

Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

Policrisis

Nos encontramos ante lo que el historiador económico Adam Tooze llama una “policrisis” en la que diversos factores y procesos (la guerra, la peste y el hambre, por citar los más conspicuos) se conjuran y refuerzan mutuamente para crear una situación plena de dificultades, envuelta en una niebla cerrada de impredecibilidad. Esta incertidumbre genera oleadas de miedo que se reflejan en los mercados, muchos de los cuales han entrado con pie firme en un claro *bear market* (mercado bajista) con descensos superiores al 20% en el S&P 500 y de más del 30% en el Nasdaq.

A pesar de este miedo, nuestra cartera está aguantando razonablemente bien la embestida. En lo que va de año el desempeño de nuestro fondo es casi un 10% mejor que el del índice, con una rentabilidad anualizada a 3 años del 5,6%. La razón es sencilla: se está produciendo la rotación masiva entre el *growth* y el *value* de la que venimos escribiendo desde hace ya muchos trimestres. La debilidad del *value* era una anomalía que antes o después se corregiría, como ha ocurrido siempre durante los últimos 200 años. *Nihil novum sub sole*, al menos bajo el sol que ilumina los mercados. Lo único que sí ha sido diferente esta vez ha sido la pandemia, cuyos efectos asociados (confinamientos, estímulos) han potenciado las empresas tecnológicas y retrasado varios trimestres el rebote del *value*, mucho más allá de lo que nadie esperaba, alcanzando y después sobrepasando el récord de *underperformance* relativa de toda la serie histórica. Muchos inversores creyeron que esta vez sí era diferente y abandonaron el *value* en el momento en el que este ofrecía más protección ante las inclemencias de los mercados.

Lo importante para nuestro fondo es que por fin volvemos a tener el viento estadístico de cola, con una buena alineación entre el *value* y el *momentum*. Parece estar repitiéndose el patrón de la burbuja tecnológica de finales de los 90, durante la cual los fondos como el nuestro sufrieron para, tras el pico, hacerlo muy bien mientras que los índices cargados de empresas *growth* tardaron muchos años en encontrar un suelo. Esta tendencia será aún más reforzada si cabe por la llegada de una inflación promedio más elevada que en las últimas décadas. Pero, primero, hablemos de uno de los fenómenos que más ha zarandeado los mercados a corto plazo: la guerra de Ucrania.

¿Guerra? ¿Paz?

En nuestra carta anterior hablábamos de que lo mejor que podía hacer Rusia era contar sus ganancias y parar la guerra aprovechando la festividad del Día de la Victoria, el 9 de mayo. No fue así, y la guerra ha seguido, sobre todo concentrada en el Donbass. En los últimos días, el ejército ruso ha tomado Lysychansk, la última población de la oblast de Lugansk en manos del gobierno de Kiev. Las tácticas rusas han cambiado considerablemente desde el inicio de la guerra y ahora se asemeja más a lo que los expertos occidentales consideraban que era su

doctrina oficial militar rusa ¹. Rusia se ha adaptado a las limitaciones de su ejército y guerra de modo *low cost* en términos políticos (ofrece avances y victorias, aunque sean modestas, y no requiere llamar a filas a los hijos de las clases medias). ¿Implica esto que la guerra se va a cronificar durante años, que Rusia irá royendo Ucrania poco a poco hasta saciarse? Es altamente improbable por varios factores que van a cambiar el balance de fuerzas en los próximos meses.

El ejército ucraniano. Este ha atravesado recientemente su punto más bajo. Militarmente hablando, desde que empezó la guerra, tras agotar las reservas de munición para su artillería de la época soviética. Como resultado, Ucrania está teniendo que adaptarse al uso de artillería con los estándares de la OTAN, para poder utilizar los suministros occidentales. El retraso en la llegada de armamento más el tiempo necesario para formar al personal provoca que el ejército ruso haya superado al ucraniano más de 10 veces en disponibilidad de bocas de fuego (lo que explica en gran medida las derrotas en el Donbass). Sin embargo, la situación va cambiando paulatinamente a favor de Ucrania, como ya se ve en el abandono forzado por Rusia de la isla de las Serpientes, al entrar en el rango de tiro de los nuevos sistemas occidentales, o en el bombardeo de depósitos de munición en la retaguardia del Donbass, algo que retrasa y entorpece las ofensivas rusas.

Al mismo tiempo, no se puede olvidar que, tras la movilización general decretada en Ucrania, sus tropas van a ser mucho más numerosas que las que ahora forman el ejército ruso, y todo indica que pelearán, como defensores de su país ante un invasor externo, con un nivel de moral mucho más alto. Si a esto se le suma el armamento pesado que va llegando y la longitud de la nueva frontera que debe guardar el ejército ruso, parece probable que, si la guerra se prolonga varios meses más, llegará un punto en el cual la superioridad militar local pase a manos ucranianas en varias zonas del frente. Rusia se encontraría en una posición defensiva, peleando para intentar no perder parte del territorio ya ganado. Es poco probable que Rusia quisiera prolongar la guerra voluntariamente en esa situación.

Las sanciones. Aunque la capacidad de sacrificio del pueblo ruso por razones patrióticas jamás debe ser subestimada, hay límites para todo. El ejército ruso se compone de profesionales, *kontratniki*, y conscriptos. Para eludir la llamada a filas basta con una prórroga por estudios universitarios, con lo cual el servicio militar está concentrado de manera mayoritaria en las clases y regiones más pobres. A pesar de la escasez manifiesta de efectivos del ejército ruso, Putin no ha querido decretar una movilización general, que eliminaría, aunque fuera parcialmente, la “escapatoria” las prórrogas (como ocurrió durante la guerra de

¹ El ejército ruso localiza, con la ayuda de drones e incursiones de fuerzas especiales las posiciones ucranianas y procede a concentrar sobre ellas bombardeos artilleros masivos, en zonas relativamente pequeñas del frente. Las tropas ucranianas no pueden responder, por falta de armamento pesado, ven sus fortificaciones arrasadas y no les queda más remedio que retirarse. Rusia ocupa la zona, enfrentando poca resistencia, con sus tropas de élite, como los paracaidistas y los mercenarios de la compañía Wagner. Los conscriptos de las zonas prorrusas del Donbass, que han sido movilizadas de manera exhaustiva, se ocupan de las labores de guarnición y vigilancia. Esta estrategia ha sido efectiva hasta la fecha. El ejército ruso es el mejor artillado del mundo y las zonas en las que opera pueden ser abastecidas por ferrocarril (el fracaso de la ofensiva de Kiev se debió en gran parte a la debilidad logística del ejército ruso por carretera).

Afganistán) por su efecto en las clases medias urbanas. Sin embargo, y aunque se ahorren el ver a sus hijos de uniforme, las clases medias rusas están sufriendo una reducción gradual pero inexorable en sus estándares de vida como consecuencia de la ausencia de productos importados. No sólo son iPhones y bolsos de Louis Vuitton. Faltan medicinas, material médico, de odontología, piezas de repuesto para los numerosos coches occidentales. Pero lo peor, el daño lento, pero más seguro, es el que está sufriendo la infraestructura productiva rusa. Aparte de lo más obvio, la falta de los componentes como chips, productos químicos, etc. la mayoría de la máquina herramienta que emplea la industria rusa viene de Occidente, y ni China ni India ofrecen productos similares. La maquinaria usada por la industria de petróleo y gas también es importada en casi su totalidad. Sin mantenimiento, sin repuestos, sin puesta al día de software, sin acceso a reparaciones, es cuestión de meses, más que de años, que una fracción sustancial de la industria, incluida la militar, se detenga. Por ejemplo, la producción rusa de automóviles se ha derrumbado un 96% desde febrero. Se habla de volver a fabricar modelos de la época soviética sin componentes extranjeros, pero incluso eso sería difícil porque buena parte de la industria auxiliar de la época soviética tampoco existe. Es una situación endiablada para Rusia e, independientemente de cómo vayan las cosas en el frente, también introduce un tope temporal tras la cual el país se verá forzado a reconciliarse con Occidente o afrontar un descenso del nivel de vida peor que el de la crisis provocada por el final de la URSS.

Los efectos de las sanciones en Occidente. Son los que vemos todos los días al hacer la compra o al llenar el depósito. Uno de los factores que más contribuyen a la inflación (aunque no el único, ni quizás necesariamente el más importante) es la escasez de combustible, sobre todo diésel, al faltar en el mercado occidental lo destilado por las refinerías rusas. La escasez de productos debida bien a las sanciones o al bloqueo de los puertos ucranianos se extiende a los alimentos, productos químicos, abonos. El corte total del suministro de gas natural cuelga como una espada de Damocles sobre la economía alemana y, por ende, toda la europea. Los rusos son perfectamente conscientes de esto, y saben que más allá de tanques y misiles, la presión económica es su principal arma. Si uno ve los debates de la televisión rusa, como el de Vladimir Solovyov, o el de Olga Skabeeva, advierte que muchos participantes creen que la única forma de que la guerra acabe con una victoria clara de Rusia será por desistimiento de Occidente. Se habla de las elecciones parciales de noviembre al Congreso de Estados Unidos, los *midterms* que pueden dar mayoría a los republicanos, supuestamente más favorables a Rusia que Biden, o de que la economía alemana no es viable sin el gas ruso. Los efectos en los mercados son impredecibles si la guerra económica sigue escalando y hay que estar preparados para un nivel muy alto de volatilidad. Sin embargo, en función de lo expuesto arriba es muy poco probable que la guerra se cronifique.

