

Narciso Benítez

AGF – Quant Value Small Caps

Guerra tras la peste

Tras la “peste” del COVID (que, aunque no se ha ido del todo, empieza a ser un factor menor), este trimestre ha estado marcado por la guerra. El 24 de febrero, Rusia invadió Ucrania, en una operación que inicialmente calcaba la invasión de Checoslovaquia por la URSS. De madrugada varias docenas de helicópteros cargados de *desántriki* (del francés, *descente*, paracaidistas) volaron a ras del enorme embalse del Dniéper, al norte de Kíev, e intentaron tomar el aeropuerto de Hostomel, cercano a la ciudad. El objetivo inmediato era permitir el aterrizaje de varios Il-76 cargados de miles de paracaidistas para avanzar hacia el centro de la capital, capturar o hacer huir al presidente, y tomar el control de país.

El golpe de mano, sin embargo, se saldó con un fracaso completo. El estado mayor ucraniano, buena parte del cual había estudiado en las mismas academias militares y con los mismos libros que sus homólogos rusos, esperaba la operación. Varios helicópteros fueron derribados y los *desántriki* desbaratados; se puede decir que Rusia perdió la guerra durante esas horas clave. Lo que hemos visto durante las últimas semanas es la gestión, sangrienta y extremadamente destructiva, de ese fracaso. Un ejército de 200.000 personas, mal organizado y dirigido, no puede conquistar un país de 44 millones.

En lugar de un paseo militar como el de Crimea en 2014, con costes militares mínimos y unas sanciones económicas fáciles de torear, Rusia ha sufrido sanciones económicas terribles, que, aunque no han detenido la guerra ni provocado una crisis interna (el idioma ruso tiene su propia palabra nativa, *ustóichivost*, para el concepto de resiliencia), van a gripar su economía y a dificultar mucho su esfuerzo militar a corto y medio plazo.

A principios de febrero, este gestor se convenció, analizando lo que decían los expertos militares occidentales en Twitter (recomiendo a Rob Lee, Michael Kofman, Dmitry Alperovich; mucho más certeros que la mayor parte de los medios) y viendo las intervenciones televisivas de Putin (conocer el ruso y la historia de Rusia ayuda a captar matices que se pierden en una traducción), que la invasión rusa era inminente. Usando como guía uno de nuestros parámetros de *momentum*, compramos una cantidad moderada de protección en forma de futuros a largo plazo de volatilidad. Esos derivados no solo nos han protegido de lo peor de las caídas durante el trimestre, sino que han rentado un 0,62% al cierre del mismo.

¿Qué va a pasar ahora? Si uno lee la prensa rusa (y ve más intervenciones de Putin), advierte que la postura oficial es que hay que ganar la guerra al precio que sea. Como decía un tertuliano en el famoso programa de debate de Soloviov, “si no podemos con Ucrania, ¿cómo vamos a medirnos con Estados Unidos?”. Desde un punto de vista pragmático, lo mejor para Rusia sería detener la guerra ahora mismo e intentar llegar a algún acuerdo con Kíev sobre su neutralidad, las repúblicas del Donbass y Crimea. Pero Rusia teme su destrucción, su fragmentación en diferentes países si es derrotada. Eso hace probable que siga combatiendo, bien hasta que se consiga una victoria que el Kremlin considere suficiente para consumo interno, o hasta que la lucha se

detenga por agotamiento militar, social y/o económico. Ucrania se refuerza, sus tropas cada vez tienen mayor cohesión y moral, y reciben un flujo continuo de armamento de sus aliados, lo cual hace una victoria rusa clara, incluso parcial, cada vez más complicada de obtener.

Quizás el mejor escenario -dentro de los realistas- es que, pase lo que pase en el campo de batalla, el próximo 9 de mayo, el día de la Victoria soviética en la Segunda Guerra Mundial, el gobierno ruso declare que ha conseguido sus objetivos y se produzca un alto el fuego. Seamos optimistas y esperamos que así ocurra.

La guerra de Ucrania ha acelerado alguna de las tendencias ya presentes en el mercado, entre ellas la gran rotación secular del *growth* al *value* con el trasfondo de unos niveles de inflación que no veíamos desde los años 70. Nuestro algoritmo ha reaccionado vendiendo casi todo lo que nos quedaba al inicio del año del sector tecnológico, acumulando acciones del sector de energía (que han rentado más de un 30% en el trimestre) y también del sector inmobiliario, que es uno de los mejores *hedges* o protecciones ante la inflación. Por ejemplo, entre 1978 y 1980 la inflación acumulada en Estados Unidos fue de un 39%. El S&P 500 apenas se mantuvo a flote en términos reales, con una rentabilidad del 42,75%. Sin embargo, los REIT (las sociedades del sector inmobiliario que cotizan en bolsa, el equivalente a nuestras socimis) rentaron casi un 87%. Nadie espera que la inflación vaya a alcanzar valores tan altos en los próximos años, pero sí que será significativamente más alta que en la última década y los REIT -al igual que el sector energético- ofrecen un refugio muy lucrativo si así sucede.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de -1,49%, comparada con un -4,44% del índice de referencia¹. Los sectores que más han contribuido a nuestra mejor rentabilidad relativa con respecto al índice ha sido sobre todo energía (+1,24%), gracias a nuestra sobreexposición, y salud (+1,15%) gracias, en este caso, a nuestra exposición mínima al sector.

La composición de la cartera por zonas geográficas a 31 de diciembre ha tenido ligeros cambios respecto a la de tres meses atrás:

| Región | Fondo 31-03 | Índice 31-03 | Fondo 31-12 | Índice 31-12 |
|-------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Norteamérica | 56,38% | 63,24% | 58,51% | 62,38% |
| Europa Occidental | 26,17% | 20,02% | 24,49% | 21,06% |
| Asia Pacífico | 10,97% | 15,27% | 7,03% | 15,10% |
| Efectivo | 6,48% | 0,67% | 9,97% | 0,67% |

Como podemos ver, no hay grandes cambios en la distribución regional en este trimestre. Un ligero incremento en Asia Pacífico y Europa compensado por un descenso en Norteamérica y en la posición de efectivo.

¹ MSCI World Small Caps Net Total Return en euros

La distribución sectorial es la siguiente:

| Sector | Fondo 31-03 | Índice 31-03 | Fondo 31-12 | Índice 31-12 |
|-------------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Consumo básico | 15,37% | 4,16% | 16,63% | 4,05% |
| Consumo discrecional | 14,28% | 12,14% | 21,03% | 13,18% |
| Energía | 14,03% | 5,14% | 6,19% | 3,56% |
| Comunicaciones | 12,13% | 3,10% | 8,73% | 3,03% |
| Inmobiliario | 10,57% | 10,35% | 3,62% | 10,27% |
| Industria | 10,13% | 19,02% | 12,27% | 19,16% |
| Financiero | 9,74% | 13,78% | 6,15% | 13,65% |
| Materiales | 3,03% | 7,88% | 0,73% | 7,20% |
| Salud | 2,02% | 9,74% | 4,32% | 10,50% |
| Tecnologías información | 1,18% | 12,01% | 9,34% | 12,88% |
| Serv. Públicos | 1,03% | 2,68% | 1,03% | 2,51% |

Este trimestre se han producido varios cambios en la composición sectorial de la cartera. Ha aumentado significativamente nuestra posición en los sectores de energías, inmobiliario y un tanto en el financiero y comunicaciones. Al mismo tiempo, hemos vendido la mayor parte del sector de tecnologías de la información y hemos reducido consumo discrecional. El sistema sigue posicionándose en el marco de la rotación del *growth* al *value* e incluyendo, de manera creciente, los sectores (energía, inmobiliario) que protegen respecto a la inflación.

Como en el trimestre pasado, el fondo presenta algunos de los múltiplos más *deep value* desde su inicio, según la clasificación de Morningstar, casi saliéndose del tablero de estilos por el costado *value*.

Para acabar, agradecer a los partícipes que han mostrado su paciencia y su apoyo durante estos años y dar la bienvenida a los que se han incorporado al fondo el pasado trimestre.

Un saludo y gracias por leerme,

Narciso Benítez

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 13/04/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores