

Josep Prats

AGF – Abante European Quality Fund

Estimados inversores,

En la última carta a los inversores, publicada el pasado 10 de febrero, les decía que virus, tipos y tiros eran los tres riesgos del mercado a corto plazo. Desgraciadamente, el riesgo de los tiros se ha hecho efectivo en su versión más descarnada. Lo que hace un mes era una incógnita, cuya respuesta solo conocía Putin, es hoy tristemente una realidad. El ejército ruso ha invadido Ucrania y no parece dispuesto a retirarse hasta que haya conseguido algunos de sus objetivos principales: la consolidación de su posición de poder “de facto” sobre Crimea, Lugansk y Donetsk, el debilitamiento notable del ejército ucraniano y un compromiso por parte del gobierno de Ucrania de renunciar a su incorporación a la OTAN.

No podemos aventurar cuánto tiempo durará la guerra en Ucrania. En todo caso, aunque terminara inmediatamente ya habría dejado un saldo terrible de pérdida de vidas humanas y una destrucción económica terrible en el país invadido. Además de un deterioro de las relaciones de Rusia con Occidente que tendrá efectos graves y prolongados en el tiempo. Lo más probable es que las disputas políticas, territoriales y militares que están el origen de esta guerra, sigan sin estar resueltas cuando paren los cañones. Pero lo que no seguirá igual será la relación de Rusia con Europa. La guerra de Ucrania habrá hecho tomar conciencia a la Unión Europea de sus vulnerabilidades en materia de defensa y de abastecimiento energético. Rusia ya no será considerado, en adelante, como un socio comercial fiable. Muchas han sido las grandes empresas europeas que han abandonado su actividad en Rusia. Otras siguen, y algunas de las que se han ido lo habrán hecho de forma solo temporal. Ningún conflicto dura eternamente y, con el tiempo, la actividad de algunas de las grandes compañías europeas y norteamericanas que operaban en Rusia se reanuda. A corto plazo, porque no hay alternativa inmediata, en especial para el próximo invierno, Europa seguirá comprando combustibles fósiles a Rusia. Pero no tardará mucho en encontrar proveedores alternativos de petróleo, y si fuera necesario, con más tiempo, de gas natural.

Cuanto antes termine la guerra, menor será la brecha que se abra entre Europa y Rusia, y más corto el tiempo en que vuelva a cerrarse. Pero pasará mucho tiempo hasta que las relaciones económicas se normalicen completamente. La economía europea se resentirá del conflicto, disminuyendo en uno o dos puntos porcentuales el crecimiento previsto para 2022 de su economía. Pero los efectos perniciosos sobre el crecimiento de Rusia serán más profundos y duraderos.

Las bolsas, en especial las europeas, reaccionaron con fuertes caídas al inicio del conflicto bélico. Y la volatilidad, con pronunciadas alzas y bajas diarias al compás de los rumores sobre posibles acuerdos de alto el fuego, seguirá instalada en los mercados hasta que no haya constancia de que la artillería pesada deja de disparar.

Desde inicios de año, y hasta el 14 de marzo, el Euro Stoxx 50 registra una caída del 13%. El valor liquidativo de Abante European Quality ha retrocedido un 16% en el mismo período. La mayor

caída del fondo respecto al índice se debe al peso relativamente elevado de los bancos y las compañías de moda y lujo, en nuestra cartera. Creemos que el castigo bursátil que han sufrido es desproporcionado con el auténtico peso que Rusia tiene en sus cuentas de resultados. Aunque asumiéramos que LVMH, Kering, Adidas, Inditex, BMW y Mercedes no volvieran a vender ni un solo producto en Rusia, nunca jamás, y que todos los activos bancarios de Société Générale, BNP o Unicredit fueran incautados y nunca devueltos, la pérdida de valor media del conjunto de estas nueve compañías (las más expuestas al mercado ruso), se situaría en niveles de entre un 3% y un 5% de su valor. Y las caídas bursátiles han multiplicado por cuatro o cinco veces ese escenario de pérdida máxima.

Me despedía de ustedes en mi carta anterior con este párrafo. *“Virus, tipos y tiros siguen siendo los tres riesgos que preocupan, a corto plazo, al mercado. Digitalización, transición energética y globalización, son las tres grandes realidades económicas en una perspectiva de largo plazo, sobre las que constituimos nuestra cartera.”* Sigue siendo hoy perfectamente válido.

Confío plenamente en la calidad de las compañías que tenemos en cartera y en su capacidad de generación de beneficios a largo plazo (que se mantiene prácticamente invariada). Y espero que, en pocos meses, el valor liquidativo del fondo pueda volver a situarse, de nuevo, en máximos.

Muchas gracias por su confianza,

Josep Prats

.....

Incluyo a continuación una copia de un artículo que publiqué, hace menos de dos semanas en Finect, en el que expongo mi análisis sobre la guerra en Ucrania. Nada ha cambiado sustancialmente desde entonces.

Ucrania en guerra

Ucrania es un país de una dimensión territorial y demográfica muy similar a España (600.000 km² de extensión frente a 500.000 km² de España, 44 millones de habitantes frente a 47 millones de España). Sin embargo, su economía, medida en PIB, es entre 8 y 9 veces inferior a la española (PIB de Ucrania de 140.000 Mn de euros, frente a PIB de España de 1.200.000 Mn de euros)

El gasto público de Ucrania asciende a unos 40.000 millones de euros, algo menos de un 30% sobre PIB, frente a los más de 500.000 millones de España (45% sobre PIB). De su gasto público una parte muy importante, unos 9.000 millones (un 23% del gasto público, un 6% sobre PIB) se destina a defensa. En España el gasto en defensa (16.000 millones) sobre gasto público es del 3%, y sobre PIB el 1,4%. Y un 10% del presupuesto de Ucrania (4.000 millones), procede del peaje que cobra por dejar pasar por su gasoducto el gas proveniente de Rusia hacia Europa.

España es un país que se sitúa cerca de la media de Unión Europea en términos de PIB per cápita, de gasto público y de gasto de defensa sobre PIB. Rusia es un país que tiene un PIB apenas un 15% superior al de España con el triple de población. Su gasto público sobre PIB se sitúa en niveles próximos al 30%, en línea con el de Ucrania, y similar a Ucrania es su proporción de gasto militar sobre el total de su economía.

De todo ello podemos sacar las siguientes conclusiones:

a) Tanto Rusia como Ucrania son países con un gasto militar sobre PIB similar y en ambos casos muy superior al medio de la Unión Europea. Ambos gastan más en defensa que en la suma de educación y sanidad. Pero como el PIB por habitante de Rusia triplica el de Ucrania, y su número de habitantes también es el triple, su gasto militar es, en términos absolutos, casi 10 veces superior. En estas circunstancias, una guerra abierta, a sangre y fuego, entre ambos países tiene un vencedor indiscutible. Otra cuestión es que, tras la batalla, pueda mantenerse el orden.

b) Ucrania (como la mayor parte de Rusia) es un país culturalmente europeo, y su anhelo de incorporarse a la Unión Europea es legítimo y lógico. Pero su bajísimo nivel de desarrollo económico (PIB per cápita 8 veces inferior al español), haría muy difícil, en circunstancias normales su inmediata integración.

El gas, el arma de Rusia contra Europa

El gas representa el 22% de las fuentes de energía primaria de Europa (gas canalizado a hogares para calefacción, a empresas para usos industriales y, sobre todo, gas para alimentar centrales eléctricas de ciclo combinado). La energía primaria es la fuente originaria de la energía, que puede ser consumida directamente, como es el caso de la gasolina y el gasóleo de automoción, el gas, el fuelóleo o el carbón para calefacción, o indirectamente mediante su transformación en energía eléctrica (eólica, hidráulica, nuclear, ciclo combinado de gas, térmicas de carbón, solar).

Europa es pues, muy dependiente del gas como fuente de energía primaria, aunque varía mucho por países: Francia menos del 15%, España cerca del 20%, Alemania el 25% (y creciendo hacia el 30% por cierre de térmicas de carbón y nucleares), e Italia más del 35% (no tienen nucleares). El 40% del gas natural que llega a Europa viene de Rusia vía gasoductos: los más antiguos y principales por tierra, son los que pasan por Ucrania y Bielorrusia. Hace 10 años se inauguró el primer gasoducto que va por el mar Báltico, directamente desde Rusia a Alemania, el Nord Stream1. Y este año tenía que entrar en funcionamiento el Nord Stream2, el segundo gasoducto por el Báltico. Con los dos gasoductos marinos funcionando todo el consumo de Alemania podría ser canalizado sin usar los terrestres. Sin Nord Stream2, que se ha paralizado como consecuencia del conflicto en Ucrania, sigue siendo necesario que pase gas a través de los gasoductos terrestres; los principales pasan por Ucrania.

Si no llegara el gas desde Rusia, habría que comprar más a Argelia, que tiene gasoductos marinos que proveen principalmente a España e Italia, pero no sería suficiente. Habría que importar más gas con barcos metaneros (barcos que transportan el gas comprimido en forma líquida), que precisan de instalaciones en puertos europeos para pasar el estado del gas de líquido a gaseoso (plantas de regasificación). España tiene buena capacidad, pero Alemania, por ejemplo, no. Una infraestructura largo tiempo hablada, pero no terminada, sería un gasoducto que conectara la red española con la francesa (y de ahí a Alemania). Este conflicto podría incentivar su ejecución.

Otro tema que volverá a ponerse sobre la mesa es la necesidad de mantener energía nuclear. Francia lo tiene claro, seguirá con la energía nuclear, no solo prolongando la vida de las centrales ya existentes sino, sobre todo, creando centrales nucleares nuevas (más y de menor tamaño unitario). Alemania decidió cerrar las nucleares y ya lo ha hecho en gran medida. Quedan todavía algunas funcionando, pero estaba previsto que cerraran todas definitivamente entre 2022 y 2023, es decir, ya. Se especula que podrían postergar algo el cierre como consecuencia de esta crisis, pero no está claro, y en todo caso, no parece que los alemanes quieran seguir con nucleares. Italia no tiene ni tiene previsto construirlas. Y en España tampoco hay planes de construir nuevas y a medida que van venciendo su vida útil se van cerrando. Es un tema que habrá que ver si se revitaliza o no a nivel europeo.

Las renovables seguirán siendo incentivadas. A los precios actuales del gas, que es el que determina en la práctica el precio de mercado del kWh, porque es el gas el que quema o se deja de quemar en las centrales de ciclo combinado eléctricas en función de que la demanda eléctrica esté cubierta por otras fuentes, la

eólica ya es muy rentable sin subvención de ningún tipo. Especialmente en un entorno de tipos de interés bajos, pues es el tipo de interés su único “combustible”; su coste es casi todo fijo de inversión inicial, con muy poco coste de mantenimiento. Y empieza a ser ya también rentable la solar en buenas localizaciones, y lo será (o requerirá muy poca subvención) la eólica marina, con un coste de inversión mucho más costoso, pero con mayor número de horas de producción, una vez agotadas las zonas de mayor viento en tierra.

Pero siempre seguirá siendo necesaria una energía “de base” que se pueda utilizar cuando no luzca el sol ni sople el viento. Y eso, solo lo dan la nuclear y la hidroeléctrica (muy limitada en países secos, aunque las centrales de bombeo palién parcialmente este déficit), o las energías fósiles (gas, carbón...).

El carbón está cada vez más abandonado (en Alemania era muy importante y ya cerraron gran parte de las centrales por contaminantes, aunque en estado de máxima necesidad podrían volverse a abrir (así lo ha manifestado hoy mismo un ministro alemán), pero no mantenerlas en largo plazo). Dentro de las fósiles, el gas en central de ciclo combinado era el combustible elegido como energía de base, de garantía, que iría reduciendo su peso en la medida en que hubiera más renovables, pero que tenía que seguir existiendo. Y que seguiría siendo muy importante en el mix energético por lo menos a lo largo de la próxima década.

Las bolsas han sufrido, en especial las europeas y el sector financiero

Las caídas de la bolsa han sido más relevantes en Europa que en Estados Unidos. El conflicto está aquí, y los riesgos, por ejemplo, de corte de suministro de gas, para la economía europea son reales, no así en Estados Unidos. Además del riesgo concreto de distorsiones en cadenas de producción (si hubiera cortes eléctricos, o de suministro de gas para industrias), que podría ser subsanable con importaciones (caras) de gas licuado, estaba también el riesgo de que la Unión Europea volviera a experimentar episodios de división sobre cómo afrontar el tema.

En concreto, se temía que países grandes e importantes, muy dependientes del gas, como Alemania o Italia, no quisieran aplicar tantas sanciones como las que querrían los antiguos países comunistas (Polonia, países bálticos), temerosos de que lo de Ucrania sea un primer paso de Rusia para “atacarles a ellos”. De momento esto no se ha dado, y podríamos decir que ha sorprendido la unidad de criterio, coordinación y firmeza del conjunto de países de la UE a la hora de aplicar sanciones. Aparentemente, los que apostaban por la desunión de la UE han visto la contrario, parece más unida que nunca.

Pero no olvidemos que, de momento, el suministro de gas desde Rusia a Europa no se ha cortado. Rusia sigue produciendo y llevando el gas por el gasoducto que pasa por Ucrania (que tampoco lo ha cortado) y llega a Alemania e Italia. La incógnita es si se mantendría la unidad en caso de “corte de suministro de gas”. Por ello, es crucial que se llegue a algún tipo de “alto el fuego” o paralización de la tensión bélica, para asegurar que la escalada de sanciones y boicots no continúe (hasta llegar a cortar el gas), y que empiece una cierta desescalada, aunque se mantengan congelados (o hasta incautados, como avisó el ministro de Economía de Francia) los activos (cuentas bancarias, acciones, inmuebles) de los oligarcas rusos durante un tiempo. Por poner un ejemplo de primera sanción susceptible de eliminación: que se pueda volver a sobrevolar el espacio aéreo europeo o americano, ahora cerrado por los aviones rusos (y viceversa).

Otro factor clave, que se ha restringido notablemente, pero sobre el que no se ha impuesto una completa prohibición, ha sido el sacar del sistema informático de transferencias bancarias SWIFT a un buen número de bancos rusos, sobre todo aquellos más relacionados con oligarcas próximos a Putin. No ha sido completo porque todavía hay algunos bancos rusos que pueden utilizarlo, y a través de ellos, las empresas rusas y europeas que tienen que realizar transferencias para el comercio (incluido el de gas, por ejemplo) pueden seguir funcionando.

Entre estos bancos rusos que no han sido excluidos hay algunos que son filiales de bancos europeos (por ejemplo, Rosbank participado en un 99% por Société Générale). Esto no ha impedido que el castigo bursátil de los bancos europeos que tienen participaciones relevantes en bancos rusos (como Société, Unicredit o,

en menor medida, BNP) haya sido especialmente fuertes. Por ejemplo, Société Générale ha caído en Bolsa casi un 30% (9.000 millones de euros de menor capitalización bursátil), a pesar de que el riesgo total que tiene en Rosbank (el valor de su participación más préstamos de Société a Rosbank, asumiendo que todo va a cero, es decir que regala el banco a un oligarca, o se lo incautan, y no le pagan el préstamo intragrupo) es de solo 2.700 millones.

Posible final de la guerra

El conflicto bélico debería terminar pronto. Putin no puede estar indefinidamente enviando cadáveres a Rusia, ni las empresas ni los grandes empresarios rusos pueden estar sin hacer negocios. Ni Rusia puede estar indefinidamente excluida del tráfico aéreo y de otras cosas menores, pero representativas de un claro aislamiento internacional (competiciones deportivas, organismos plurinacionales como el Consejo de Europa). Las posibles salidas a la guerra pueden resumirse en tres alternativas.

a) Ofensiva brutal de Rusia aportando muchas más tropas, con **guerra abierta indiscriminada**, sin importar víctimas civiles, que podría llevar a una **ocupación casi total de Ucrania** (por lo menos la parte este desde el Dniéper, toda la zona costera del Mar Negro y Kiev), con caída del gobierno ucraniano o su reclusión a la zona oeste. Esta hipótesis no parece la más probable, sobre todo si Rusia quisiera quedarse definitivamente (o a través de un gobierno títere) en Ucrania. Si lo quiere, no puede entrar a sangre y fuego indiscriminadamente contra una población que, aunque en algunas zonas, a priori, parcialmente, podría parecer no totalmente hostil, o incluso complaciente (muchos tienen el ruso como lengua materna), no soportaría ser “ocupada” por alguien que ha matado masivamente civiles y ha destruido sus ciudades.

b) La opción más probable necesita una voluntad diplomática fuerte, no solo de Rusia y Ucrania, sino también de la Unión Europea y de Estados Unidos. Si, además, aunque fuera de forma velada, China colaborara, sería sin duda la opción vencedora. Consistiría, básicamente, a **volver, con matices, al statu quo anterior** al inicio de la guerra. Los acontecimientos seguirían el siguiente curso:

- Ofensiva de Rusia para hacerse con el control de las dos principales ciudades de Ucrania, Kiev (3 millones de habitantes) y Jarkov (1,5 millones), para demostrar que “si quiere puede ganar”. Ello forzaría probablemente el traslado del gobierno ucraniano temporalmente hacia el oeste (hacia Leópolis, cerca de Polonia, donde están ya los diplomáticos occidentales) y forzar una negociación de alto el fuego o paz en la que habría que ver en qué punto encuentra el mínimo común denominador.

- Probablemente, los mínimos de Putin serían la neutralidad de Ucrania (no entrada en la OTAN, aunque fuera solo un compromiso de carácter temporal), y el mantenimiento del control ruso (“de facto” y todo lo provisional que se quiera), sobre Lugansk y Donetsk. El estatus de estas regiones (ahora según Moscú repúblicas independientes) tendría que ser dilucidado a futuro. Una base de partida podrían ser los acuerdos previos de Minsk que preveían una especie de república federal en Ucrania donde cada región o estado (incluidos los de Donetsk y Lugansk controlados por población prorrusa) tuviera derecho de veto sobre tratados internacionales (incluida la entrada en la OTAN). O aceptando tácitamente, con plazo indefinido, la consolidación de esta situación extraña internacionalmente (como lo es la anexión de Crimea a Rusia, no reconocida por la ONU).

Una versión más “favorable” para Putin sería la anterior, pero no restringida a Lugansk y Donetsk, sino extendida a otras regiones también algo prorrusas, aunque no tanto, como son las ribereñas del Mar Negro (por lo menos la zona comprendida entre Crimea y Donetsk). Estas regiones ya están prácticamente ahora (y muy probablemente lo estén totalmente cuando se pueda llegar a algún acuerdo, en pocos días), bajo el control fáctico del ejército ruso.

En una primera instancia cualquiera de estas soluciones sería estrictamente “*de facto*”, no “*de iure*”. Ucrania seguiría defendiendo que Crimea, Lugansk, Donetsk y cualquier otra región ribereña, son parte de Ucrania. Y Rusia defendería otra cosa (desde que son parte de Rusia, a que son repúblicas independientes, o que están pendiente de definir su estatus definitivo). El quid de la cuestión es que se llegara a aceptar,

temporalmente, un alto el fuego en ciertas líneas geográficas, a la espera de que el tiempo atemperara los ánimos y pasara a ser una controversia territorial como otras hay en el mundo.

Sería muy positivo para facilitar el acuerdo de alto el fuego que la Unión Europea (mejor incluso que Francia y Alemania a título individual, como se hizo en los acuerdos de Minsk que marcaban el alto el fuego tras el conflicto de 2014), fuera su garante. Un incentivo para recompensar al gobierno de Ucrania por la aceptación del nuevo statu quo fáctico podría ser la aceptación por parte de la Unión de forma excepcionalmente rápida e inmediata de Ucrania como “país candidato oficial a formar parte de la Unión Europea”. Acompañado de fuerte ayuda económica inmediata para su desarrollo. Este estatus lo tienen ahora, por ejemplo, Serbia, Montenegro, o la misma Turquía. Significa que se han iniciado conversaciones, aunque todavía no se reúnan por parte del país miembro las condiciones de “estabilidad política democrática y reformas económicas” para ser miembro. La promesa creíble de “ser europeos” podría ser decisiva, a medio plazo, cuando pudiera dilucidarse, por ejemplo, vía referéndums, el estatus definitivo de las zonas prorrusas, para decantarlas hacia la permanencia en Ucrania o la secesión.

c) Retirada inmediata de Rusia por la imposibilidad de avanzar más en la ofensiva contra Ucrania como consecuencia de la fuerte resistencia del ejército y la población ucraniana, y ante la evidencia de los efectos negativos sobre la economía rusa que tiene el boicót internacional. No creo que se dé, por lo menos de forma inmediata, porque Putin quedaría totalmente desacreditado, y podría estar en peligro su propio liderazgo en Rusia.

El comportamiento de los mercados en los últimos días ha puesto de manifiesto que su principal preocupación es la ausencia de violencia extrema, la paz bélica, sin entrar demasiado en consideraciones de justicia. El viernes pasado las bolsas subían cuando se daba por hecho que la incursión militar rusa iba a terminar en un solo día con la fuga del gobierno de Ucrania. ¿Quiere eso decir que el mercado estaba a favor de Putin? No. La inmensa mayoría de los compradores de acciones consideraban que Putin era un déspota, y hoy posiblemente lo consideren no solo un déspota sino directamente un dictador criminal. Quedémonos con que el mercado no quería ni quiere tiros o sanciones. Aunque ello sea a costa de aceptar la realidad que muestra que las potencias militares de uno y otro bando son muy distintas. En ese momento las sanciones eran solo cuasi simbólicas; hoy son muy fuertes. La resistencia del gobierno, del ejército y de la ciudadanía en Ucrania han impedido un rápido desenlace. El conflicto bélico persiste y con él han aumentado las sanciones, que han sido sorprendentemente para muchos, contundentes, rápidas y unificadas en todo Occidente, en especial en la Unión Europea. Los más agoreros veían en este conflicto la oportunidad de asistir a una nueva demostración de la desunión europea. Y no ha sido así.

Cada día que pasa se acumulan más muertes, y se hace más difícil cualquier solución pactada. En las guerras lo justo no siempre coincide con lo posible. De hecho, nunca, porque el sentido de lo que es justo es muy distinto para cada una de las partes contendientes. Por definición, las guerras siempre las inician los malos y las ganan los buenos. Porque los ganadores siempre son los que escriben la historia. Las únicas guerras sin buenos ni malos, sin ganadores ni perdedores, son las que no se inician. Aunque sea a costa de renuncia, ni que sea temporal, a algunos principios, perfectamente justos y defendibles, pero que en la práctica no son aceptados por la otra parte. Confíemos en que, no la bondad o el sentimiento de justicia, sino la simple cordura o interés de supervivencia, física y económica, detenga la guerra pronto. Creo, o quiero creer, que así será, y que, en pocos días, a lo sumo semanas, nunca meses, podamos iniciar la jornada de trabajo leyendo memorias anuales de compañías en lugar de hazañas bélicas.

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

- [Ficha del producto](#)

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 15/03/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores