

# Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

## La guerra de Ucrania

Durante el pasado trimestre, la guerra de Ucrania ha tenido avances dramáticos. Como escribimos en julio, la situación militar ha evolucionado a favor de Ucrania. El ejército de Zelensky no solo consiguió desactivar la ofensiva rusa en el Donbass atacando la logística rusa con los misiles de precisión suministrado por Estados Unidos (los HIMARS), sino que obtuvo una victoria brillante en la zona de Járkov, provocando una desbandada rusa y capturando depósitos considerables de armamento pesado y munición. Se calcula que, tras dicha ofensiva, casi la mitad de los tanques del ejército ucraniano han sido “suministrados” por el ejército ruso.

La sucesión de reveses militares causó fuertes críticas internas entre los nacionalistas rusos más extremos y Putin decretó la movilización parcial de 300.000 soldados. La llamada a filas está medida cuidadosamente para evitar el descontento de esas clases medias urbanas cuya pasividad política ha sido una de las piedras angulares del régimen de Putin. Se dirige a aquellos varones con experiencia militar, es decir, pesca en los mismos caladeros socioeconómicos y étnicos que el ejército regular: las clases más humildes, que no son capaces de evitar la llamada a filas vía prórrogas universitarias, y las regiones más pobres, en las cuales el salario militar es una opción económica interesante. Sin embargo, la movilización ha generado escenas que debilitan la fe en su gobierno de cualquier ciudadano ruso. Han huido de Rusia cientos de miles de varones en edad militar (que todavía no habían sido llamados a filas, pero temían serlo). Se han producido atentados contra varias oficinas de reclutamiento y las autoridades de Daguestán, región vecina de Chechenia, han reaccionado con una dureza inusitada contra el decreto.

Pero quizás lo peor es que el proceso ha revelado una falta de organización (algunas regiones han llamado a filas aleatoriamente, sin pasar por comités médicos) y unas deficiencias logísticas (se han “perdido” 1,5 millones de uniformes) impensables en un país serio. Algunos soldados han sido enviados al frente directamente, sin pasar por un tribunal médico, sin entrenamiento adicional y con medios muy escasos (hay un vídeo en el que una mujer oficial les recomienda a los reclutas que se lleven el botiquín del coche y que compren productos de higiene femenina para detener las hemorragias de las heridas de bala). Todo esto circula por las redes sociales y es discutido en la televisión rusa, incluso en aquellos programas más férreamente triunfalistas.

A pesar de su coste político, esta leva no está mejorando la efectividad militar rusa. El ejército ucraniano sigue avanzando rápidamente en la región de Jersón (aunque en este frente, a diferencia del de Járkov, las retiradas parecen producirse con más orden). Tampoco parece probable que vaya a cambiar la marea a medio o largo plazo. Durante la Segunda Guerra Mundial el eficientísimo ejército americano necesitaba un año completo para formar una división militar. Es dudoso que Rusia, con el nivel de improvisación mostrado hasta la fecha, sea capaz de generar nuevas unidades con alta capacidad de combate hasta dentro de

muchos meses. Hay rumores de que la voluntad de Putin es que la movilización sea mucho más amplia de lo anunciado, llegando hasta un millón de personas o más. Pero está la cuestión de con qué va a armarlos. Aunque los legendarios depósitos militares heredados de la URSS son casi inagotables, mucho de lo que en ellos se encuentra está deteriorado o es obsoleto, especialmente comparado con los medios que el ejército ucraniano está recibiendo de sus aliados. Los rusos están recurriendo a los T-62, tanques fabricados hace casi 60 años, modernizados hace 40 y retirados hace mucho tiempo de las unidades de primera línea. China no está prestando ayuda militar significativa y Rusia está muy lejos de ser capaz de fabricar armamento moderno al ritmo necesario, en gran parte por las sanciones occidentales. Han tenido que comprar cientos de drones iraníes ante la incapacidad de producir los propios. Ni siquiera es capaz de suministrar alimentos, combustible y municiones en cantidad suficiente a las tropas ya desplegadas. ¿Cómo iba a manejar la logística de un ejército varias veces mayor?

Además, una movilización aún más amplia, aunque pudiera tener hipotéticas ventajas militares, agudizaría mucho la contestación política contra Putin, algo que hemos visto que teme. Y cientos de miles de soldados mal abastecidos, críticos con el poder político y que no quieren ir una guerra que es una *myasorubka*, una picadora de carne, es la receta que produjo la revolución de febrero de 1917.

Lo que está claro es que Rusia sigue encadenando un error tras otro y perjudicando cada vez sus intereses. Ha dejado pasar la oportunidad de negociar desde una posición de fuerza relativa como la que ocupaba al principio del verano. ¿Se debe a que Putin se ha vuelto irracional, loco tal vez? Es muy improbable. Lo que se trasluce es otra cosa. El objetivo de Putin y de aquellos que le rodean ha dejado de ser una supuesta grandeza de Rusia y se centra en conservar la vida y el poder, casi sinónimos en la situación actual, aunque sea a costa de centenares de miles de muertos y un deterioro de la posición estratégica y económica de Rusia sin parangón en 30 años. Y está siendo extremadamente racional siguiendo esa estrategia, intentando retrasar al máximo una derrota que probablemente le expulsaría del Kremlin, aunque sea aumentando el coste cuando esta se produzca.

El resultado es que Rusia cada vez tiene menos que ofrecer en términos militares y materiales a cambio de una paz que le sea favorable. La destrucción de segmentos de decenas de kilómetros de los gasoductos Nordstream (por los efectos del agua salada tras el sabotaje) debilita en grado sumo la capacidad rusa de presionar a Alemania para que esta, a su vez, influyera en Ucrania para aceptar unas condiciones poco atractivas. Incluso poniéndose en modo ultrapragmático y de *realpolitik*, en Berlín deben empezar a pensar que la opción más rápida y menos costosa de acabar la guerra puede ser suministrar a Ucrania todo lo que necesite para obtener una victoria militar incontestable.

En resumen, que Rusia está perdiendo la guerra convencional, que es consciente de ello (a juzgar por lo que dice su prensa), que tiene poquísimas esperanzas de revertir la situación militar y que todo parece indicar que Ucrania va a tener capacidad militar de reconquistar todos los territorios ocupados desde 2014 e, incluso, amenazar Crimea y el corazón del Donbass. La principal incógnita son los ritmos y los costes necesarios para hacerlo y los efectos en Rusia.

En vista de ello, y descartando escenarios catastrofistas (abajo hablaremos de ellos), parece que el mejor desenlace de la guerra desde el punto de vista de Rusia pasa por poner un nuevo líder en lugar de Putin que negocie con Ucrania y sus aliados una paz que, a estas alturas, probablemente exigiría devolver todo lo ocupado desde febrero. Sin embargo, es obvio que sustituir a Putin no es sencillo. Churchill decía que intentar entender qué pasa en el Kremlin es como observar dos perros peleando bajo una alfombra. Se ve movimiento, se oye el altercado, pero es difícil saber qué ha ocurrido hasta que uno de ellos emerge victorioso.

Ahora mismo hay varios polos de poder en Rusia, el más obvio son los servicios de seguridad herederos del KGB fieles a Putin porque es quién les ha encumbrado en el poder y que, a diferencia de los de otros países, controla un pequeño ejército propio. También está el ministerio del interior y el ejército. Hay otros jugadores más exóticos, pero que tienen amplias tropas a su disposición: el checheno Kadírov y Prigozhin, el líder de la organización de mercenarios Wagner. Según parece, estas organizaciones compiten entre ellas y Putin es el que mantiene los equilibrios internos. Es posible que lo que retrase un cambio en la presidencia rusa sea, precisamente, la falta de acuerdo sobre quién será su sucesor. Lo que es difícil es pensar es que Rusia pueda continuar una guerra en la que está haciendo el ridículo, un conflicto que está hundiendo su economía, provocando cada vez más críticas internas y que amenaza con hacerle perder territorios que consideraba ya suyos para siempre, como Crimea. Por no hablar de que abre escenarios de guerra civil y disgregación territorial si se prolonga lo suficiente.

Y eso nos lleva a comentar el escenario que todo el mundo teme: la ruptura del tabú nuclear. Es evidente que cuando alguien con tan pocos escrúpulos como Putin amenaza con usar la bomba, hay que tomárselo muy en serio, y así lo están haciendo la OTAN y el resto de los países occidentales. Sin embargo, sigue siendo un evento extremadamente improbable. ¿Por qué? Primero, porque buena parte de la élite rusa, a pesar de los cambios ideológicos de los últimos 30 años, tiene **grabado** en su mente un rechazo profundo a la guerra nuclear que viene desde la época soviética<sup>1</sup>. Y si como soviéticos rechazaban la guerra, a pesar de que muchos probablemente habrían estado dispuestos a dar su vida por el futuro luminoso del

---

<sup>1</sup> Este gestor estudió en Universidad de Moscú, al final de la URSS, en una de las universidades que formaba a los miembros de la élite rusa actual. El rechazo y la repulsa contra la guerra nuclear era generalizado, y no solo por miedo individual a sus consecuencias. En aquel tiempo, el grado de ideologización de la sociedad era tan profundo que millones de personas habrían sido capaces de sacrificar su vida por la causa del socialismo. Y ahí estaba el quid de la cuestión: una de las creencias más fuertes sobre el comunismo era la de su inevitabilidad histórica. Marx, cuyos panfletos eran textos sagrados, creía haber encontrado leyes históricas tan fiables como las de Newton, y una de ellas era que tras el capitalismo seguiría, invariablemente, el socialismo. “Lo que la burguesía produce, por tanto, son sus sepultureros”, dice el Manifiesto Comunista. Así que lo único necesario para ver el triunfo del socialismo en la tierra era esperar. Antes o después estallarían revoluciones comunistas en todos los países debido a sus “contradicciones internas”. El gran miedo de los soviéticos era que los “burgueses” intentaran cortar la película antes de llegar a ese final feliz. La URSS realmente estaba aterrorizada (incluso en un momento tan tardío como los 80) de que EEUU tomara conciencia de su inevitable derrota y realizara un ataque nuclear por sorpresa. Esa certeza del fin inevitable del capitalismo explica en parte porqué Jrushiov acabó echándose atrás en la crisis de los misiles, o porqué buena parte del impulso de gobierno inicial de Gorbachov -uno de los líderes más idealistas y comunistas de la URSS- priorizó tanto rebajar la tensión nuclear.

socialismo, imagínense ahora que tienen aviones privados, yates, casas en Niza, en Marbella y muchos millones de razones en el banco para seguir disfrutando de la vida. ¿Se va a acabar su mundo si hay que devolver los territorios ocupados? No, si Occidente es sabio negociando la paz.

En cambio, si dejan que Putin utilice una bomba nuclear táctica, lo que les espera, en el mejor de los casos, es acabar apestados para siempre, sobreviviendo en un agujero en el suelo como Saddam Hussein o refugiados en Corea del Norte. Porque Estados Unidos no va a utilizar nucleares como respuesta, mucho menos escalar hasta un intercambio nuclear estratégico. No necesita hacerlo. Le basta con seguir manteniendo la presión militar convencional y la económica para que Rusia acabe colapsando en medio de un aislamiento internacional casi absoluto.

Lo que sí le interesa a Putin, muchísimo, es que Occidente crea que está dispuesto a utilizar la bomba. Sirve para debilitar y romper la cohesión de los aliados de Ucrania. Y con una probabilidad muy alta, todo el ruido que estamos oyendo tiene ese propósito.

Resumiendo: el escenario central, el que parece más probable, son más victorias militares ucranianas, seguidas de un cambio de gobierno vía golpe palaciego en Rusia y una negociación que detendrá la guerra, si no *de jure*, sí *de facto*. ¿La escala temporal? Probablemente meses, si Rusia quiere salvar algo de esta guerra.

## Los mercados

Al cierre del trimestre nuestra cartera tiene un 20,2% en el sector energía (incluyendo empresas de metaneros como Flex LNG que ha subido un 80,40% desde su compra) y un 14,6% en mineras de oro (que son algunas de las empresas más baratas del mercado), dos componentes que reaccionan bien a la incertidumbre geopolítica.

También tenemos un 31,47% en Japón, un puerto seguro que está afrontando mejor que el resto las turbulencias que nos azotan. La bolsa japonesa no está sobrevalorada como la estadounidense (al revés, está insultantemente barata), ni expuesta de lleno a los efectos de la guerra de Ucrania como la europea. Además, parece que va a ser uno de los pocos países desarrollados que lograrán esquivar completamente una recesión.

Seguimos teniendo una cartera baratísima: PER de 8,40 y precio/valor contable de 0,59. Esta combinación nos está permitiendo capear el temporal de los mercados mucho mejor que el índice (tenemos un diferencial positivo de 9,54% desde el inicio del año). Nuestra exposición a la energía y el oro nos protege ante posibles sorpresas negativas y, al estar invertidos en una cartera *value* profundo, seguimos preservando la opcionalidad de grandes subidas si las cosas mejoran más de lo esperado.

Otro de los fenómenos que estamos observando son las grandes caídas de los fondos *growth*. Como hemos repetido muchas veces, en las bolsas se alternan los ciclos en los que las acciones caras lo hacen mejor que las baratas y viceversa. Sin embargo, sale más a cuenta invertir en acciones baratas porque cuando estas caen, lo hacen mucho menos que las caras,

que se despeñan irremediabilmente cuando las condiciones dejan de parecer tan fantásticamente favorables. En las fases en las que el *value* lo hace mal es duro, para un inversor, ver como todo el mundo alrededor parece estar haciendo dinero con facilidad, mientras su cartera apenas avanza. Pero, como dice Warren Buffett, “solo cuando baja la marea se sabe quién nadaba desnudo”. En los últimos años, lo que subía como la espuma era el *growth*, acciones que cuanto más caras se volvían, mejores compras parecían ser para los analistas. Hemos oído que esto se debía a un nuevo paradigma, que los mercados habían cambiado en su naturaleza profunda, que *esta vez era diferente*, etc. La misma historia que se repite una y otra vez...

## Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de +1,34%, comparada con un +1,09% del índice de referencia<sup>2</sup>. En lo que va de año, llevamos un -6,43% frente a un -14,58% del índice.

La composición de la cartera por zonas geográficas es la siguiente:

Región	Fondo 30-09	Índice 30-09	Fondo 30-06	Índice 30-06
Asia Pacífico	38,83%	16,05%	20,21%	15,67%
Norteamérica	25,63%	65,15%	36,66%	64,18%
Europa Occidental	18,77%	17,38%	29,49%	18,73%
Efectivo	16,77%	0,67%	17,00%	0,00%

La posición en Norteamérica ha seguido reduciéndose. También ha bajado nuestra exposición a Europa Occidental. Aumenta Asia Pacífico, sobre todo Japón, que ya compone casi un 32% del fondo. Las acciones asiáticas tienen mucho mejor *momentum* relativo que el resto de los índices de los países desarrollados, incluso tomando en cuenta las caídas del yen.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 30-09	Índice 30-09	Fondo 30-06	Índice 30-06
Materiales	25,20%	7,50%	7,02%	7,48%
Energía	20,18%	6,04%	21,30%	5,57%
Industria	18,63%	19,76%	10,19%	19,45%
Comunicaciones	6,03%	2,67%	15,83%	2,80%
Consumo discrecional	5,68%	11,87%	5,70%	11,91%
Inmobiliario	2,56%	9,13%	8,96%	9,96%
Consumo básico	2,18%	4,40%	5,01%	4,62%
Serv. Públicos	1,55%	2,93%	4,15%	3,00%
Salud	0,72%	10,16%	1,92%	9,78%
Tecnologías información	0,51%	10,70%	0,00%	11,15%
Financiero	0,00%	14,85%	2,91%	14,29%

<sup>2</sup> MSCI World Small Caps Net Total Return en euros

El cambio más significativo ha sido un incremento en Materiales, que ahora compone más de un ¼ del fondo e Industria. Los sectores que han sufrido una reducción mayor son Comunicaciones e Inmobiliario. Seguimos en territorio *value* profundo, con un PER promedio de 8,40, un P/B de 0,59 y una rentabilidad por dividendo del 6,54%.

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 11/10/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores