

AGF – Quant Value Small Caps

Carta del gestor

La Covid-19 y los mercados

Todavía sentimos las consecuencias de la pandemia y, aunque nunca desaparecerán del todo, ya podemos decir con certeza que el virus pronto dejará de ser un factor clave en nuestras vidas. Las nuevas variantes, aunque temibles (uno no quiere pensar qué habría ocurrido si la primera en propagarse hubiera sido la delta), actúan sobre una población ya en su mayor parte inmunizada en los países desarrollados. En Israel -el mejor laboratorio para el estudio de las vacunas del mundo- suben los casos, pero con muy pocas hospitalizaciones y apenas muertes en varios días. El coronavirus es todavía algo serio, sin duda, pero con una letalidad inferior a la de la gripe común entre los ya vacunados. Y el mundo no se para por una gripe. Quedan aún por vacunar miles de millones de personas en los países en vías de desarrollo; por suerte, las vacunas suficientes para llevarlo a cabo ya existen o están siendo producidas.

No podemos descartar la posibilidad de que surjan nuevas variantes para las cuales las vacunas existentes no ofrezcan inmunidad suficiente. Sin embargo, jamás hemos estado más preparados para enfrentar una amenaza así. No solo tenemos la capacidad de producir con rapidez nuevas vacunas que se enfrenten a ellas, sino que tras el entrenamiento masivo que ha supuesto la pandemia, nuestros sistemas de salud tienen una capacidad sin precedentes de detectarlas y de vacunar a la población en poco tiempo.

Quizás el peor de los problemas restantes es la resistencia de segmentos relativamente amplios de la población a inmunizarse por falta de sentido cívico o, aún peor, por creencias descabelladas, no muy diferentes de los mitos medievales, sobre la peligrosidad de las vacunas. Algo chocante porque las más efectivas contra la Covid-19, las de ARN(m), ofrecen una fiabilidad y seguridad superior a todo lo conocido hasta la fecha. Pero, como es bien sabido, los hechos objetivos no cambian la opinión de algunas personas, que solo se sienten cómodas dentro de la narrativa dominante del grupo con el que se identifican, por muy absurda que esta sea. Si tenemos sociedades de terraplanistas, cómo no vamos a tener antivacunas. Sin embargo, por muy triste que sea a nivel de coste humano, a efectos prácticos, la negativa a vacunarse no significa que esos grupos no vayan a alcanzar la inmunidad de rebaño. Solo que lo harán de manera mucho más lenta y dolorosa que el resto, retrasando ligeramente, pero no deteniendo, la vuelta a la normalidad de toda la sociedad.

En resumen, aunque todavía seguiremos leyendo titulares más o menos alarmantes sobre la Covid-19 durante los próximos meses, la pandemia está perdiendo de manera paulatina su importancia como factor decisivo en el movimiento de las bolsas.



El tiempo del *value*

Un tema habitual en estas cartas es la posición en la que nos encontramos dentro de ese gran ciclo que es la oscilación secular entre el *value* y el *growth*. Como hemos explicado en otras ocasiones, estamos en el inicio de una fase en la que las empresas pequeñas y baratas, como las que forman nuestra cartera, lo van a hacer mucho mejor que las grandes compañías que dominan los índices principales de la bolsa, lo que llamamos el tiempo del *value*. Después de una fase tan adversa para nuestra estrategia como la vivida entre 2018 y 2020, la historia muestra que los rebotes relativos respecto a la media de las bolsas no solo son de gran amplitud, sino que se prolongan durante muchos años. Las narrativas vienen y van, son una parte más del ruido del mercado. Pero los inversores inteligentes se centran en la realidad, en los datos, en el hecho de que tenemos el viento estadístico a largo plazo de cola con una intensidad pocas veces vista en la historia.

Esto es ampliamente corroborado por la mejor evidencia académica disponible. El comportamiento de las bolsas desde hace 200 años¹ muestra que fenómenos como el bache del *value* en 2018-2020 recurren cada pocas décadas y que resultan en una regresión a la media que hace que este estilo funcione mucho mejor que el *growth* en los años subsiguientes. También han aparecido estudios que muestran que el *value* no lo hizo peor por culpa de los bajos tipos de interés (Maloney y Moskowitz 2020²), porque sus valoraciones hayan convergido con las del mercado o por la presencia de demasiados inversores siguiendo la misma estrategia (Arnott et al. 2021³). Sin embargo, como hemos comentado más arriba, ni la lógica ni los datos son suficientes para cambiar la opinión de muchas personas. Gracias a ellos podemos batir a los mercados a largo plazo: si todos los inversores fueran perfectamente realistas y racionales no habría posibilidad de conseguirlo.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido del 4,58%, comparada con el 4,04% del índice de referencia⁴. Este trimestre, los mercados han tenido que metabolizar la escalada fulgurante del *value* durante los primeros meses del año, lo que se ha traducido en una subida menos vigorosa con respecto al mercado y una mayor volatilidad.

¹ <https://www.twocenturies.com/blog/2020/5/26/value-and-momentum>

² <https://www.aqr.com/Insights/Research/Journal-Article/Value-and-Interest-Rates-Are-Rates-to-Blame-for-Values-Torments>

³ Reports of Value's Death may have been greatly exaggerated https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3488748

⁴ MSCI World Small Caps Net Total Return en euros



No cambia la tendencia general: los grandes cambios tectónicos de los mercados, como el que estamos viviendo, nunca se producen de manera lineal, monótonamente ascendente. Siempre hay pequeños giros, quiebros y movimientos en falso.

En el año, llevamos una rentabilidad del 22,52%, en comparación con el 18,52% del índice. A pesar de las fuertes subidas, la rotación del fondo, en un entorno de alineamiento entre *value* y *momentum*, hace que la cartera sea cada vez más barata; de hecho el fondo presenta los múltiplos más “*deep value*” desde su inicio, según la clasificación de Morningstar.

La composición de la cartera por zonas geográficas a 30 de junio es muy similar a la de tres meses atrás:

Región	Fondo 30-06	Índice 31-03	Fondo 31-03	Índice 31-03
Norteamérica	62,43%	61,77%	61,45%	62,11%
Europa occidental	31,72%	20,95%	29,73%	21,02%
Asia Pacífico	3,54%	15,41%	6,67%	15,28%
Efectivo	2,30%	0,67%	2,16%	1,14%

El porcentaje invertido en Norteamérica se ha estabilizado de manera natural tras crecer de manera ininterrumpida durante los tres trimestres previos. La salida de acciones tras su fuerte subida en la primera parte del año se ha ido equilibrando con la entrada de nuevas compañías. El sistema ha reducido algo más nuestra ya muy baja exposición a Asia Pacífico, que ahora se compone al 100% de acciones australianas. Por primera vez desde el inicio del fondo no tenemos ninguna acción japonesa en la cartera. En esto, nuestro algoritmo se ha adelantado con acierto al comportamiento del mercado, porque el resultado del mercado japonés, sobre todo el *value*, ha sido extremadamente mediocre durante este trimestre.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 30-06	Índice 30-06	Fondo 31-03	Índice 31-03
Industria	24,22%	18,06%	36,06%	18,35%
Consumo discrecional	17,64%	13,67%	16,59%	14,21%
Energía	16,29%	3,51%	10,08%	2,91%
Consumo básico	10,27%	4,22%	6,75%	4,30%
Tecnologías información	10,04%	12,79%	7,66%	12,75%

Salud	5,90%	11,85%	8,00%	11,39%
Comunicación	5,32%	3,39%	5,07%	3,07%
Materiales	2,13%	7,03%	5,00%	7,14%
Financiero	1,93%	12,75%	0,00%	13,50%

Los mayores cambios son un descenso del porcentaje invertido en el sector industria y un incremento adicional en el sector energía (que era un 0% a comienzo del año), concentrado sobre todo en empresas de servicios y transporte.

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 8/7/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.