

Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

¿Riesgos geopolíticos? ¿Qué riesgos geopolíticos?

Los principales índices han ignorado el incremento de las turbulencias internacionales durante los pasados meses y han experimentado subidas significativas. Nuestro fondo no ha sido menos, ganando un 11,68% en uno de los mejores trimestres desde su inicio. Los riesgos geopolíticos, como el dinosaurio de Monterroso, todavía están ahí, pero por suerte la flexibilidad geográfica y sectorial que proporciona nuestro algoritmo ha demostrado ser una herramienta eficaz para amortiguarlos. De momento, nuestro sistema de inversión sigue evitando Europa y tanto Estados Unidos (53,9%) como Japón (45,4%) le parecen caladeros más atractivos. Esto puede deberse a la sombra que la guerra de Ucrania sigue proyectando sobre nuestro continente.

En cierta manera, uno de los cisnes negros de ese conflicto, lo que la mayoría de los analistas - incluido este gestor- no se esperaban, ha sido la debilidad y tardanza del apoyo militar de Europa y Estados Unidos al gobierno de Kiev. Durante el año 2022 y parte del 2023, cada escalada rusa era contestada por un refuerzo de la defensa ucraniana por parte de Occidente, algo que colocaba a Putin en una situación muy complicada a largo plazo y creaba amenazas internas a su poder. A fin de cuentas, el PIB conjunto de los 31 países que forman la OTAN es 10 veces mayor que el de Rusia. Sin embargo, no se surtió a Kiev con armas en cantidades y plazos adecuados para el éxito de su contraofensiva, que se llevó a cabo tarde y mal el pasado verano. Tampoco se incrementó la producción de las industrias de defensa europea y norteamericana al nivel necesario. Occidente no se ha tomado esta guerra en serio.

En cambio, para Rusia la lucha tiene carácter existencial: desde otoño de 2022 ha invertido 15.000 millones de dólares y contratado casi un millón de nuevos trabajadores en las industrias de armamento, que ahora tienen cifras de producción que superan varias veces a las del conjunto de todo Occidente. También ha experimentado una mejora notable en su efectividad en combate, acercándose o incluso superando las capacidades que se le suponía al ejército ruso antes del inicio de la guerra. Todo ello, en un contexto de aguda escasez de armamento pesado y aviación en las fuerzas armadas ucranianas, algo que han intentado paliar, desde el primer día de la guerra, con gran valor e ingenio en el uso de nuevas tecnologías. Sin embargo, las granadas de mortero de 3 kg que transporta un dron no pueden enfrentarse a las monstruosas bombas FAB planeadoras de tonelada y media que la aviación rusa lanza con casi total impunidad.

Los ucranianos han obtenido éxitos espectaculares en la eliminación de la flota rusa en el mar Negro o en el bombardeo de objetivos estratégicos rusos en su retaguardia profunda. Pero son éxitos tácticos que aumentan el riesgo de posibles desastres estratégicos. No cambian el desenlace de la guerra, que se juega en tierra y refuerzan las posiciones de los "halcones" más paranoicos dentro de Rusia.

El mayor problema de Ucrania, lo que probablemente va a decidir el desenlace de la guerra, es su situación demográfica. La edad media de un soldado ucraniano se acerca a los 45 años, y el número de bajas totales, aunque difícil de precisar, se calculan en unas 400.000, un tamaño similar al que ahora tiene el ejército. Ucrania no quiere llamar a filas a los menores de 27 años por

una multitud de razones políticas y casi existenciales, pero, incluso si lo hiciera esas cohortes, nacidas después de la desaparición de la URSS, son sustancialmente más pequeñas que las actualmente movilizadas. Rusia también ha sufrido bajas atroces, pero tras la ocupación de territorios y la emigración masiva que ha sufrido Ucrania, tiene una población $155/28=5,5$ veces mayor (en 2014 la ratio era de 3,3). De hecho, no ha vuelto a necesitar otra movilización masiva y recluta voluntarios con gran éxito en las zonas más deprimidas económicamente. Se calcula que ya tienen casi 500.000 soldados en Ucrania, más del doble que al comienzo de la guerra, y que ha recuperado casi completamente su nivel de armamento pesado de las pérdidas sufridas en estos dos años.

Por tanto, guste o no, una derrota ucraniana en la guerra empieza a volverse muy probable. Dada la correlación de fuerzas, el mejor escenario para Kiev sería una congelación del conflicto que limite la pérdida de territorios a los ocupados hasta la fecha. El peor, un colapso del ejército ucraniano que permitiera a Moscú anexionar las zonas que ambiciona (la Ucrania rusófona, incluyendo Járkov y toda la costa del mar Negro) y tomar Kiev para someter políticamente al estado ucraniano superviviente. Todo indica que Rusia se ha preparado económica y militarmente para llegar, si es preciso, a una guerra que la enfrente a posibles tropas expedicionarias europeas en Ucrania para alcanzar sus objetivos.

A pesar de lo dramático de un desenlace así, sus consecuencias serían probablemente limitadas. Por mucho ruido que oigamos, nadie tiene la más mínima intención de expandir la guerra al territorio de la OTAN. A fin de cuentas, una forma un tanto fría, pero probablemente certera, de ver este conflicto es que se trata de la guerra civil de partición de la URSS que no se produjo en 1991 y que va a quedar circunscrita a una parte del territorio de aquel país desaparecido. Otro argumento para esperar una normalización rápida es que una parte importante del *establishment* estadounidense -no sólo los republicanos- cree que la gran amenaza para Estados Unidos es China y que la prioridad es apartar a Rusia de ella para que se mantenga neutral en un posible conflicto contra Pekín. Por tanto, se verán inclinados a pasar página rápidamente una vez concluidas las acciones militares.

Y esto nos lleva a otra pregunta: ¿habrá guerra con China? No parece que sea posible a corto plazo. China depende crucialmente de la importación de materias primas por vía marítima y en este momento no está en condiciones de defender militarmente sus líneas de comunicación. Por poner un ejemplo: Japón, uno de los aliados más firmes de Estados Unidos, tiene por sí sólo una flota de alta mar varias veces más poderosa que la china. Por supuesto, el riesgo de un conflicto a largo plazo centrado en Taiwán -y también, en dejar claro quién manda en el mundo- está ahí y es uno de los factores poderosísimos detrás de muchas de las tendencias inversoras de las que nos hemos beneficiado en los últimos meses.

El riesgo de guerra (y las tensiones sociales causadas por la desigualdad) han embarcado a Estados Unidos en un proceso imparable de *reshoring* y *friendshoring*, trasladando sus cadenas de producción y suministro importantes a países amigos. Parte de los procesos tecnológicamente más sofisticados se están desplazando a Japón, que está experimentando una bonanza inversora en el sector de semiconductores. Ese es uno de los factores que proporciona un viento de cola para la economía nipona que concentra casi la mitad de nuestra cartera.

El incremento en la construcción de fábricas dentro de Estados Unidos, uno de los temas preferidos de campaña de Trump, ha sido explosivo durante la administración Biden. Se ha pasado de unos niveles de gasto de 45.000-75.000 millones al año durante la década anterior a su presidencia a los actuales 220.000 millones. Esto está produciendo un boom económico en regiones manufactureras del sur y del interior que habían sido dejadas un tanto de lado por la globalización. Aumenta la demanda de vivienda en esas zonas que no tienen suficiente parque disponible (el 14% de nuestra cartera está invertido en constructoras americanas) y los beneficios de las compañías que participan en dicha reconstrucción industrial.

Excluyendo algunos excesos del sector tecnológico, el mercado estadounidense, tomado en un sentido amplio, puede considerarse en cierta manera como un “*hedge*”, una cobertura contra la inestabilidad internacional. El tamaño de Estados Unidos, su aislamiento geográfico, sus fuerzas armadas y su autosuficiencia energética le ponen a salvo de muchos de los riesgos que afectan a otros países. Por ejemplo, uno de los principales costes económicos del conflicto de Gaza, el cierre de facto del Canal de Suez a los barcos occidentales, lo está pagando principalmente Europa, que además es materialmente incapaz de resolver el problema militarmente. Estados Unidos sí podría hacerlo si se empeña a fondo, pero para ellos no es un tema suficientemente prioritario.

Otro ejemplo son las consecuencias del conflicto ucraniano en el mercado del gas natural: ha supuesto un encarecimiento ruinoso de la energía europea que fuerza el traslado de industrias alemanas a Estados Unidos y, al mismo tiempo, fomenta el crecimiento de las exportaciones de gas americanas. Tras décadas en las que el gigante americano se ocupaba de garantizar la seguridad mundial casi gratis *et amore*, es obvio que ahora está adoptando políticas que miran más por sus intereses. El “*America First*” de Trump ha dejado su impronta. En resumen, que el buen comportamiento del mercado americano refleja en parte que Estados Unidos ha cambiado la forma en la que ejerce de gran potencia mundial.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de 11,68%, comparada con un 6,77% del índice de referencia. Lo han hecho especialmente bien nuestra cartera japonesa, tanto en términos absolutos como relativos.

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

Región	Fondo 28-03	Índice 28-03	Fondo 29-12	Índice 29-12
Norteamérica	52,85%	65,32%	48,87%	64,20%
Asia Pacífico	45,38%	14,63%	47,11%	15,29%
Europa Occidental	0,0%	18,93%	0,0%	19,16%
Efectivo	1,77%	0,00%	4,02%	0,01%

La exposición en Asia, concentrada exclusivamente en Japón, ha disminuido ligeramente con respecto al trimestre anterior, compensándose con un aumento en la exposición en EEUU. Seguimos sin acciones europeas en cartera.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 28-03	Índice 28-03	Fondo 29-12	Índice 29-12
Consumo discrecional	38,51%	13,62%	25,67%	13,31%
Industria	32,11%	24,31%	28,31%	23,30%
Materiales	10,94%	7,26%	20,16%	7,46%
Energía	8,48%	5,72%	15,37%	5,50%
Tecnol. Información	4,45%	10,47%	3,23%	10,32%
Consumo básico	1,80%	4,21%	0,46%	4,27%
Comunicaciones	1,24%	2,15%	2,14%	2,33%
Salud	0,70%	8,35%	0,64%	8,52%

Durante este trimestre, nuestra cartera ha aumentado su concentración en los sectores de consumo discrecional e industria, que ya suponen más del 70% de la cartera (son el 28% del índice de referencia). Dentro de consumo discrecional tenemos un 14,37% de la cartera en actividades relacionadas con la construcción de vivienda en Estados Unidos. Hemos reducido posiciones en materiales y energía. 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 10/04/2024 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores