lo visto en el último mes y medio, creo que se debería sacar de la ecuación la posibilidad de ruptura del euro y sus consecuencias. Por un lado la coordinación a nivel político ha llegado tarde pero ha llegado. Y por otro, los países –y el mejor ejemplo lo tenemos muy cerca- han cambiado por completo el tranco en lo que a política fiscal y reformas estructurales se refiere.

En el momento en que el mercado deje de lado la posibilidad de desaparición del euro y consecuentemente se relajen las primas de riesgo, debería poner en precio el resto de variables que siguen encima de la mesa: recuperación macro al tran-tran; tipos de interés bajos por más tiempo; y valoraciones de bolsa más que razonables.

La macro va a ganar en importancia en los próximos meses a la hora de valorar el posible impacto que esta crisis de confianza haya podido tener en el crecimiento global. En cualquier caso, en mi opinión **no es comparable a la crisis financiera de finales de 2008** porque el funcionamiento de los mercados financieros no se ha visto afectado ni por asomo de forma comparable. Asimismo, las **economías emergentes** y la recuperación de la **actividad industrial** siguen a velocidad de crucero y la revaluación del yuan chino recientemente anunciada es muy positivo para el reequilibrio de la economía mundial a medio plazo.

A día de hoy, y de cara a los próximos meses la visión general –**el famoso consenso**– sigue siendo muy cauta. La posibilidad de un quebranto del euro se ha magnificado y sus consecuencias en el crecimiento global se ha puesto ya en precio por el mercado.

Sin embargo, a pesar del pesimismo generalizado –o gracias a él–, creo que estamos en un momento en el que hay motivos a corto plazo para pensar que las primas de riesgo se pueden reducir en los próximos días.

PERSPECTIVAS

- Por un lado, después de muchas idas y venidas, parece que el **compromiso político** en torno al mantenimiento del euro es unívoco. El tiempo dirá si las medidas adoptadas en materia de política fiscal han supuesto un avance sustancial hacia una mayor integración político-económica en la zona euro.
- Asimismo, las preocupaciones sobre los **países bajo la lupa** –y en concreto España– se deberían relajar a medida que éstos vayan anunciando las reformas aprobadas en materia de reducción del gasto y reformas estructurales. En el caso español va a ser clave la finalización de la reestructuración de las cajas de ahorro en la medida que sirve para cuantificar el tamaño del “agujero” que la burbuja inmobiliaria haya podido dejar en el sistema financiero. La foto finish la conoceremos a final del mes de junio.
- Además, los buenos **resultados empresariales** van a continuar y son la clave para que el empleo continúe recuperando –en la primera semana de julio, Alcoa y Banesto inauguran la temporada–. Importa señalar que al igual que vimos ya en el último trimestre del año pasado y en el primero del 2010, estos mejores resultados están viniendo de la mano de mayores ingresos y no sólo de menores costes, lo que unido a los niveles de márgenes en los que nos encontramos, va a hacer que el apalancamiento operativo tenga un efecto multiplicador en los beneficios de las compañías a futuro.

- La **valoración** de la bolsa europea es más que razonable (12x).
- Y por último, a modo de indicador que hay que leer como contrario, **la confianza** en las últimas semanas ha desaparecido y todo el mundo esta del mismo lado. Esto es, largo de dólar contra euro; largo de bonos –el bono alemán a diez años ha tocado el 2,5%, mínimo en noventa años- contra renta variable; largo de Estados Unidos y emergentes contra Europa. La formula más utilizada para ponerse corto de euros ha sido vender España en sus distintas versiones (bonos en todos su plazos, renta variable independientemente de su exposición geográfica, y compra de CDS).

CLAVES DE INVERSIÓN

Las claves de inversión, una vez que el mercado ha puesto en precio que la economía mundial descarrilaba como consecuencia de la crisis soberana, siguen siendo las mismas que habían funcionado desde mínimos del año pasado. Las posibilidades de que el crecimiento se pueda ver afectado por un “double dip” siguen siendo mínimas ya que el parón del mercado financiero ha sido anecdótico en términos comparativos:

- **Mercados emergentes:** Situación completamente distinta a la de crisis anteriores de las principales economías que están siendo capaces de capear mucho mejor el temporal por su situación de superávit por cuenta corriente. Esta crisis supone una magnífica oportunidad de subirse a una historia que por temas demográficos sólo tiene un final posible a precios razonables.
- **Infraestructuras e industriales:** que es donde se están canalizando principalmente los planes fiscales de los gobiernos y las primeras que reflejan la recuperación de la actividad industrial
- **Consumo cíclico** de economías desarrolladas donde ya hay síntomas de recuperación –que siguen siendo muchas-.

- **Situaciones especiales** con atractivo corporativo en las que el paso del tiempo juega a su favor porque se van relajando las condiciones de financiación en el mercado de crédito.
- Compañías que se benefician del aumento de la **inversión empresarial**.

COMPORTAMIENTO DE LOS FONDOS

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%	5,27%							-4,50%

Kalahari Alpha FI

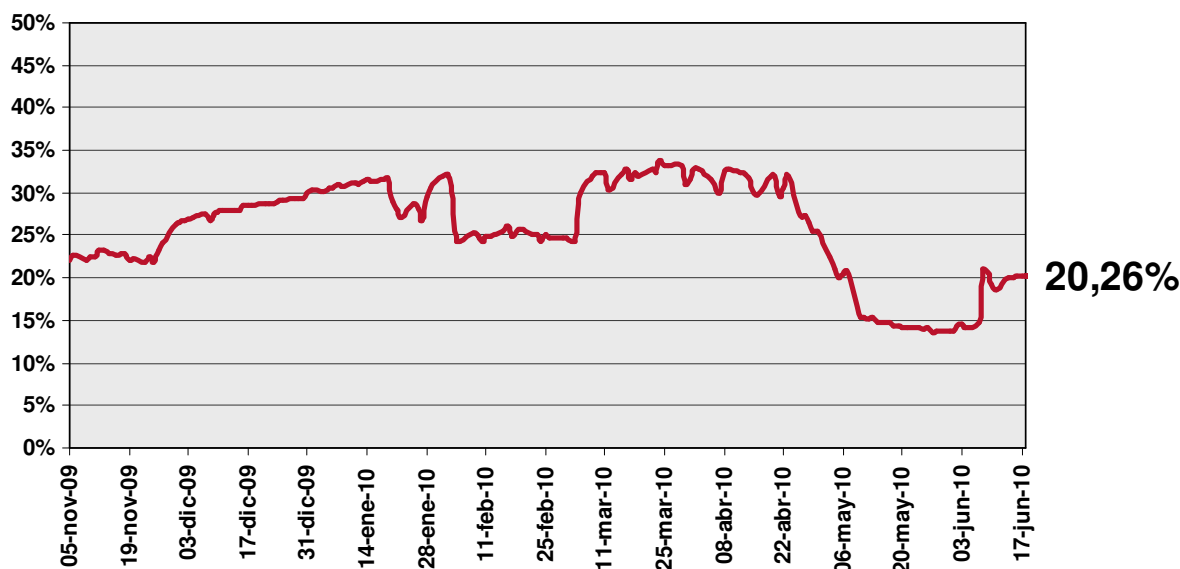
	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC	AÑO
2009											-1,03%	1,24%	0,20%
2010	-0,88%	-1,81%	3,47%	-0,38%	-3,74%	0,55%							-2,90%

Fuente: Elaboración propia.

Los fondos están **posicionados al máximo** de su exposición correspondiente.

Okavango Delta al 100%; y Kalahari Alpha en torno al 18% para cumplir con su objetivo de volatilidad. Exclusivamente en posiciones largas, ya que ni los niveles de valoración, ni la infrponderación que todavía hay en la exposición a bolsa recomiendan otra cosa.

Inversión Máxima



Fuente: Elaboración propia.

Con un enfoque sectorial eminentemente **cíclico emergente subvencionado** y con un peso significativo en **pequeñas y medianas compañías** porque considero que son estas las que más rentabilidad potencial ofrecen.

COMPOSICIÓN SECTORIAL	4T 08	1T 09	2T 09	3T 09	4T 09	1T 10	18-06-10
Financieras	34,7%	46,3%	21,7%	1,8%	3,3%	13,2%	21,4%
Industriales	24,3%	31,7%	41,0%	50,1%	47,8%	51,0%	49,7%
Situaciones Especiales	12,3%	5,9%	4,3%	4,3%	4,1%	3,4%	2,4%
Utilities	11,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Recursos Naturales	9,7%	10,9%	8,5%	9,6%	8,5%	6,7%	5,3%
Tecnología y Telecomunicaciones	7,6%	5,2%	4,5%	3,3%	3,0%	1,9%	2,8%
Consumo Cíclico	0,0%	0,0%	15,0%	25,0%	25,4%	17,9%	15,4%
Media	0,0%	0,0%	5,1%	6,0%	7,9%	5,9%	3,0%
Nivel de Inversión	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Capitalización Bursátil	
Grande	44,12%
Mediana	22,29%
Pequeña	33,59%

Fuente: Elaboración propia.

La cartera mantiene el **sesgo cíclico** de los últimos meses y esto es lo que más le ha pesado en su comportamiento. Los sectores cíclicos deberían seguir haciéndolo mejor que los defensivos porque todavía cotizan a múltiplos por debajo de su beneficios tendenciales y su capacidad de sorprender al mercado es alta. Además, muchos de estos valores en sectores defensivos son donde se ha refugiado el (poco) dinero que hay en renta variable –lo que no es especialmente positivo porque a medida que se vaya confirmando la recuperación, el dinero rotará a sectores más cíclicos- y porque no tienen capacidad de sorpresa en resultados.

Dentro de esta categoría distinguiría aquellas compañías más expuestas al **consumidor de país emergente** y a los **planes de infraestructuras** que se han puesto en marcha a nivel global. Fundamentalmente compañías de materias primas, acereras, cementeras, etc.

Las **pequeñas y medianas compañías** ofrecen más valor. A día de hoy, todavía siguen fuera del radar de muchos inversores, han dejado de cubrirlas en muchas casas de análisis y están en ninguna cartera de inversores institucionales.

En las últimas semanas y de cara a la publicación de resultados, coincidiendo también con un incremento en el sentimiento negativo y tras varios meses haciéndolo peor que el mercado –lo que les ha vuelto a llevar a valoraciones particularmente atractivas-, he aumentado de forma táctica el peso en **bancos**.

No tengo nada de exposición a compañías con **riesgo regulatorio** como pueden ser compañías eléctricas –en concreto las renovables- o telecos, ya que a pesar de tener valoraciones atractivas, el entorno actual de elevados déficit públicos, hacen muy vulnerables sus cuentas de resultados. Son sectores, además, que con el argumento de la valoración, están sobre ponderados en muchas carteras por lo que si a esto le sumamos que tienen poca capacidad de sorpresa en resultados, pueden convertirse en trampas de valoración.