¿Cómo acabará el conflicto? Antes o después, llegará un punto en el que Rusia pierda su superioridad militar local, o la capacidad de soportar las sanciones, y le interese sentarse a negociar en serio para detener la guerra ¿Qué ocurrirá entonces? Pues no lo que decida Ucrania (que probablemente estaría dispuesta a continuar la guerra hasta expulsar a Rusia de su territorio), sino lo que decidan los países occidentales que son los que controlan el grifo del armamento. Por tanto, el desenlace más probable parece una paz negociada (¿quizás a final de año?) en la que Rusia conserve la mayor parte del territorio conquistado, se levanten las sanciones más dañinas para la economía rusa (pero no aquellas de tecnologías de uso militar)

y, a cambio, el Kremlin permita el restablecimiento pleno de las exportaciones ucranianas y deje de usar la energía como arma. Putin podrá vender que ha “liberado” toda la *oblast* de Lugansk, la mayor parte de la de Donetsk y garantizado la rusidad de Crimea tras conquistar un puente terrestre a la península. Un arreglo así, incluso *de facto*, sería muy difícil de digerir para los ucranianos, que han peleado como leones, con un coste inmenso. Pero parece difícil ver que las potencias occidentales permitan que la guerra continúe indefinidamente a todo precio. La *realpolitik* suele imponerse en estos casos.

Una paz de este tipo tendría todo tipo de efectos beneficiosos en la economía y, por tanto, en los mercados. Sin embargo, no supondría una vuelta completa a la normalidad pre-Covid.

La inflación

Parece cada vez más claro que la inflación elevada que estamos viviendo tiene causas estructurales, y quizás la explicación más convincente sobre su origen la dan Goodhart y Pradhan en el libro “The Great Demographic Reversal”. Su tesis es que los bajos crecimientos de precios de las décadas anteriores no se deben tanto a la maestría de los bancos centrales sino a los efectos de la apertura al comercio internacional de China y Europa del Este. La irrupción masiva de millones de trabajadores en el mercado de trabajo internacional, una población con un nivel de formación muy elevado (los resultados de PISA de China son de los más altos del mundo) evitó, a golpe de deslocalización, que la mayoría de los trabajadores de los países occidentales pudieran elevar sus ingresos reales durante décadas. Sin embargo, este fenómeno llega a su fin. Muchos de esos países se han vuelto más ricos (varios exmiembros del Pacto de Varsovia e incluso exrepúblicas soviéticas ya superan en renta per cápita a España) y, sobre todo, más viejos, con poblaciones activas menguantes. Como argumentan los autores mencionados arriba, ni India ni África, las nuevas potencias demográficas, tienen el nivel de formación y la tradición manufacturera necesarios para sustituirlos.

Hay más efectos que contribuyen a una inflación más elevada que en el pasado. El *reshoring* o el *friendshoring*, o sea, el acercamiento de las cadenas de producción al propio país o cuando menos al de aliados militares para evitar disrupciones e interrupción de suministros claves en caso de conflicto o pandemia hará que los salarios en los países occidentales tiendan a aumentar. Aunque los populismos no lleguen a gobernar, es obvio que debilitan políticamente la narrativa de la globalización, lo que hace difícil que continúen los grandes movimientos migratorios del pasado. Por último, el Covid ha acelerado la tendencia en los países desarrollados a la “Gran Renuncia” o sea, a la existencia un número cada vez mayor de jóvenes que ni trabajan ni tienen intención de hacerlo, algo que reduce aún más el *pool* de trabajadores disponibles. Otro gran efecto inflacionario estructural es el de los combustibles fósiles.

Pocas voces autorizadas ponen ya en duda el calentamiento global, que con un grado de certeza muy alto se debe, o cuando menos ha sido agravado, por la actividad industrial humana durante los últimos 170 años. Tampoco caben muchas dudas, si uno considera racionalmente la ecuación riesgo/coste, sobre la importancia de hacer una transición a un modelo industrial y económico que establezca primero y reduzca después los niveles de gases

de invernadero. Pero este es un proceso de una envergadura sin precedentes en la historia de la humanidad y tiene que ser diseñado con un cuidado y una inteligencia exquisitos, atendiendo fundamentalmente a criterios científicos, técnicos y económicos. No es así como se está llevando a cabo: nos encontramos ante un movimiento con tintes milenaristas, que a veces recuerda a la Cruzada de los Niños, frecuentemente dominado por extremismos ideológicos. Más que soluciones prácticas, realistas, lo que se escucha son admoniciones moralistas y golpes de efecto que son, en el mejor de los casos, puro marketing y, en el peor, extraordinariamente dañinos. Hay absurdos como prohibir perforar para obtener gas natural en Europa, pero traerlo desde Dakota del Norte, aumentando en un 80% su huella de carbono. O que hayamos casi duplicado toda la infraestructura de generación de electricidad con altísimos costes económicos y efectos climáticos porque no tenemos resultado el problema del almacenamiento eléctrico, algo que debiera haber sido la prioridad de gasto en I+D de los poderes públicos.

Otro efecto secundario ha sido el descuido de la inversión en la producción de petróleo e incluso gas natural. La demanda del petróleo es extremadamente inelástica y es muy probable que, aunque su consumo empiece a declinar en los países más desarrollados, siga creciendo globalmente durante varios años ante la pujanza demográfica y económica de los países emergentes. La supuesta capacidad de producción extra de la OPEC+ cada vez parece más que es sólo eso, supuesta. Es muy difícil escapar de la curva de Hubbert. Nos encontramos, por tanto, ante una posible escasez de petróleo durante años y que va a presionar los precios al alza salvo que una crisis económica grave los baje temporalmente.

El resultado de todo este *gretinismo*, por llamarlo de alguna manera, es que los países occidentales nos hemos metido en un lío fenomenal: vulnerabilidad geopolítica y costes energéticos altísimos. Y así, aunque no sería sorprendente que la ola actual de inflación haga pico pronto, es muy probable que los precios sigan subiendo durante bastantes años a niveles promedio significativamente más elevados que en el pasado.

Hasta los economistas más competentes tienen dificultades para predecir exactamente qué va a pasar, por dónde van a ir las cosas. Por suerte, el mejor economista del mundo es, como dice Stanley Druckenmiller, el mercado. Nuestro algoritmo, a través de su componente de *momentum* sigue automáticamente sus consejos. Y ciertamente estamos preparados para la inflación: a cierre del trimestre nuestra cartera tenía un 21,30% en el sector energía y 0% exposición al sector tecnología. Eso se añade a nuestra -por diseño- fuerte exposición al *value* (que funciona bien en tiempos de inflación) y nos da gran tranquilidad de cara al futuro a pesar de las turbulencias y miedos que rodean las bolsas. Porque no olvidemos que, si la inflación sube, lo más absurdo es tener nuestros ahorros en efectivo: lo que hay que hacer es estar bien invertidos.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de -6,20%, comparada con un -11,86% del índice de referencia². En lo que va de año, llevamos un -7,73% por un -15,77% del índice. El diferencial

² MSCI World Small Caps Net Total Return en euros

de rentabilidad es de $0,9226/0,8423-1=9,53\%$ a nuestro favor. Los sectores que más han contribuido a nuestro mejor comportamiento relativo con respecto al índice han sido consumo discrecional (+1,58%) y, sobre todo, nuestra ausencia de exposición al sector tecnología (+1,71%).

Este trimestre, la composición de la cartera por zonas geográficas ha cambiado algo más de lo habitual:

Región	Fondo 30-06	Índice 30-06	Fondo 31-03	Índice 31-03
Norteamérica	36,66%	64,18%	56,38%	63,24%
Europa Occidental	29,49%	18,73%	26,17%	20,02%
Asia Pacífico	20,21%	15,67%	10,97%	15,27%
Efectivo	17,00%	0,00%	6,48%	0,67%

La posición en Norteamérica se ha reducido significativamente, en casi un 20%, redistribuyéndose entre un ligero incremento en Europa y un fuerte movimiento hacia Asia. También se ha reforzado la posición de efectivo.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 30-06	Índice 30-06	Fondo 31-03	Índice 31-03
Energía	21,30%	5,57%	14,03%	5,14%
Comunicaciones	15,83%	2,80%	12,13%	3,10%
Industria	10,19%	19,45%	10,13%	19,02%
Inmobiliario	8,96%	9,96%	10,57%	10,35%
Materiales	7,02%	7,48%	3,03%	7,88%
Consumo discrecional	5,70%	11,91%	14,28%	12,14%
Consumo básico	5,01%	4,62%	15,37%	4,16%
Serv. Públicos	4,15%	3,00%	1,03%	2,68%
Financiero	2,91%	14,29%	9,74%	13,78%
Salud	1,92%	9,78%	2,02%	9,74%
Tecnologías información	0,00%	11,15%	1,18%	12,01%

El cambio más significativo ha sido una fuerte reducción de los sectores de consumo, tanto discrecional como básico, y el financiero (que estaban concentrados en EEUU). Se ha continuado reforzando la posición en energía, comunicaciones, materiales y servicios públicos. Seguimos con algunos de los múltiplos más *value* desde nuestro inicio, con un PER promedio de 10,95 o un P/B de 1,05.

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 12/07/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores