

Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

Culmina la ofensiva ucraniana

La guerra de Ucrania ha hecho menos ruido de lo que venía siendo habitual, a pesar de la importancia potencial de los eventos de este trimestre. En la carta anterior, apuntábamos al escaso progreso de la ofensiva de Kiev, algo que se ha confirmado a lo largo del verano ya que esta parece haber culminado (en el sentido militar de alcanzar su extensión máxima) sin apenas rascar la parte exterior de las defensas rusas en la zona de Zaporozhie. Hay indicios de que el ejército ucraniano ha sufrido un número muy elevado de bajas (la presión para aumentar el número de conscriptos en Ucrania empieza a ser notoria), además de una destrucción significativa del nuevo material militar enviado por Occidente. Ante las críticas occidentales contra el desempeño de las fuerzas armadas ucranianas, su comandante en jefe, Valery Zaluzhny, el héroe de la defensa de Kiev, dijo que esta batalla no era como las que habían librado los ejércitos occidentales en las últimas décadas: la comparó con Kursk, la famosa batalla de la Segunda Guerra Mundial ocurrida en 1943.

En Kursk, tras desgastar al enemigo con una densa barrera de fortificaciones, los ejércitos soviéticos desencadenaron una contraofensiva que arrebató definitivamente la iniciativa militar a la Wehrmacht para el resto de la guerra. Parece muy probable que el ejército ruso vaya a actuar de modo similar. Como comentábamos el pasado trimestre, Rusia ha conseguido reactivar e incluso aumentar su producción militar, importando los componentes tecnológicos vetados por las sanciones a través de terceros países, como los de Asia Central. Y, a diferencia del espectáculo de incompetencia suma en el inicio de la guerra, su nivel táctico y tecnológico actual (ha aumentado el uso de drones muy sofisticados de manera exponencial) es comparable con el de los mejores ejércitos del mundo. Parece improbable que, después de las humillaciones sufridas por el ejército ruso en 2022, Putin no intente terminar esta fase del conflicto de manera triunfal, con una derrota clara de Ucrania que le permita recuperar las partes de las regiones declaradas como territorio ruso que aún siguen en manos de Ucrania.

Todo esto ocurre en un entorno en el que cada vez es más difícil suministrar material militar a Ucrania (se han agotado las reservas existentes en Occidente y la nueva producción llevará mucho tiempo en ponerse en marcha) y en el que empiezan a aparecer tensiones y síntomas de agotamiento, incluso entre los aliados más próximos, como Polonia. Se nota, además, un cierto desfallecimiento del apoyo de Estados Unidos: el Congreso estadounidense ha destituido a su *speaker* (por primera vez en sus más de 250 años de historia) debido a, entre otras cosas, su apoyo al envío de más fondos a Ucrania. Además de la crisis económica, cada vez hay más voces en el *establishment* americano que se preguntan si, en un entorno de enrarecimiento de las relaciones con China, las prioridades de la política exterior no deberían ser otras. También hay signos de cansancio entre el pueblo ucraniano, que empieza a pensar si merece la pena sacrificar el resto del país por regiones que, antes de la guerra, eran relativamente prorrusas.

En conclusión, parece probable un escenario en el que Rusia lleve a cabo una gran ofensiva contra Ucrania durante este trimestre. Si tiene éxito y consigue ganancias territoriales apreciables, asistiríamos sin duda a un endurecimiento de las sanciones occidentales. Rusia probablemente contestaría haciendo el invierno más complicado para Europa en términos energéticos. Sea por esto, o por los efectos de la subida de los tipos por parte del Banco Central Europeo, lo cierto es que el comportamiento de los mercados ha hecho que nuestro sistema de inversión haya reducido aún más sus posiciones en Europa, manteniendo tan sólo un 3,32% de la cartera en Reino Unido. Esto puede parecer sorprendente dado el buen comportamiento de los índices de grandes compañías europeas como el Euro Soxx; sin embargo, el índice de pequeñas compañías europeas está casi plano en el año.

¿Tiempos de tribulación? Tiempos de invertir.

Peter Turchin, un biólogo matemático ruso-americano, intenta proporcionar un armazón matemático a la Historia, fundando una nueva ciencia llamada Cliodinámica. Turchin saltó a la fama mediática cuando se cumplió su predicción, realizada en 2010, de que 2020 sería un año de gran conflicto interno en Estados Unidos. Recientemente ha publicado el libro “End Times” (“Fin de los Tiempos”) que, aunque su título indica no es una lectura especialmente reconfortante, sí nos proporciona una visión útil del lugar histórico en el que nos encontramos y de qué hacer para evitar los principales riesgos que nos amenazan. Tiene similitudes con los enfoques de otros ensayistas, más narrativos y menos cuantitativos, como Strauss y Howe y su teoría generacional.

Estos pensadores creen -y proporcionan evidencias en apoyo de sus tesis- que la historia se desarrolla en ciclos en los que periodos relativamente largos de estabilidad se ven interrumpidos por épocas cortas de extremada turbulencia y conflictos. Como dijo Lenin, un fabricante profesional de Historia: “Hay décadas en las que no pasa nada y semanas en las que pasan décadas”. Niall Ferguson habla de que estamos experimentando una “avalancha de Historia”. Mientras se escribía esta carta, han llegado noticias del ataque masivo de Hamás en Israel, y del asesinato y secuestro de cientos de civiles israelíes, noticias que sobrecogen y que retrotraen a otros tiempos.

Es obvio que cualquier intento de meter en una caja algo tan poco dado a las clasificaciones como el devenir de las sociedades humanas tiene que basarse en enormes simplificaciones. Sin embargo, aquí se aplica lo que se dice en economía, todos los modelos son falsos, pero algunos son útiles. Y tampoco es algo descabellado: las fluctuaciones cíclicas son un fenómeno muy común en los sistemas complejos, desde el nivel celular al cosmológico, y no es de extrañar que la dinámica de los grupos humanos pueda describirse con conceptos matemáticos similares. Incluso si es de manera imperfecta, ruidosa y tan sólo parcial.

Aunque centradas en explicar y predecir la situación de Estados Unidos ante semejante teorías, cualquier observador actual de la realidad española les replicaría lo de “¿Me lo dices o me lo

cuentas?”. La crisis que atraviesa nuestro país, aunque levísima comparada con otros eventos internacionales, encaja bien en ese marco conceptual. Ciertamente estamos experimentando más Historia de la que nos gustaría.

¿Cómo debería enfrentar el inversor estos tiempos turbulentos? ¿Debería meter su dinero en un colchón? Eso es lo peor que se puede hacer: garantiza el quedarse sin él, porque estas crisis suelen ir acompañadas de fuertes tirones inflacionarios. El desalmado (pero desgraciadamente correcto) “Compra cuando hay sangre en las calles” de Rothschild, recuerda que es crucial, ahora más que nunca, estar invertidos en activos reales. Pero hay que hacerlo con cuidado. En épocas como esta, la geopolítica marca el curso de la economía mundial mucho más que en las décadas tranquilas. Y allá dónde va la economía, antes o después, la siguen los mercados. Nuestro fondo, por diseño, se adapta de forma gradual al comportamiento de los mismos, buscando los nichos en los que la combinación de buena dinámica de precios y fundamentales sólidos ofrece retornos por encima de la media de las bolsas mundiales ajustados por riesgo.

Desde febrero del 2020, con una pandemia seguida de una guerra, hemos casi igualado la rentabilidad del índice de *small caps*, pero con una volatilidad mensual un 33% inferior y con una caída máxima un 20% inferior. Estos datos no reflejan lo que, a ojos de este gestor es nuestro principal resultado: hemos evitado riesgos muy serios no invirtiendo en sectores y en empresas peligrosas. Sólo hay que ver las caídas de más del 25% tuvieron muchos fondos de *small caps* en 2022, mientras nosotros acabábamos el año casi planos. El primer mandamiento de un gestor de fondos es preservar el capital de sus clientes.

Y por eso, armados con nuestro algoritmo, nos enfrentamos relativamente tranquilos a este mundo en crisis. Ha demostrado que es capaz de proteger nuestra inversión en tiempos difíciles y su flexibilidad geográfica y sectorial nos permite posicionarnos en aquellos sectores y países más beneficiosos. Por ejemplo, tenemos más del 14% de nuestra cartera en el sector energía, que tuvo una rentabilidad del 28,5% en el trimestre pasado. Y, por supuesto, está Japón.

Japón

Nuestra cartera sigue estando fuertemente concentrada en el país nipón, con algo más de un 45% al cierre del trimestre. Ha sido un tema frecuente en estas cartas lo excepcionalmente baratas que están las empresas japonesas para sus niveles de calidad y perspectivas de crecimiento y a lo largo de este año las rentabilidades están acompañando, con casi un 5% de subida de nuestra cartera japonesa el pasado trimestre. Japón sigue dando pasos hacia su normalización financiera. Cada vez parece más probable que su banco central vaya a terminar con su política de décadas de control de la curva de tipos, algo que poco a poco irá provocando una repatriación de buena parte de los yenes invertidos en el extranjero.

Es de esperar que, aunque inicialmente atraído por la mayor rentabilidad de la renta fija de su país, parte de ese dinero se canalice hacia las acciones japonesas. Los nipones tan sólo tienen un

11% de sus ahorros invertidos en renta variable comparado con, por ejemplo, un 39% de los estadounidenses. Esto ha sido, en gran parte, por el pésimo desempeño de la bolsa de Tokio desde la burbuja de finales de los 80; pero hasta eso está llegando a su fin. El trimestre pasado el TOPIX, el índice de pequeñas compañías, alcanzó los niveles que tenía en 1990. Los inversores japoneses están empezando a encontrarse con una combinación difícil de resistir: mercados internacionales caros y turbulentos y compañías propias que no sólo están baratísimas (por ejemplo, nuestra cartera tiene una rentabilidad EBIT/EV del 20%), sino, además, una fuerte tendencia de precios ascendente, de amplia base, no reducida a tan sólo unas pocas compañías como pasa con las bolsas americanas y europeas. Japón es un verdadero oasis bursátil.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de 2,62%, comparada con un -1,47% del índice de referencia. Como hemos comentado, la principal contribución a este resultado viene de nuestra fuerte presencia en Japón y en el sector energético. En el año llevamos un 2,80% de rentabilidad comparado con el 3,75% 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	45,88%	15,94%	54,62%	15,47%
Norteamérica	37,23%	63,81%	27,05%	64,35%
Europa Occidental	3,32%	18,93%	11,23%	18,87%
Efectivo	13,57%	0,00%	7,10%	0,00%

La posición en Asia, ahora completamente concentrada en Japón, se ha reducido significativamente, aunque sigue siendo la mayor de la cartera. También hemos aumentado nuestra exposición a Norteamérica. La posición en Europa, como hemos comentado antes, se ha reducido aún más, incrementándose nuestra posición de efectivo.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 30-09	Índice 30-09	Fondo 30-06	Índice 30-06
Industria	27,59%	22,82%	27,58%	23,05%
Consumo discrecional	19,60%	12,83%	14,32%	12,83%
Materiales	16,82%	7,60%	22,90%	7,65%
Energía	14,28%	6,34%	6,97%	5,37%
Salud	3,58%	8,47%	7,28%	9,27%
Comunicaciones	2,73%	2,39%	3,86%	2,46%
Tecnologías información	1,83%	10,47%	3,73%	10,72%
Financiero	0,00%	14,16%	1,20%	13,44%
Inmobiliario	0,00%	7,71%	0,00%	7,96%
Consumo básico	0,00%	4,57%	5,05%	4,42%

Serv. Públicos	0,00%	2,63%	0,00%	2,85%
----------------	-------	-------	-------	-------

El sector con más peso en nuestra cartera, es Industria, casi con el mismo peso que al final del trimestre pasado. Se ha doblado nuestra posición en el sector energía e incrementado consumo discrecional, en particular con constructores de viviendas de Estados Unidos, como Pulte y Meritage Homes. Los sectores de materiales y salud han visto reducida su participación. Seguimos fuera de los sectores financiero, inmobiliario y hemos salido completamente de consumo básico y servicios públicos.

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 11/10/2023 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores