

Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

Turbulencias financieras

Cuando los bancos centrales pisan el freno, quién no lleva cinturón de seguridad sale disparado por el parabrisas. Eso es, de alguna manera, el resumen de lo que ha pasado en el sector bancario durante el mes de marzo. El Silicon Valley Bank, el detonante de la crisis, parecía más centrado en financiar *apps* de pasear perros, o en implementar el último grito de la moda *woke*, que en gestionar correctamente sus activos. El pánico se ha llevado por delante a otras entidades importantes, como Credit Suisse, y sigue causando volatilidad en los mercados. Nuestra cartera, sin exposición directa al sector financiero, ha escapado relativamente indemne del seísmo, con una pequeña bajada del ~5%, recuperada ya en su mayor parte a final de mes.

¿Estamos ante una crisis sistémica? Es improbable. La diferencia con la Gran Crisis Financiera de 2008-2009 es muy significativa, porque ahora no hay riesgo aparente de insolvencia generalizada. Ocurra lo que ocurra con otras entidades (y a buen seguro seguirá habiendo algún que otro “susto”), parece claro que los bancos centrales darán prioridad a la estabilidad del sistema financiero respecto a su mandato de mantener la estabilidad de los precios. Y esto implica que retrasarán o rebajarán la subida de tipos necesaria para mantener embridadas las subidas de precios si la situación de los bancos lo demanda.

Por eso, quizás el mayor impacto de esta pequeña crisis a largo plazo sea un incremento de la inflación, algo que nuestro algoritmo de inversión, en su lectura de los mercados, parece estar anticipando, manteniendo todavía una generosa exposición tanto al sector materiales (23,64% de la cartera) como al sector energía (10,35%).

La guerra sin fin

Durante el último trimestre la guerra en Ucrania ha atravesado una fase casi estática en lo territorial, pero de colosal desgaste humano y militar. La principal operación rusa se ha centrado en la toma de Bájmut, una ciudad de 73.000 habitantes que es un importante nudo de comunicación en la región de Lugánsk. Tras meses de ofensivas lideradas por la organización paramilitar Wagner (al parecer utilizando como carne de cañón una parte significativa de la población penitenciaria de la Federación Rusa), la ciudad parece estar cerca de ser ocupada en su totalidad. El número de bajas rusas se estima en varias decenas de miles. Sobrecoge la destrucción necesaria para la obtención de tan magros resultados.

Esta primavera se espera una ofensiva ucraniana con el nuevo material militar enviado por Occidente. Sin embargo, según una filtración reciente de documentos secretos de la OTAN a través de un servidor del juego Minecraft (a este gestor le explicó los detalles técnicos su hijo de 12 años), los ucranianos tienen menos armamento disponible del que se esperaba. Es difícil saber si la información es genuina (como cree *The New York Times*) o se trata de una nueva operación "Mincemeat".

En cualquier caso, sabemos por otras fuentes que los rusos están mucho mejor preparados que al comienzo de la guerra. Empiezan a ganar la batalla de los drones, manteniendo a raya con sus herramientas de guerra electrónica a lo que hace un año eran armas estrella, como el Barayktar turco y causando grandes destrozos en el arsenal ucraniano con las nuevas versiones de sus drones kamikazes Lancet. Por tanto, ni en el mejor de los casos se esperan derrotas rusas tan espectaculares como las de Járkov o Jersón el año pasado. Y, si la ofensiva fracasa, la situación ucraniana puede complicarse, porque el suministro de muchos tipos de armas occidentales está llegando al límite de las existencias y se necesitarían muchos meses, incluso años, para aumentar su producción. Por suerte para Kíev, la defensa es mucho más fácil que el ataque, así que Ucrania debería poder mantener sus líneas defensivas hasta que las nuevas remesas de armamento occidental vayan llegando.

En resumen: que ambos contendientes parecen dispuestos a seguir luchando hasta el agotamiento. La imagen que viene a la cabeza es la del famoso duelo a garrotazos de Goya. ¿Cuándo llegará la guerra a su fin? A pesar de que el deterioro de la situación económica rusa procede sin prisa, pero sin pausa, y que Ucrania está viva gracias a la UCI occidental, el conflicto puede prolongarse todavía uno o dos años. Un factor clave es la producción de armamento pesado de Rusia, un aspecto cubierto por la pesada niebla de la guerra. Por una parte, hay indicios de que ha conseguido reactivar sus fábricas de drones, bombas guiadas y tanques, usando componentes que burlan las sanciones: hace poco se supo que una compañía británica propiedad de una bailarina exótica ucraniana había exportado 1,2 millones de dólares en semiconductores a Rusia. Por otro lado, se rumorea que de los vastos depósitos militares de la época soviética están emergiendo los herrumbrosos T-55, verdaderos fósiles militares diseñados durante la 2ªGM. Viene a la cabeza la frase de Churchill: "Rusia es un acertijo, envuelto en un misterio, dentro de un enigma".

Aunque los mercados europeos han metabolizado la cercanía del mayor conflicto militar en Europa desde 1945, no hay que perder de vista que las guerras son prodigiosos generadores de incertidumbre. Algo ve, o deja de ver, nuestro algoritmo en el comportamiento de los mercados europeos, en la intersección entre fundamentales y precios, que de momento le hace preferir Asia, como veremos más abajo, respecto a Europa Occidental: ha seguido liquidando posiciones durante el último trimestre y nos encontramos con tan solo un magro

(3,99 %) invertido en la zona. Eso no quiere decir necesariamente que vea malas perspectivas para Europa: solo que las de Asia, sobre todo en Japón, le parecen mejores.

Algo se mueve en Japón

En la carta del trimestre pasado hablábamos con entusiasmo de la bolsa japonesa, uno de los grandes caladeros de *small caps* del mundo (10,58% del índice) y componente frecuente de nuestra cartera. Pero nunca, en los 10 años que lleva este gestor aplicando su sistema de inversión, ha sido tan clara e intensa la predilección del algoritmo por el país del sol naciente como lo está siendo ahora. A pesar de que intentamos diversificar geográficamente, en la medida de lo razonable, las predicciones del sistema han favorecido en tal grado a Japón que actualmente forma el 43,19% de nuestra cartera. Y el acierto de la elección se ha visto validado por los resultados: nuestras acciones japonesas han subido un 12,06% en el trimestre, comparada con un 2,06% del correspondiente índice de *small caps*. Esta rentabilidad no viene de uno o dos “cohetes” que han subido mucho más que el resto. Es una marea de fondo que está levantando a la mayoría del *value* japonés y, en especial, las compañías seleccionadas por nuestro sistema. A pesar de esta subida, apenas perturbada por la crisis bancaria, nuestra cartera japonesa sigue teniendo unos múltiplos espectacularmente bajos, con un EBIT/EV del 16,9%, un P/B de 0,50 y una rentabilidad por dividendo del 3,5%, que augura largo recorrido a los buenos resultados.

¿Qué está pasando en Japón? Hay una confluencia de factores positivos. Resalta su estabilidad, especialmente comparada con las incertidumbres que se ciernen sobre otros países desarrollados, desde una supuesta recesión estadounidense que, como los bárbaros de Kavafis, no acaba de llegar, al incendio de la guerra europea que ya hemos mencionado. Las compañías japonesas cada vez son más atractivas, con una rentabilidad creciente aupada a corto plazo por la salida del COVID de la región y más a largo por el *friend-shoring*, el movimiento de gran calado en el que Estados Unidos se está llevando las cadenas de producción críticas desde China a los países aliados. Japón, con su combinación de alta tecnología y su proximidad geográfica a los bajos costes salariales del sudeste asiático, está espectacularmente bien situado para beneficiarse de esta tendencia.

Además de los factores económicos generales, la gobernanza de las compañías japonesas sigue mejorando, con el Tokyo Stock Exchange presionando explícitamente a las compañías “demasiado” baratas para que aumenten su ratio precio/valor en libros (P/B) e incrementen la efectividad de su uso del capital. Más del 40% de los *blue chips*, las compañías mejor conocidas y más sólidas de Japón, tienen P/B<1, comparado con tan solo el 20% de las compañías europeas o el 10% de las estadounidenses. Como hemos comentado, nuestra cartera japonesa tiene un P/B promedio de tan solo 0,5.

Pero quizás el factor más significativo es que las incertidumbres que rodean los mercados internacionales y la posible revalorización a largo plazo del yen impulsan a los inversores japoneses a repatriar su capital y buscar activos locales en los que colocarlo. Entre las misérrimas rentabilidades de los bonos japoneses y los jugosos dividendos de sus compañías, la elección parece clara. Otro de los indicios anecdóticos de que algo se mueve en Japón es que Citadel, uno de los mayores (y más astutos) hedge funds del mundo, ha decidido reabrir su oficina en Tokio tras más de una década de ausencia.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de 3,38%, comparada con un 2,45% del índice de referencia¹. La composición de la cartera por zonas geográficas es la siguiente:

Región	Fondo 31-03	Índice 31-03	Fondo 30-12	Índice 30-12
Asia Pacífico	48,43%	15,85%	38,66%	16,13%
Norteamérica	44,24%	63,40%	44,01%	63,83%
Europa Occidental	3,99%	19,44%	10,16%	18,78%
Efectivo	3,35%	0,00%	7,17%	0,00%

La posición en Norteamérica apenas ha cambiado, mientras que ha aumentado de forma significativa nuestra exposición a Asia Pacífico, que ahora es la región con mayor presencia en nuestra cartera. Este incremento se ha hecho a costa de la posición en efectivo y de una reducción del porcentaje dedicado a Europa Occidental.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 31-03	Índice 31-03	Fondo 30-12	Índice 30-12
Industria	29,38%	22,49%	23,26%	20,85%
Materiales	23,64%	8,15%	26,93%	7,79%
Consumo discrecional	14,18%	12,87%	9,09%	12,13%
Energía	10,35%	5,37%	17,88%	6,11%
Consumo básico	6,58%	4,50%	5,48%	4,45%
Salud	5,97%	8,90%	4,98%	9,35%
Comunicaciones	4,93%	2,60%	2,85%	2,54%
Tecnologías información	1,61%	10,46%	2,37%	10,34%
Financiero	0,00%	13,56%	0,00%	14,77%
Inmobiliario	0,00%	8,26%	0,00%	8,80%
Serv. Públicos	0,00%	2,93%	0,00%	2,88%

¹ MSCI World Small Caps Net Total Return en euros

El cambio más significativo ha sido un incremento en industria, que ya supera al sector materiales como nuestra mayor posición. Hemos reducido dicho sector y energía, principalmente por la venta de acciones que habían generado rentabilidades muy altas. También aumenta consumo discrecional y seguimos fuera de los sectores financiero, inmobiliario y servicios públicos. Estamos en territorio *value* profundo, con un PER promedio de 6,23, un P/B de 0,72 y una rentabilidad por dividendo del 4,48%. Una cartera tan barata que esperamos que solo pueda ir para arriba.

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