

Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

Putin y Prigozhin

Este trimestre, la guerra de Ucrania ha vuelto a ocupar las portadas de los periódicos. Durante un fin de semana frenético, la organización de mercenarios Wagner tomó la ciudad de Rostov, aprisionó a algunos de los militares de más alta graduación de Rusia y desplazó varias columnas militares hasta llegar a 200 km de Moscú. Después, tras una negociación liderada por el dictador bielorruso, Lukashenko, los de Wagner se fueron por dónde habían venido. ¿Qué nos dice esto sobre la situación política en Rusia y la evolución de la guerra?

El dato más importante es que el pueblo ruso no se ha involucrado en absoluto. No hemos visto manifestaciones ni a favor ni en contra de Putin. Quizás porque la población ha interpretado estos hechos como una pelea interna dentro del grupo que gobierna, no como algo que pudiera llevar a un cambio del sistema político. En cierta medida ha recordado el intento de golpe de 1991, en el que solo 1.500 personas defendieron la Casa Blanca de los tanques de, curiosamente, Surovikin, el comandante en jefe de las tropas rusas en Ucrania hasta enero de 2023. Lo que está claro es que no se percibe descontento popular masivo. Putin no parece tener enemigos dentro de Rusia; las amenazas le vienen de sus amigos.

Es decir, a pesar de que el aura de Putin como líder omnisciente y omnipotente ha quedado seriamente desportillada, el resultado neto de este "stress test" parece haber sido reforzar el sistema de poder ruso. Si hay cambios en el futuro, lo más probable es que se limiten a un cambio de nombres. Son malas noticias para Kíev. La mejor esperanza para un fin de la guerra que les fuera favorable ha sido y es un derrumbe interno ruso. Este parece más lejos ahora que antes.

De momento, la ofensiva militar ucraniana no presenta éxitos apreciables. El ejército ruso está empezando a luchar como los expertos militares esperaban que lo hiciera en 2022, es decir, con un nivel de calidad de armamento y doctrina cercano al de los ejércitos de la OTAN. Ya no hay tanques remolcados por tractores ni sistemas de defensa antiaérea que cuestan millones con los neumáticos hechos trizas por falta de mantenimiento. Rusia iguala o supera a los ucranianos en el uso de drones (si alguien quiere ver cómo han cambiado la guerra, le recomiendo esta vertiginosa película bélica producida nada menos que por la propia Wagner¹) y sigue manteniendo una amplísima superioridad en bocas de fuego y aviación. Durante el último año han conseguido adaptarse y contrarrestar las armas ucranianas que les causaban más daño, como los HIMARS.

La reactivación de la industria militar, una tendencia que comentábamos en nuestra carta anterior, parece haberse consolidado con fuerza. La ayuda china y el *know-how* iraní para manufacturar armas bajo sanciones han conseguido desbloquear los cuellos de botella tecnológicos. El motor militar de Rusia empieza a funcionar con casi todos los cilindros, y en esas condiciones es muy difícil

¹ <https://www.elmundo.es/cultura/cine/2023/07/03/64a17edffdddfc1348b4575.html>

que Ucrania consiga una victoria contundente, arrolladora, en una guerra de desgaste como la actual. Sobre todo, por la escasez del armamento enviado por Occidente, que ya ha mandado a Ucrania casi todo aquello de lo que podía prescindir y tiene problemas casi insalvables para incrementar sustancialmente el suministro. Las empresas occidentales se resisten a instalar nuevas líneas de producción que quizás se queden sin pedidos en uno o dos años.

Por tanto, salvo sorpresa positiva del lado ucraniano, cuya inteligencia y valentía nunca hay que subestimar, el escenario central es que la guerra siga varios meses, incluso un año más hasta que los contendientes firmen un armisticio no muy lejos de las actuales líneas del frente. Parece poco probable que Ucrania consiga expulsar las tropas de Putin de los territorios ocupados; por otra parte, a Rusia, aunque esté en mejor posición que el año pasado, no le vendría nada mal cantar victoria temporalmente, quitarse de encima la losa de las sanciones y tomarse un respiro económico. Hasta que llegue ese momento habrá que seguir estando muy atentos porque no hay que olvidar que una guerra abierta, en Europa, con la participación de una superpotencia nuclear, es una fuente potencial de cisnes negros. Nuestro sistema sigue manteniéndonos con un porcentaje de acciones europeas inferior al del índice (11,10% comparado con 18,73% del índice) aunque superior al del trimestre anterior.

El Value, el Growth y la IA

El último trimestre ha visto un resurgir aparentemente imparable de muchas de las grandes compañías tecnológicas *growth* que protagonizaron el mercado alcista de la última década, acercándose a los máximos que alcanzó el índice mundial a finales de 2021. Al mismo tiempo, las compañías *value*, que habían tenido un desempeño mejor desde entonces en términos relativos, se han quedado atrás o incluso han presentado ligeras bajadas. Nuestro fondo, por ejemplo, lo ha hecho ligeramente peor que su índice tras superarlo durante cinco trimestres seguidos. ¿Estamos ante otro cambio de tendencia secular, una vuelta del *growth* en detrimento del *value*? Es hartito improbable.

Tras un período tan largo de dominación casi absoluta de las compañías grandes *growth* como el finalizado en 2021, el rebote subsiguiente del *value* tiende a tener una duración e intensidad inversamente proporcional a su pobre desempeño anterior. Es una consecuencia de la ley de hierro de los mercados, la regresión a la media. Por supuesto, este retorno del *value* no se produce de manera monótonamente ascendente, como una escalera mecánica; a veces da un paso atrás antes de seguir avanzando, como ha ocurrido el trimestre pasado.

Buena parte de la alegría de índices como el Nasdaq se debe al auge de las compañías relacionadas con la inteligencia artificial, un *boom* que trae ecos de la internet de finales de los 90. Es un tren al que todo el mundo quiere subirse. El CEO de la cadena de supermercados Kroger mencionó hasta 8 veces la palabra "AI" en su última presentación de resultados.

La euforia tiene una base real: el éxito espectacular de las así llamadas inteligencias artificiales generativas, en particular ilustrado por los LLM ("Grandes modelos de lenguaje") de los cuales

ChatGPT es el ejemplo más conocido. Este último, al igual que sus sucesores, parece por fin haber resuelto el problema de generar lenguaje similar al de los humanos. Sin disminuir un ápice el logro conseguido, sin duda uno de los más importantes de la historia de la tecnología, hay que tener en cuenta sus limitaciones.

Si uno se arremanga, levanta el capó y estudia el motor (recomiendo la introducción de Stephen Wolfram²), advierte que la tecnología no sólo es prodigiosa por sus resultados, sino porque funciona sin que sepamos muy bien porqué. No hay una teoría del lenguaje que explique por qué unas redes neuronales con cierta configuración arbitraria son capaces de generar texto legible. Sencillamente, tras años de cacharreo con los parámetros pertinentes, las cosas empezaron a salir, un poco de manera anti intuitiva: resulta que los modelos con cantidades descomunales de parámetros (ChatGPT tiene 175.000 millones de ellos) son más fáciles de ajustar y convergen a más velocidad que los menos complejos. Hay que decir que este tipo de situación, con la tecnología adelantándose a la ciencia básica, tiene precedentes históricos. Por ejemplo, las máquinas de vapor llegaron 100 años antes que la termodinámica.

Como dice Stephen Wolfram, la explicación más plausible no es tanto que las máquinas hayan adquirido súper inteligencia de repente, sino que el problema de generar lenguaje humano, de poner una palabra detrás de otra sin que nada chirrié a primera vista, es más sencillo de lo que pensábamos en el sentido computacional. Siendo un poco malvados, algo que nos debería haber alertado al respecto es que todos conocemos personas no especialmente brillantes en lo intelectual capaces de hablar de manera fluida durante horas; vienen a la cabeza algunos políticos.

Sin embargo, el texto que genera el ChatGPT no tiene coherencia interna: se contradice a sí mismo sin que el modelo sea consciente de ello. De hecho, es fácil advertir que los LLM no entienden el concepto de "verdad", tanto a nivel de la lógica interna de lo que escriben, como a la hora de su cotejo con la realidad. No sólo es que se equivoquen, es que a menudo mienten como bellacos, sin inmutarse, citando datos falsos y referencias bibliográficas inexistentes. Los paralelismos con los políticos se refuerzan. Es decir, el ChatGPT habla por los codos, pero ni razona rigurosamente ni tiene capacidad de juicio, aunque a veces se esfuerce por dar esa impresión.

¿Qué efectos económicos tendrá las nuevas IA generativas? Quizás una de las áreas con más impacto potencial es el sector financiero. Para los que tenemos experiencia trabajando con grandes conjuntos de datos, procesándolos y analizándolos con algoritmos cuantitativos, sorprende enormemente la ubicuidad del Excel en las entidades financieras. Además de la cantidad de operaciones que requieren introducir cambios manuales es un entorno muy poco apropiado para la programación ágil y eficiente. Si la introducción de la IA consigue incrementar significativamente los niveles de automatización los efectos en los costes serían considerables.

Pero vamos a centrarnos en el sector que en el que el rally ha sido más espectacular: las tecnológicas. No cabe duda de que una de las áreas dónde los resultados de la IA son más efectivos

² <https://writings.stephenwolfram.com/2023/02/what-is-chatgpt-doing-and-why-does-it-work/>

es la programación: por ejemplo, ChatGPT es extremadamente capaz de escribir código para resolver problemas sencillos, pero laboriosos. Como analogía útil estudiemos lo que ha ocurrido en el mundo de la traducción, que este gestor conoce bien por ser intérprete jurado.

Desde el hilarante software Babelfish de finales de los 90, los cada vez más precisos programas de traducción automática llevan décadas provocando una silenciosa masacre laboral. Un traductor de élite (en el sentido de ser capaz de encontrar los fallos garrafales que todavía cometen los programas automáticos de traducción) es capaz ahora de generar 10 veces más texto de alta calidad por unidad de tiempo que hace 20 años. Es la diferencia entre tener que traducir "a mano" o tan sólo revisar lo ya traducido por una máquina.

Sin embargo, los traductores que no son capaces de superar el nivel del software se han vuelto superfluos. Dado que el número de profesionales de élite sigue siendo finito, los precios de las traducciones de más calidad apenas han bajado; lo que ha ocurrido es que esos privilegiados ganan ahora mucho más que antes porque la pequeña pérdida en precio se ha compensado de manera sobrada con el volumen. En cambio, las traducciones sencillas, que no requieren control de calidad o certificación legal, se han convertido en un producto gratuito.

Hay que tener cuidado con no estirar demasiado la analogía, porque el mundo de la traducción es un tanto peculiar, lleno de freelances que trabajan en casa, que no están sindicados, y con una fragmentación alta a nivel empresarial. Pero extrapolando, es de esperar que los costes de desarrollar software al más alto nivel bajen, pero no demasiado porque muchas de las ganancias de productividad se las quedarán los programadores de élite, que siguen siendo el cuello de botella del proceso. Sin embargo, todo lo que sean tareas rutinarias de mantenimiento, verificación, pequeños cambios y sustituciones, etc. se volverá algo casi gratuito. Al igual que en la industria de la traducción, se perderán muchos de los puestos de trabajo de menor nivel.

Toda área de actividad que tenga que lidiar con la escritura, con la generación de imágenes, etc. sufrirá consecuencias similares: marketing, prensa, etc. Los mejores, aquellos capaces de enmendarle la plana a la IA, de filtrar y decidir sobre la calidad de sus productos, verán subir su caché mientras que el resto sufrirá.

¿Cómo afecta esto a las valoraciones a largo plazo de las compañías tecnológicas? Pues quizás en menor medida de lo que se espera. En primer lugar, porque las grandes tecnológicas son muy ineficientes a nivel laboral. En Twitter, Elon Musk ha despedido o dejado irse a casi $\frac{3}{4}$ de la plantilla y la nave va... incluso mejor que antes en muchos aspectos. La razón es que la inmensa mayoría de los que han abandonado la compañía no eran programadores, sino parte de la colosal mochila burocrática que las tecnológicas americanas han acumulado durante los largos años de bonanza, en parte por las exigencias ESG. Es, por tanto, dudoso que dichas compañías disfruten de reducciones de costes dramáticos a corto plazo porque despidan a los programadores más mediocres. No son un componente tan sustancial de la plantilla y parte de los ahorros se los llevarán los incrementos salariales de las estrellas capaces de exprimir al máximo la nueva IA.

¿Y el principal fabricante de los chips GPU en los que corren las IA, NVIDIA? Como es bien sabido, durante una fiebre del oro el negocio más rentable es poner una ferretería. Pero la compañía de Santa Clara va a tener que vender muchos picos y muchas palas para justificar su PER adelantado de casi 55. Eso, sin contar lo que puedan hacer competidores como AMD u otros que surjan en el futuro al calor de los jugosos márgenes. Eso no quiere decir que no haya empresas que se beneficien de algo tan trascendental, de una tecnología con un impacto económico tan amplio y profundo como la IA y que dicho beneficio no esté aún reflejado en sus precios; pero es más probable que se trate de compañías relativamente oscuras. Nuestro algoritmo ha añadido posiciones en algunas de ellas.

En cualquier caso, volviendo al tema inicial, está claro que un rally del *growth*, de empresas ya de por sí caras, que encima se sustenta en un número relativamente pequeño de ellas, es endeble. Sobre todo, cuando las condiciones macro son muy diferentes de las que reinaban en los años anteriores a la subida de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Este gestor duerme mucho más tranquilo con el grueso de nuestra cartera en uno de los mercados más baratos y con mejor acción de precios del mundo como el japonés. Y está convencido de que, en breve, compañías como las que forman nuestra cartera volverán a superar a los índices como han venido haciendo desde finales de 2021 hasta hace apenas dos meses.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de -3,10%, comparada con un +2,79% del índice de referencia³. Nuestra cartera se ha tomado un descanso tras cinco trimestres seguidos en los que hemos superado al índice. Las causas han sido el relativo parón de las empresas asiáticas -que subieron un 10,57% el primer trimestre del año y tan sólo un 1,78% en el segundo- y, sobre todo, la fuerte caída de las compañías de materias primas y energía de nuestra cartera, sectores que ha sido maltratados por los mercados este trimestre.

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

| Región | Fondo 30-06 | Índice 30-06 | Fondo 31-03 | Índice 31-03 |
|-------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Asia Pacífico | 54,62% | 15,47% | 48,43% | 15,85% |
| Norteamérica | 27,05% | 64,35% | 44,24% | 63,40% |
| Europa Occidental | 11,23% | 18,87% | 3,99% | 19,44% |
| Efectivo | 7,10% | 0,00% | 3,35% | 0,00% |

La posición en Norteamérica se ha reducido significativamente, incrementándose nuestra exposición a Europa Occidental y sobre todo a Asia-Pacífico, que ahora compone más de la mitad de nuestra cartera, concentrada sobre todo en Japón.

³ MSCI World Small Caps Net Total Return en euros

La distribución sectorial es la siguiente:

| Sector | Fondo 30-06 | Índice 30-06 | Fondo 31-03 | Índice 31-03 |
|-------------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Industria | 27,58% | 23,05% | 29,38% | 22,49% |
| Materiales | 22,90% | 7,65% | 23,64% | 8,15% |
| Consumo discrecional | 14,32% | 12,83% | 14,18% | 12,87% |
| Salud | 7,28% | 9,27% | 5,97% | 8,90% |
| Energía | 6,97% | 5,37% | 10,35% | 5,37% |
| Consumo básico | 5,05% | 4,42% | 6,58% | 4,50% |
| Comunicaciones | 3,86% | 2,46% | 4,93% | 2,60% |
| Tecnologías información | 3,73% | 10,72% | 1,61% | 10,46% |
| Financiero | 1,20% | 13,44% | 0,00% | 13,56% |
| Inmobiliario | 0,00% | 7,96% | 0,00% | 8,26% |
| Serv. Públicos | 0,00% | 2,85% | 0,00% | 2,93% |

A pesar de la rotación de la cartera, no hay grandes cambios en su composición sectorial que, como el índice, sigue dominada por el sector industria. Se ha reducido ligeramente la exposición a los sectores materiales, energía y consumo básico, más por su pobre comportamiento de precios que por la venta de acciones. Se ha incrementado ligeramente la exposición a tecnologías de la información y salud. Seguimos fuera de los sectores financiero e inmobiliario.

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 11/04/2023 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores