

Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

Tiempos de tribulaciones geopolíticas

Nuestra anterior carta postulaba que estamos atravesando una racha intensa de turbulencias históricas, un tiempo de tribulaciones en el que es mucho más probable de lo habitual que los inversores se topen con malas noticias geopolíticas. Esa es una de las razones por las que un fondo como el nuestro, con amplia flexibilidad geográfica y sectorial ofrece un plus de seguridad. El pasado trimestre tuvimos un ejemplo significativo de evento adverso en Oriente Medio.

Tras uno de los fallos de inteligencia más graves de la historia de Israel (quizás sólo comparable con el ocurrido al inicio de la guerra de Yom Kippur, 50 años atrás), Hamás llevó a cabo un ataque terrorista extremadamente cruel contra las poblaciones israelíes limítrofes con Gaza. Dada la desigualdad militar entre los contendientes, la única explicación racional para un acto de estas características era provocar una reacción de Israel que diera inicio a un conflicto extenso en la región. Hamás planeaba aguantar la tormenta, guarecida por el laberinto urbano de Gaza y sus extensos túneles, hasta que se desencadenara una guerra entre Israel e Irán y sus aliados en la zona. La parte de la provocación ha funcionado como se esperaba: el ejército de Israel fue movilizadado con rapidez e invadió la franja. Sin embargo, el conflicto amplio que debía aliviar la presión sobre Hamás no se ha producido de momento, gracias en gran parte a la paciencia de Estados Unidos y al temor que Irán tiene a un enfrentamiento abierto contra el gigante americano. El resultado es que las tropas israelíes llevan meses bombardeando y demoliendo meticulosamente buena parte de las infraestructuras de Gaza, expulsando a los terroristas de Hamás de sus escondrijos.

Este error de cálculo de Hamás no significa que el ataque no esté teniendo consecuencias importantes fuera de la franja de Gaza. Por suerte, el escenario más dañino para la economía mundial, el cierre del Golfo Pérsico, es muy improbable. Requeriría una intervención directa de Irán como beligerante y expondría infraestructuras económicas vitales al ataque de EEUU. Los ayatolás chiitas de Teherán no se van a jugar el cuello sin más ni más por una facción palestina suní que ni siquiera tiene el apoyo decidido de sus propios compatriotas en Cisjordania.

Pero Irán, por mucha teocracia que sea, tiene que responder a las presiones de su opinión pública y dar la impresión de estar haciendo algo. Así que presiona tanto a Israel como a sus aliados occidentales a través de sus aliados hutíes, el clan chiita victorioso en la guerra civil del Yemen. Los hutíes abordan o atacan con drones y misiles a los barcos que pasan por Bab El-Mandeb, el estrecho de 32 km de ancho entre el Mar Rojo y el Golfo de Adén. A pesar de que Estados Unidos tiene dos portaviones cerca de la zona, estos se están mostrando poco efectivos para contrarrestar los ataques de los hutíes, que utilizan drones y otros medios *low-cost* que son ineficientes de derribar con los carísimos misiles de la armada estadounidense. A efectos prácticos, esto supone que los hutíes han conseguido obstaculizar la navegación por el canal de Suez, que ha sufrido una reducción muy significativa (más del 40%) en el número de barcos que lo atraviesan.

Como consecuencia de ello, una parte significativa del tráfico marítimo ha sido redirigido a rodear África por el Cabo de Buena Esperanza, algo que incrementa los costes de flete, el consumo de combustible y los tiempos de transporte. Como vimos durante el COVID, esto -aunque a una escala menor en este caso- producirá dislocaciones en las cadenas de producción mundiales y tendrá efectos inflacionarios. Esperemos que este problema se resuelva pronto, quizás a través de la zanahoria del pago de un discreto peaje a los hutíes como parece que ya están negociando Maersk y otras navieras o con el palo de una intervención militar disuasoria de EEUU.

En cualquier caso, los riesgos de un conflicto más amplio siguen por desgracia presentes. Hezbolá sigue bombardeando de forma esporádica pero sistemática el norte de Israel, parece que con el objetivo de desactivar el sistema de radares que permitiría a Israel detectar anticipadamente los lanzamientos de misiles desde el Líbano. Israel contesta dichos ataques de manera, de momento, limitada. Otro objetivo de los aliados de Irán son las bases y buques estadounidenses en la región, que albergan 67.000 miembros de sus fuerzas armadas. Hay una campaña de ataques frecuentes, pero de baja intensidad que parece calibrada para incomodar a Estados Unidos, pero no provocar una respuesta masiva.

Sin embargo, basta con un accidente, con un error de cálculo sobre dónde están las líneas rojas de cada uno para provocar una guerra convencional que englobe a buena parte de la región, algo que ciertamente tendría efectos económicos mucho más graves que los producidos hasta ahora. Nuestra cartera tiene más de un 16% en el sector energía, algo que debería servirnos de cobertura parcial en el caso de una eventualidad de este tipo.

En el otro gran conflicto, el ucraniano, no hemos visto una gran ofensiva rusa, como comentábamos el trimestre pasado, pero sí un aumento significativo de la presión a lo largo de amplias regiones del frente que provocan frecuentes repliegues de las fuerzas de Kíev, de momento de pequeña escala. A pesar de llevar a cabo acciones aisladas de gran valentía y habilidad, Ucrania está claramente perdiendo la guerra, cada vez más abandonado por las potencias occidentales, desalentadas por el fracaso de la ofensiva veraniega y distraídas por el conflicto de Israel. Tras unas bajas que algunas fuentes ucranianas cifran en medio millón de soldados y la emigración masiva de los varones en edad militar, Ucrania está ampliando los grupos de población sujetos a reclutamiento a la desesperada, algo que aviva el descontento interno.

Parece cuestión de tiempo que Moscú complete la conquista de las cuatro regiones que declaró parte constitucional de Rusia. Quizás lo mejor que pueden esperar los ucranianos -y los rusos- es que el frente se congele ahí. Sin embargo, hay rumores difíciles de verificar de que Putin está concentrando tropas para asestar un nuevo golpe en la región de Járkov. Un factor ominoso es la escala masiva del programa de producción de armamentos que Rusia inició en 2022 y que hace presagiar un conflicto largo del que sólo hemos visto la parte inicial. Independientemente de lo que ocurra en los próximos meses, parece que a medio plazo Putin va a intentar recuperar todas las regiones rusófonas o que considera estratégicas para la defensa de Rusia. En cualquier caso, esta es una guerra que los mercados tienen amortizada. Se han descartado los temores iniciales de que la

OTAN se involucrara directamente, llegándose a una confrontación entre las superpotencias. Los efectos a largo plazo del conflicto, como el encarecimiento de la energía en Alemania y la subsiguiente disminución de su potencial de crecimiento económico a largo plazo, forman ya parte del paisaje bursátil. Nuestro algoritmo sigue sin invertir en Europa ante la presencia de oportunidades más interesantes en Estados Unidos y en Japón.

Japón

El fondo sigue presentando una elevada concentración al país nipón, un 47,11% al cierre del año. Como repetimos en casi todas nuestras cartas, las acciones japonesas son extremadamente atractivas bajo cualquier modelo razonable de inversión cuantitativa. No somos los únicos en pensar así. Un reciente white paper de GMO, una de las mayores gestoras de fondos del mundo, afirma que uno de los nichos más interesantes del mercado mundial son precisamente las pequeñas compañías *value* japonesas como las que forman casi la mitad de nuestra cartera.

La valoración de las compañías japonesas basada en fundamentales ha aumentado un 6,5% en los últimos 10 años, significativamente mayor que el 4,5% de la bolsa estadounidense. Los analistas de GMO creen que buena parte de este crecimiento no es coyuntural, sino que representa un cambio estructural, permanente. Tras varias décadas decepcionantes durante las que se encontraban lastradas por la deuda adquirida en la burbuja de finales de los 90, las empresas niponas se han normalizado y empiezan a comportarse de modo similar al resto de países desarrollados. A pesar del buen comportamiento del mercado japonés durante el último año, esta mejora intrínseca no está aún reflejada del todo en los precios. Además, hay múltiples iniciativas del gobierno y las instituciones japonesas que refuerzan la tendencia al mejor desempeño relativo de Japón con respecto a otros mercados.

Por ejemplo, como hemos comentado en alguna carta anterior, la bolsa de Tokio está exigiendo propuestas de mejora de la rentabilidad a las compañías que cotizan por debajo de un P/B de 1, casi la mitad de las cotizadas. Eso las impulsa a aumentar la recompra de acciones y la distribución de dividendos, además de presionarlas para deshacer la habitual maraña de participaciones cruzadas típicas en Japón, un fenómeno está creando una espiral de transacciones que dinamiza este mercado.

Otra reforma clave busca cambios fiscales para crear vehículos de ahorro con impuestos diferidos similares a las cuentas 401(k) de Estados Unidos, responsables en gran medida de la altísima participación en renta variable del inversor americano de a pie (39% comparado con un 11% en Japón). Se espera que gracias a estas medidas los ciudadanos japoneses inviertan en su bolsa la mitad de los yenes aparcados en depósitos bancarios, 14 billones (de los españoles) de dólares. También se llevan a cabo reformas de la gobernanza que mejoran la situación de los pequeños accionistas, reformas laborales que incrementarán la productividad y nuevas reglas para facilitar fusiones y adquisiciones.

Parece claro que los vientos de cola que impulsan la bolsa japonesa son fuertes y duraderos. Y es fácil entender el por qué. Ante la enorme deuda pública de Japón, el incremento de la inflación y una situación demográfica que va unas décadas por delante de la que enfrenta el resto de Occidente, el gobierno japonés ha decidido comportarse como un buen consejero financiero y convencer a sus extremadamente longevos ciudadanos de que la mejor forma de asegurarse una cómoda y próspera jubilación es invirtiendo una buena parte de sus ahorros en renta variable.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de 3,42%, comparada con un 8,6% del índice de referencia. En 2023 hemos obtenido un 5,73% de rentabilidad, mientras que el índice ha subido un 11,84%. Nos hemos quedado un tanto atrás en la recta final del año debido a que Japón lo ha hecho peor el último trimestre que el resto de las bolsas mundiales. En el momento de escribir esta carta hemos recuperado casi la mitad de ese diferencial.

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

Región	Fondo 29-12	Índice 29-12	Fondo 30-09	Índice 30-09
Norteamérica	48,87%	64,20%	37,23%	63,81%
Asia Pacífico	47,11%	15,29%	45,88%	15,94%
Europa Occidental	0,0%	19,16%	3,32%	18,93%
Efectivo	4,02%	0,01%	13,57%	0,00%

La exposición en Asia, concentrada exclusivamente en Japón, ha aumentado ligeramente con respecto al trimestre anterior. El mayor cambio es el significativo incremento en la exposición en EEUU a costa principalmente del efectivo. Como hemos comentado anteriormente, no tenemos ninguna acción europea en cartera.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 29-12	Índice 29-12	Fondo 30-09	Índice 30-09
Industria	28,31%	23,30%	27,59%	22,82%
Consumo discrecional	25,67%	13,31%	19,60%	12,83%
Materiales	20,16%	7,46%	16,82%	7,60%
Energía	15,37%	5,50%	14,28%	6,34%
Tecnol. información	3,23%	10,32%	1,83%	10,47%
Comunicaciones	2,14%	2,33%	2,73%	2,39%
Salud	0,64%	8,52%	3,58%	8,47%
Consumo básico	0,46%	4,27%	0,00%	4,57%
Financiero	0,00%	14,43%	0,00%	14,16%
Inmobiliario	0,00%	7,98%	0,00%	7,71%
Servicios públicos	0,00%	2,58%	0,00%	2,63%

Durante este trimestre, nuestra cartera ha seguido concentrándose en los cuatro sectores más importantes: industria, consumo discrecional, materiales y energía, que ya componen el 89,51% de la misma. Industria, energía y materiales han crecido ligeramente. Consumo discrecional lo ha hecho de manera más significativa, principalmente por el incremento de nuestra posición en constructores de viviendas en EEUU. Seguimos fuera de los sectores financiero, inmobiliario y de servicios públicos y tenemos tan solo pequeñas posiciones en tecnologías de la información, comunicaciones, salud y consumo básico.

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 11/01/2024 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores