

AGF – Quant Value Small Caps

Narciso Benítez, gestor de **Abante Quant Value Small Caps**, comienza su carta trimestral reflexionando sobre el impacto de la Covid-19 en los mercados y destaca que lo importante es que “la vacunación funciona”. Y ante el riesgo de las nuevas variantes, señala que dos de las vacunas aprobadas ofrecen protección aceptable para todas las variantes y el resto pueden ser modificadas.

Benítez explica que es el momento del *value*, tras “una de las rachas más anómalas e insólitas de la historia de las bolsas”. Indica que “todo parece confirmar que, como ya se detectaba el trimestre pasado, esa racha ha terminado” y que “durante los próximos años el *small cap value* va a recuperar el terreno perdido, ofreciendo rentabilidades muy superiores a las del *big cap growth*, las empresas que dominan los índices principales de los mercados. La evidencia histórica muestra que la gran rotación, la vuelta del *value*, está solo en sus inicios”.

Respecto al comportamiento del fondo, escribe que la rentabilidad acumulada desde 2018 ha sido mayor que la de la media de fondos *value* en el mismo periodo (13,08% vs. 1,65%), mientras que la caída máxima ha sido mucho menor (-35,23% vs. -48,19%).

Y en el trimestre, la rentabilidad del fondo ha sido del 17,15%, comparada con un 13,51% del índice de referencia (MSCI World Small Caps Net Total Return en euros). Así, afirma: “Las estrategias que siempre han funcionado mejor a largo plazo vuelven por sus fueros y no solo las pequeñas compañías lo hacen mejor que las grandes, sino que el *value* brilla respecto al *growth*. Esto es solo el inicio del periodo de varios años que los mercados van a precisar para recuperar sus comportamientos medios a largo plazo”.

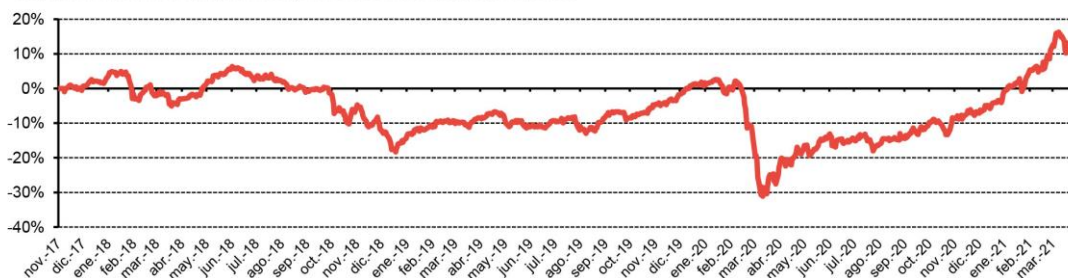
Finalmente, en lo que se refiere a la composición de la cartera, ha aumentado el porcentaje invertido en Norteamérica (hasta el 61,45%), mientras que el sistema está sacando de forma gradual Asia y Japón. Y, por sectores: industria y consumo discrecional continúan siendo los que mayor peso tienen, habiéndolo aumentado ligeramente en los últimos tres meses.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-mar-21
Valor liquidativo 11,278€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2021	17,15%	2,70%	6,76%	6,84%								
2020	-4,58%	-2,34%	-10,35%	-14,92%	9,81%	2,67%	0,10%	-3,60%	3,82%	3,53%	-1,63%	6,96%
2019	20,00%	4,76%	2,21%	0,05%	2,86%	-3,98%	-0,08%	2,04%	-0,82%	3,17%	0,69%	2,99%
2018	-17,06%	1,85%	-2,41%	-5,15%	2,37%	6,52%	-0,17%	-1,99%	-1,76%	-0,06%	-8,42%	-1,58%

Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2018



Se han realizado cambios sustanciales en la política de inversión del fondo en el año 2018

Carta del gestor

La Covid-19 y los mercados

El brillante ejemplo de Israel y los éxitos, parciales pero muy significativos, de Reino Unido y Estados Unidos nos muestran más allá de toda duda que la vacunación funciona, reduce enormemente las consecuencias sanitarias y económicas de la pandemia y acabará por eliminarla. Este es el dato más importante de todos aquellos con que somos bombardeados cada día y el que determina lo que van a hacer los mercados en el próximo año. A primeros de marzo se habían producido 413 millones de vacunas de Covid; para final de diciembre se espera que sean 12.000 millones de dosis, las suficientes para vacunar dos veces al 70% de la humanidad. Estados Unidos ya tiene 45 millones de vacunas sobrantes. La escasez de materiales, problemas como los de AstraZeneca y las restricciones de exportación pueden y van a provocar retrasos, pero no van a cambiar el panorama general.

Uno de los riesgos todavía abiertos es la aparición de nuevas variantes. La británica (que ya domina en Occidente) y la brasileña, que se extiende con rapidez, son mucho más peligrosas que el virus ancestral, tienen una mortalidad significativamente más alta en todos los grupos de población, afectan de manera significativa a los jóvenes, provocando a menudo secuelas de largo plazo y se contagian con mucha mayor facilidad vía aerosoles. Son una amenaza formidable, en cierto sentido una nueva pandemia, mucho peor que la que empezó en Wuhan en 2019. Pero se las puede derrotar sin grandes perjuicios económicos si los gobiernos actúan con inteligencia y racionalidad.

A pesar del hartazgo, deben tener la cabeza fría, no impacientarse, extremar la precaución y mantener un nivel de restricciones suficientes para evitar la aparición de nuevas olas que serán extremadamente difíciles de aplanar. Dos de las vacunas aprobadas o a punto de hacerlo (Janssen y Novavax) esperan producir miles de millones de dosis este año y ofrecen protección aceptable para todas las variantes aparecidas hasta la fecha. El resto pueden ser modificadas para crear una dosis de refuerzo que también proporcione inmunidad. Así, en el peor de los casos, si las vacunas ya aplicadas no bastan contra las nuevas variantes, los países desarrollados pasarían por otra ronda de vacunación al final de este año, mientras que la vacunación en el resto del mundo, que va a un ritmo menor, tendría tiempo de modificarse para cubrir todos los riesgos.

El tiempo del *value*

En 1995 se celebraba el Campeonato del mundo de esquí alpino en Sierra Nevada. Granada se llenó de nuevas infraestructuras y se engalanó para recibir el evento, pero... contra todo pronóstico, ese año no nevó y hubo que retrasar el campeonato hasta 1996. Lo que hemos vivido durante el período que va desde febrero del 2018 a noviembre de 2020 ha sido el equivalente a una sequía de casi tres inviernos seguidos. Hemos sufrido una de las rachas más anómalas e insólitas de la historia de las bolsas; jamás, desde que existen registros, se había alcanzado tal

diferencial entre la rentabilidad de las empresas grandes y caras y la de las empresas pequeñas y baratas.

Durante estos años hemos oído todo tipo de narrativas que explicaban la muerte del *value*, incluso se detectaba una cierta *schadenfreude* (palabra alemana para referirse a la alegría o satisfacción generado por el sufrimiento o infelicidad del otro) entre los competidores a los que la estrategia había dejado atrás en el pasado. Todo parece confirmar que, como ya se detectaba el trimestre pasado, esa racha ha terminado. Durante los próximos años, el *small cap value* va a recuperar el terreno perdido ofreciendo rentabilidades muy superiores a las del *big cap growth*, las empresas que dominan los índices principales de los mercados. La evidencia histórica muestra que la gran rotación, la vuelta del *value*, está solo en sus inicios.

En la Figura 1, mostramos el retorno relativo a tres años entre el *small cap value* y el *big cap growth*, usando datos de Estados Unidos de la página del profesor de Dartmouth, Kenneth French. Es decir, la rentabilidad en exceso (o en defecto, si es negativa) de una cartera que contiene las empresas más baratas y más pequeñas (pero invertibles) comparada con las más grandes y más caras.

Cuanto más abajo está la curva, peor lo ha hecho el *small cap value* en los tres años anteriores. Como podemos ver, hemos atravesado la peor racha desde el comienzo de la serie de datos, 1926 (otros datos que van más allá muestran que algo así no pasaba desde comienzos del siglo XIX), y el rebote iniciado en noviembre de 2020 tan solo ha añadido la rentabilidad extra que se espera tras un periodo tan negativo. Cada vez que se ha alcanzado un suelo como este en el pasado (1931, 1939, 1991, 2000 y 2009), la rentabilidad en exceso del *small cap value* ha sido aproximadamente un 60% en los dos años siguientes. No hace falta fiarse solo de un gráfico: a buen seguro que muchos de los que leen esta carta todavía recuerdan cómo fue el espectacular rebote del *value* después del 2000 y el 2009. Pues bien, todo indica que vamos a ver algo parecido, incluso con mayor amplitud, en los próximos años.

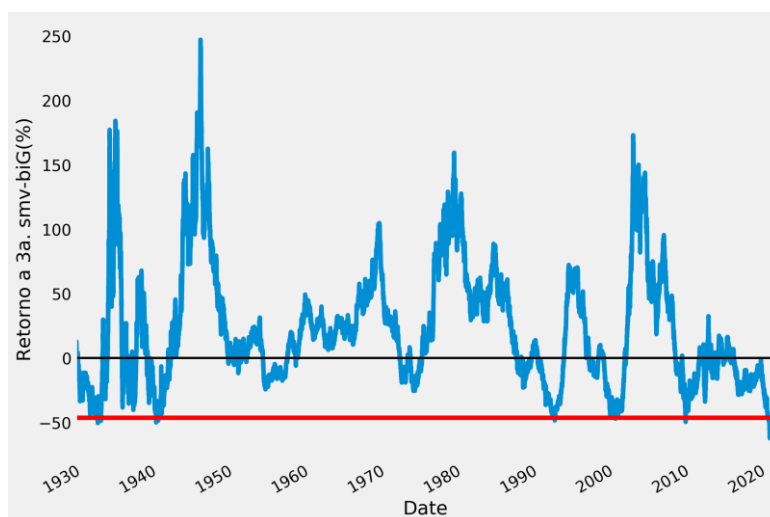


Fig 1. Retornos relativos a tres años entre el *small cap value* y el *big cap growth*. La línea roja muestra el nivel al final de febrero.

Parece, por tanto, obvio que cualquier inversor razonable debería tener una parte significativa de su exposición a renta variable en este segmento del mercado. Pero, ¿es nuestro fondo el mejor vehículo para hacerlo? Comparemos nuestro desempeño con el de la media de un grupo de trece fondos *value* (los mejores para invertir en 2017, según un artículo de Rankia), que contiene a todos los sospechosos habituales.

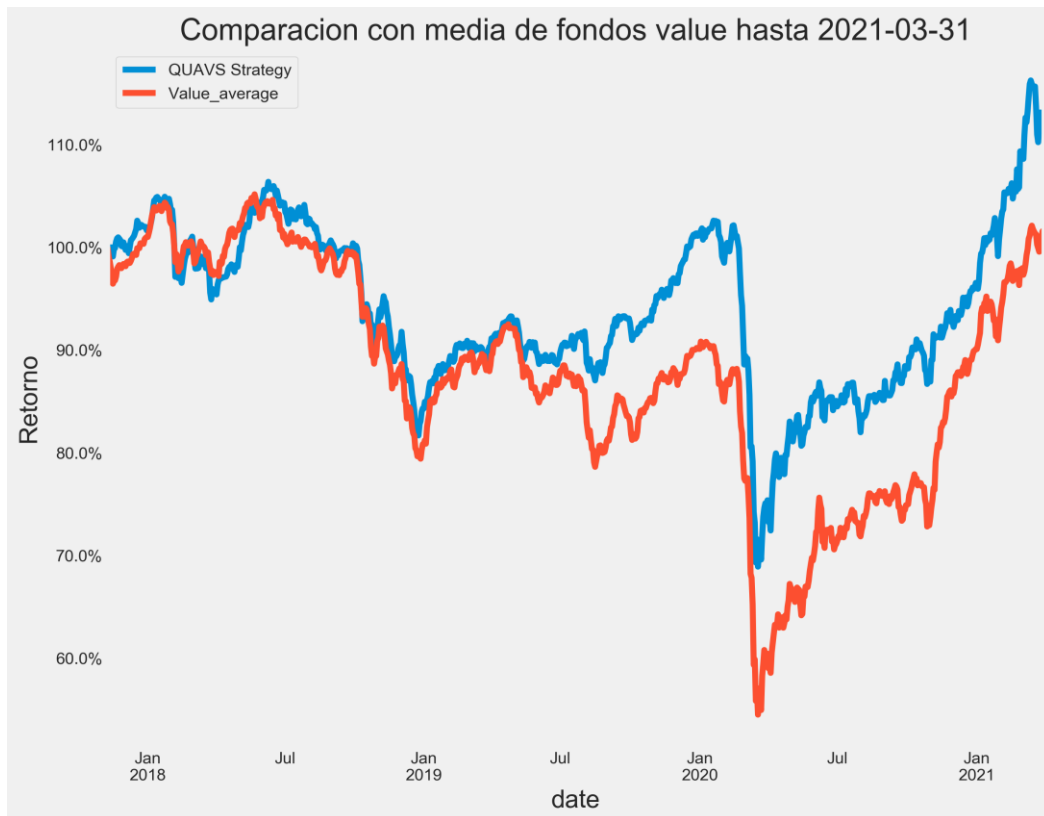


Fig 2. Comparación entre el retorno del fondo desde su inicio y el de la media de 13 fondos *value* seleccionados en 2017 por su buena rentabilidad.

Como vemos, nuestra rentabilidad acumulada (13,08%) ha sido bastante mayor que la de la media de los fondos (1,65%), mientras que la caída máxima ha sido mucho menor (-35,23% vs. -48,19%). Este exceso de rentabilidad (y la baja volatilidad) han sido típicas de la estrategia desde que empecé a aplicarla en mi cartera individual en 2013.

Amén de los efectos benéficos de la selección cuantitativa, la posibilidad de variar ampliamente nuestra exposición geográfica ha sido clave en estos resultados. Por ejemplo, durante lo peor de la crisis del coronavirus disfrutamos la protección ofrecida por las acciones *value* asiáticas, mucho menos afectadas por la pandemia que el resto. Eso nos evitó las caídas brutales de otros fondos *value*, mientras que ahora el sistema ha desplazado su exposición para aprovechar el alza de Estados Unidos y Reino Unido. Cada día el sistema reposiciona una pequeña porción de la cartera, buscando de manera óptima aquellos sectores y países que ofrecen rentabilidades altas con

mayor seguridad. A veces las cosas no salen como se espera y se pasa tres años sin nevar. Pero incluso en situaciones tan asombrosamente improbables como la que hemos atravesado, el algoritmo ha demostrado tener suficiente robustez (resiliencia, que se dice ahora) para salir razonablemente bien librado.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido del 17,15%, comparada con un 13,51% del índice de referencia (MSCI World Small Caps Net Total Return en euros). Se confirma el retorno del *value*: las estrategias que siempre han funcionado mejor a largo plazo vuelven por sus fueros y no solo las pequeñas compañías lo hacen mejor que las grandes, sino que el *value* brilla respecto al *growth*. Esto es solo el inicio del periodo de varios años que los mercados van a precisar para recuperar sus comportamientos medios a largo plazo.

La composición de la cartera por zonas geográficas a 31 de marzo es la siguiente:

Región	Fondo 31-03	Índice 31-03	Fondo 31-12	Índice 31-12
Norteamérica	61,45%	62,11%	42,97%	60,43%
Europa Occidental	29,73%	21,02%	28,25%	21,87%
Asia Pacífico	6,67%	15,28%	26,36%	16,33%
Efectivo	2,16%	1,14%	2,42%	1,18%

El porcentaje invertido en Norteamérica ha seguido aumentando, principalmente por la rotación de la cartera, pero también por la rentabilidad mucho más alta de esta región (casi un 30% en el trimestre) con respecto al resto. El sistema nos ha sacado de manera gradual de Asia y de Japón, donde ahora solo tenemos un 3,13%. La mayor exposición del fondo es a Estados Unidos, con un 52,91% de la cartera, aunque es todavía inferior al peso de este país en el índice mundial, un 58,21%.

Como comentábamos en [la carta anterior](#), a pesar de las numerosas virtudes de las empresas japonesas, ahora mismo este mercado no parece el lugar óptimo para estar invertido. El sistema encuentra mejores oportunidades en aquellos países y sectores que han sido más castigados por el virus, pero cuyo movimiento de precios indica que los inversores ya barruntan la recuperación post-Covid. Seguimos encontrando verdaderas gangas que, incluso si no recuperan al 100% su valoración prepandemia, pueden ver su precio multiplicado varias veces cuando se asiente la normalidad. En particular, dentro de la exposición a Europa tenemos un 16,02% en Reino Unido, que será el primer país grande en salir de la pandemia, y solo un 6,53% en la zona euro, que va mucho más retrasada en el proceso de vacunación.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 31-03	Índice 31-03	Fondo 31-12	Índice 31-12
Industria	36,06%	18,35%	34,37%	18,18%
Consumo discrecional	16,59%	14,21%	15,40%	13,08%
Energía	10,08%	2,91%	0,00%	2,60%
Salud	8,00%	11,39%	5,57%	12,20%
Tecnologías información	7,66%	12,75%	18,65%	13,71%
Consumo básico	6,75%	4,30%	6,13%	4,27%
Comunicación	5,07%	3,07%	4,63%	3,05%
Materiales	5,00%	7,14%	10,24%	7,40%

El porcentaje de la cartera en los dos principales sectores, industria y consumo discrecional, ha aumentado ligeramente. Los principales cambios son la apertura de una posición del 10,08% en el sector energía (uno de los que más se va a beneficiar de la recuperación post-Covid) y una reducción significativa de tecnologías de la información y materiales.

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?

Puede consultar los siguientes enlaces:

- [Ficha del producto](#)
- [Todas las cartas del gestor](#)

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 12/0/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.