

Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

Zugzwang en el Kremlin

La guerra en Ucrania ha entrado en una fase más reposada durante el último trimestre. El evento militar más importante fue la retirada de las tropas rusas de la única capital regional ucraniana ocupada tras la ofensiva de febrero, la ciudad de Jersón. El 8 de octubre, los servicios secretos ucranianos consiguieron ocultar varias toneladas de explosivos en un camión y detonarlo a su paso por el puente de Crimea. A pesar de no interrumpir del todo el tráfico, el daño fue suficiente para disminuir significativamente el flujo de mercancías, rompiendo la espalda del ya derrengado camello logístico que abastecía las posiciones rusas al norte del Dniéper. El general Surovikin, el pragmático nuevo comandante en jefe de las fuerzas rusas en Ucrania recomendó al ministro de defensa Shoigú (en una charada televisada) el abandono de la citada Jersón y la retirada a la mucho más defendible orilla sur. A pesar de las altisonantes amenazas de Putin, que poco tiempo atrás había declarado la ciudad de Jersón parte propia e indivisible de Rusia, el abandono de la ciudad se realizó de manera ordenada y claramente planificada. Esto reduce al reino de lo infinitesimal el riesgo de uso de armas nucleares en esta guerra y contribuye a la creciente indiferencia de los mercados más afectados ante su devenir: el Euro Stoxx 50 ya ha superado los niveles anteriores a la invasión.

La estrategia rusa ha quedado limitada a una defensa estática, con trincheras y fortificaciones improvisadas, combinada con ataques frontales en zonas estrechas del frente como Bajmut o Soledar, acompañados de uso masivo de artillería. Los éxitos parciales, costosísimos en vidas, no son explotados en profundidad por problemas logísticos y de falta de armamento pesado. E incluso esta tosca forma de guerrear parece insostenible. El gasto diario de proyectiles de artillería se ha reducido significativamente, tanto por el acierto ucraniano en la destrucción de los arsenales rusos cercanos al frente como por el agotamiento paulatino de las enormes reservas heredadas de la URSS.

El único éxito militar relativo ha sido el bombardeo de las infraestructuras energéticas ucranianas, usando drones y misiles. Sin embargo, como ha ocurrido una y otra vez durante la guerra, la ventaja se ha mostrado temporal y contraproducente. Primero, por el daño al prestigio militar de Rusia: el supuesto productor de las mejores armas del mundo ha tenido que importar a la desesperada cientos de rudimentarios drones iraníes para lograr superar las defensas ucranianas. Pero es que, además, Occidente ha acudido en tropel en ayuda del gobierno de Zelensky, contribuyendo al refuerzo de un sistema de defensa antiaérea integrado que permite aminorar tremendamente el impacto de las oleadas de cohetes y drones. Sistema que, más allá de la presente coyuntura, incrementa en gran medida su poderío militar: lo que sirve para interceptar misiles también puede derribar helicópteros y aviones.

Al mismo tiempo, los efectos para el relato ruso han sido letales, alienando a muchos de los escasos defensores que les quedaban. A pesar de que la OTAN bombardeó también infraestructuras civiles en Serbia o Iraq, se trataba de regímenes criminales que suscitaban

muy poca simpatía en la opinión pública occidental. Nada que ver con el efecto que causan en los “corazones y mentes” de los europeos y americanos las imágenes de familias ucranianas sin refugio, agua o electricidad. Parece que incluso el General Invierno, el más confiable servidor de Rusia en los conflictos de los últimos 200 años, ha decidido abandonar a Putin. Las altas temperaturas de este invierno han desbaratado el arma energética rusa, permitiendo que los gobiernos europeos occidentales ignoren sus amenazas. El gas natural licuado ha vuelto a los precios previos a la invasión.

En ajedrez se conoce como *Zugzwang* la situación en la que cualquier movimiento permitido a un jugador empeora su posición, algo que describe bien el lugar en el que se encuentra Putin. En su estado actual, Rusia es incapaz de conquistar nuevos territorios. Tampoco puede causar el suficiente daño a Ucrania como para que esta abandone la guerra y no es capaz de disuadir a Occidente para que deje de apoyarla. Si intenta subir la apuesta militar, ordenando una movilización general o poniendo toda su economía en pie de guerra para armar a los nuevos reclutas (suponiendo que fuera factible hacerlo políticamente), se encontraría con una reacción inmediata de Occidente que suministraría a Ucrania tanques de batalla, misiles de largo alcance e incluso aviones modernos que podrían derrotar al inane ejército ruso. Por ejemplo, además de las defensas antiaéreas que hemos mencionado antes, los indicios de que Putin va a ampliar la movilización en este 2023 se han saldado con la entrega a Ucrania de numerosos vehículos blindados con un considerable potencial ofensivo por parte de las potencias occidentales. Es decir, si Putin escala, pierde. Pero si rebaja la tensión, acomoda las peticiones de Occidente y reconoce el fracaso de su guerra se vuelve difícil que sobreviva políticamente. A fin de cuentas, las dictaduras, a diferencia de las monarquías hereditarias, tienen un componente meritocrático. El dictador lo es en gran medida porque se le considera - al menos entre las élites- como el más competente para el cargo.

Sin embargo, la situación actual puede prolongarse durante varios meses. La posición política de Putin no parece amenazada a corto plazo, al menos mientras continúe la estasis relativa del frente. La mayoría de la población rusa parece vivir en una burbuja, con unos programas de televisión que cada vez se vuelven más surrealistas. El especial de año nuevo mostraba un fornido coro interpretando en ininteligible georgiano (¿nostalgia de la URSS?) una canción de un viejo musical soviético, presentadores que brindaban por la victoria militar en las “Tierras del Sur de Rusia”, primeros planos de invitados con sonrisas forzadas, desquiciadas, militares en activo con cara de no saber muy bien qué pintaban allí y un corte a la intervención de un ceñudo Putin sobre un fondo de extras uniformados, hablando de traidores, separatistas y nazis. Alguien habitualmente tan informativo sobre las intenciones del Kremlin como Solovyov habla de bombardear Londres, París y Washington como si estuviera acodado en una barra de taberna. Hay que reconocer que el régimen ha conseguido en gran medida aislar de las consecuencias de la guerra a las clases medias que han sido su soporte durante décadas, a lo que podríamos llamar el “putinismo sociológico”. Pero el reloj sigue corriendo en contra de Rusia.

¿Cómo va a evolucionar la situación? Todo depende el ritmo que Occidente quiera imprimir a la guerra. Estados Unidos maneja la espita de las ofensivas ucranianas porque su inteligencia militar y sus suministros son esenciales para cualquier operación a gran escala de Kíev. Los estadounidenses se vanaglorian de que con un gasto equivalente al 6% de su presupuesto

militar y sin sufrir ninguna baja han dejado fuera de combate al que era -sobre el papel- el segundo ejército del mundo. Teóricamente, si se diera suficiente tiempo a Rusia (hablamos de años más que de meses), podría volverse mucho más peligrosa, como ha hecho en guerras anteriores.

Rehacerse, reconstruir sus cadenas de producción de armamento con componentes chinos o de contrabando (si Irán lo ha hecho, más y mejor podrá hacerlo Rusia), movilizar y armar un ejército mucho mayor que el actual. Pero es muy dudoso que Occidente le preste el margen suficiente. Seguirá aplicando presión gradualmente, intentando que Putin o quién le sustituya ceda hasta un punto que sea aceptable, aunque a regañadientes, para los ucranianos. Es muy probable que se intente evitar un derrumbe interno ruso con consecuencias impredecibles (del que China, que ya es la principal adversaria de Estados Unidos en la nueva guerra fría en la que nos encontramos, podría salir muy reforzada). Imposible saber qué plazos y qué trayectoria concreta seguirá el proceso. Lo que sí podemos decir es que, salvo que tengamos un invierno muchísimo más frío que la media en los próximos meses, la guerra de Ucrania será cada vez más irrelevante para los mercados. Algo que nuestro algoritmo parece también haber concluido: poco a poco está liquidando nuestras lucrativas posiciones en metaneros y buques de transporte de gases de petróleo licuado.

Xi Jinping se rinde

Hasta la llegada de la variante Ómicron se podía considerar factible una estrategia de cero COVID. Con las variantes iniciales, el control de entradas y el trazado de los contagios permitía mantener el virus contenido con costes económicos que podían ser razonables sin tener que recurrir a confinamientos extensos. Pero Ómicron parece un virus de película de ciencia ficción, el más contagioso conocido por la humanidad (si se combina su R0, su número de reproducción, con su escaso tiempo de incubación). Hay multitud de anécdotas sobre su capacidad legendaria de propagación: corredores que transmiten el virus a casi todas las personas con las que se cruzan en un parque al aire libre, contagios entre personas enmascaradas y sentadas a varios metros de distancia, etc. China se encontró con la disyuntiva de seguir aplicando cuarentenas cada vez más extensas e impopulares durante tiempo indefinido o dejar el virus correr libre contagiando a su población en el menor tiempo posible. Las vacunas chinas ofrecen poca protección ante las nuevas variantes y mucha de la población de edad avanzada no ha recibido dosis de refuerzo. Así que la mortalidad (multiplicada por la saturación de las UCI) debe estar siendo apocalíptica, aunque los chinos oficialmente solo reconocen una o dos muertes por día a causa de la enfermedad.

El efecto económico está siendo contractivo a corto plazo, debido a la disrupción causada por la masiva oleada viral, pero se espera que pronto tenga efectos beneficiosos en el crecimiento económico mundial. Todo ello, por supuesto, condicionado al estado general de la economía china, que está experimentando el pinchazo de una de las peores burbujas inmobiliarias de la historia.

Otro de los efectos del COVID en los mercados son las muy preocupantes secuelas para la salud. Debido a la relativamente baja mortalidad del virus entre los jóvenes, a menudo se ha tomado el riesgo de infección a la ligera, con una cierta bravuconería, como si fuera un

resfriado cualquiera. Cada vez tenemos mayor certeza de que no es así. Las consecuencias para la salud del virus son muy serias, equivalentes en cierto modo a varios años de envejecimiento fisiológico. El SARS-CoV-2 daña muchos de los tejidos claves del cuerpo y los riesgos se incrementan con el número de contagios¹. Lo estamos detectando en las mortalidades en exceso muy elevadas, así como en un incremento sin precedentes del número de enfermedades crónicas y del gasto farmacéutico. Esto es lo que los mercados parecen estar vislumbrando en su aprecio por las compañías del sector, algo que nuestro algoritmo ha detectado, incrementando gradualmente nuestras posiciones en el mismo.

¿La década de la bolsa japonesa?

Hemos hablado a menudo de lo extremadamente baratas que se encuentran las acciones japonesas y de su calidad y solidez financiera. Nuestra exposición a este país está cerca de los máximos históricos de nuestra cartera. Los inversores internacionales parecen también haberlo advertido y su compra neta de acciones japonesas se ha incrementado notablemente a finales de 2022. Por primera vez en décadas, algo parece moverse en Japón, donde el gobernador del banco central japonés Kuroda sorprendió recientemente a los mercados ampliando ligeramente la banda de fluctuación del bono japonés a 10 años. Hay varias tendencias que favorecen una evolución positiva de la bolsa japonesa. El inicio de la 2ª Guerra Fría contra China hace de Japón un aliado esencial para Estados Unidos, clave de bóveda de un nuevo sistema económico que integre su tecnología con los bajos costes del Sudeste Asiático para sustituir las cadenas de producción chinas. Además, Japón es una anomalía dentro de los países desarrollados por el altísimo porcentaje de sus ahorros invertidos en efectivo y depósitos: 54,3% comparado con un 13,7% en EEUU y un 34,5% en Europa. Con una inflación que este año se ha acercado al 4%, los sólidos dividendos de las a veces centenarias compañías japonesas empiezan a volverse muy atractivos para los ahorradores japoneses. Y más allá de la dinámica interna de los inversores japoneses, es obvio que el mundo ha entrado en una época inflacionaria (al menos con respecto a las décadas anteriores) que favorece al *value*. El mayor filón de acciones baratas y de calidad del mundo se encuentra en Japón.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de 3,36%, comparada con un 1,67% del índice de referencia². En el año hemos obtenido un -3,36%, frente a un -13,43% del índice de referencia, es decir, hemos superado nuestro índice de referencia en un 11,63%.

Según Morningstar, que ya nos asigna una clasificación de **** a 3 años, durante 2022 lo hemos hecho mejor que el 88% de los fondos de nuestra categoría. La travesía del desierto *value* durante el periodo 2018-2021 ha sido mucho más ardua de lo esperado (la peor desde que existen registros históricos, casi 200 años), pero ahora recogemos los frutos de nuestra paciencia en forma de mejores rentabilidades relativas. De cara al futuro, esperamos no solo

¹ Artículo no apto para hipocondríacos: <https://theconversation.com/covid-persistente-por-que-contagiarse-tiene-mas-consecuencias-de-lo-que-parece-195846>

² MSCI World Small Caps Net Total Return en euros

seguir evitando las fuertes caídas que sufren otros fondos, sino también generar las rentabilidades en exceso que promete la calidad y extremadamente atractiva valoración de nuestra cartera. Aunque el progreso no será monótonamente creciente, los inversores *value* estamos en una fase multianual en la que tenemos un fuerte viento de cola.

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

Región	Fondo 30-12	Índice 30-12	Fondo 30-09	Índice 30-09
Norteamérica	44,01%	63,83%	25,63%	65,15%
Asia Pacífico	38,66%	16,13%	38,83%	16,05%
Europa Occidental	10,16%	18,78%	18,77%	17,38%
Efectivo	7,17%	0,00%	16,77%	0,67%

La posición en Norteamérica se ha incrementado significativamente a costa de la reducción del efectivo y de nuestra exposición a Europa Occidental. El porcentaje en esta área geográfica es el más bajo desde que existe el fondo. La exposición a Asia-Pacífico apenas ha cambiado, sigue siendo muy alta comparado con el índice y concentrada principalmente en Japón.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 30-12	Índice 30-12	Fondo 30-09	Índice 30-09
Materiales	26,93%	7,79%	25,20%	7,50%
Industria	23,26%	20,85%	18,63%	19,76%
Energía	17,88%	6,11%	20,18%	6,04%
Consumo discrecional	9,09%	12,13%	5,68%	11,87%
Consumo básico	5,48%	4,45%	2,18%	4,40%
Salud	4,98%	9,35%	0,72%	10,16%
Comunicaciones	2,85%	2,54%	6,03%	2,67%
Tecnologías información	2,37%	10,34%	0,51%	10,70%
Financiero	0,00%	14,77%	0,00%	14,85%
Inmobiliario	0,00%	8,80%	2,56%	9,13%
Serv. Públicos	0,00%	2,88%	1,55%	2,93%

El cambio más significativo ha sido un incremento en Industria, que ya supera al sector Energía como nuestra segunda mayor posición después de Materiales. También aumentan Consumo Discrecional, Consumo Básico y Salud. Hemos reducido Energía y Comunicaciones y salido completamente de los sectores Inmobiliario y Servicios Públicos. Seguimos en territorio *value*, aunque no tan profundo como el trimestre anterior, con un PER promedio de 9,77, un P/B de 0,77 y una rentabilidad por dividendo del 4,67%.

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 12/01/2023 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores