

Narciso Benítez

AGF – Quant Value Small Caps

No mires abajo

Otro trimestre más tenemos que mencionar al coronavirus como uno de los factores en el comportamiento de los mercados. Por suerte, aunque es probable que nuevas variantes del SARS-CoV-2 sigan produciendo [pandemias en el futuro](#), sus efectos en la economía y en nuestras vidas ya parecen seguir el patrón de comportamiento que los físicos llaman un oscilador amortiguado. Es decir, cada nueva ola tendrá una amplitud decreciente, causando un daño sanitario cada vez menor.

Por ejemplo, la gripe de 2018-2019 causó unas 6.300 muertes en España y, aunque es pronto para dar un número preciso, el daño total de Ómicron probablemente sea similar o incluso inferior. Una cifra en cualquier caso trágica, pero muy alejada de los 70.000 fallecimientos en exceso de 2020. Así que, mientras nos vacunamos cuando toque (algo que ya hacen la mayoría de las personas vulnerables con la gripe) parece claro que pronto volveremos a la ansiada normalidad que disfrutábamos (sin saberlo) en 2019. Algo que debemos agradecer a las vacunas de ARNm que, aunque no sean perfectas, han funcionado y salvado decenas de millones de vidas.

Una de las películas más comentadas de los últimos meses ha sido “¡No mires arriba!” de Adam McKay. Dos astrofísicos (doy fe que certeramente caracterizados) detectan un cometa que amenaza impactar con la Tierra y extinguir la mayor parte de la vida en su superficie. Sus esfuerzos para comunicar la inminente catástrofe son la base de una sátira sobre la mala relación entre la realidad objetiva y los políticos. El director, situado en la izquierda del partido demócrata, ataca el comportamiento de los gobiernos “negacionistas” ante el cambio climático o las vacunas. En realidad, aunque el dardo va dirigido de manera poco sutil a Trump, acierta de lleno a muchos gobiernos de variados signos políticos. Podemos recordar la reacción de algunas autoridades ante las advertencias sobre el COVID-19 antes de marzo de 2020, o la actitud de muchos ecologistas ante la inevitabilidad de la energía nuclear para luchar contra el calentamiento global.

Los “no mires arriba” ocurren cada vez que alguna porción de la realidad contradice las creencias mayoritarias, cada vez que un individuo o pequeño grupo descubre algo que contradice el consenso y es (habitualmente) anatemizado por ello. Seguir ciegamente el consenso es uno de los sesgos más peligrosos que puede sufrir un inversor. En él se está muy cómodo, mental y profesionalmente. Una de las mejores ilustraciones de este comportamiento la da otra película del mismo director: “The Big Short”, en la que se relata la odisea de aquellos inversores que apostaron en contra del sector inmobiliario antes de la Gran Crisis Financiera de 2008. Si no las han visto ya, les recomiendo que lo hagan. La escena de los dos astrofísicos en el Despacho Oval, intentando comunicarle a la presidenta que el

mundo se acaba, parece un calco de las reuniones de Michael Burry en 2005 con el *establishment* financiero, avisando también de un fin de mundo: el de las hipotecas *subprime*.

Y esto nos lleva a la principal preocupación de los inversores cada principio de año. ¿Qué va a hacer la bolsa en el 2022? Es obvio que se detectan claros excesos especulativos como la proliferación de criptomonedas, las ratios exosféricas de algunas compañías y sectores tecnológicos e, incluso, en la valoración del principal índice estadounidense: la ratio precio/beneficio de Shiller del S&P500 es de ~39, comparado con una media de ~17 desde 1870. Los canarios en la mina, las acciones más arriesgadas como las del fondo ARK de innovación de Cathie Wood, muestran síntomas claros de asfixia.

¿Significa esto que hay que reducir la exposición a la bolsa? Todo lo contrario, porque los refugios habituales tampoco tienen aspecto acogedor. Los bonos están carísimos: disfrutamos literalmente de los tipos de interés más bajos desde los tiempos de los sumerios. Y con la inflación alcanzando tasas que no se veían desde los años 80, lo único garantizado de los depósitos bancarios son las pérdidas graduales.

Por suerte hay una solución clara: invertir en aquellos sectores de la bolsa que tienen valoraciones baratas y que no han participado en los excesos de los últimos años. Es lo que busca hacer nuestro fondo, con una estrategia que nos escora profundamente, en el sentido estadístico, hacia el *value* y las *small caps*. Este gestor duerme muy tranquilo con una cartera que es casi tres veces más barata que la media del mercado americano (nuestro EBIT/EV, el beneficio operativo / coste total de adquisición de la compañía es del 10%, mientras que la media del mercado americano solo “renta” un 3,4%). Eso, sin contar con las características que tienen las compañías que forman nuestro fondo, y que en los últimos años nos han evitado sufrir las caídas brutales que han tenido muchos de los vehículos *value* tradicionales.

Sin embargo, hay quién tiene miedo de invertir en compañías pequeñas cuando crece la incertidumbre. Un mito extendido es que, si los grandes índices lo hacen mal, las *small caps* y el *value* lo harán peor, aunque sea a corto plazo. Es fácil comprobar que eso no es así en situaciones como la que podemos estar viviendo.

Durante el último gran exceso especulativo de las bolsas, a finales de los 90 (no incluimos la Gran Crisis Financiera, ya que las sobrevaloraciones masivas no estaban en la bolsa sino en el sector inmobiliario), el comportamiento de las pequeñas compañías baratas divergió completamente de los índices principales y en seguida alcanzó rentabilidades positivas con respecto al S&P 500, no digamos ya con respecto al NASDAQ. Por ejemplo, desde el 31 de marzo de 2000 (el pico de la euforia “dot-com”) al 31 de marzo de 2002, las *value small caps* estadounidenses obtuvieron un retorno positivo del 20,7%, mientras que el NASDAQ bajó casi un 60%. En sólo dos años se corrigió la ventaja que el *growth* había acumulado sobre el *value* y desaparecieron de la prensa los artículos que insinuaban que Warren Buffett estaba senil por no comprar compañías tecnológicas. Por supuesto, la historia no se repite, el NASDAQ de hoy en día es mucho más sólido que el de 2000, pero hay que ser consciente de que las apuestas

ultraespeculativas no suelen salir bien, a menos que uno tenga una bola de cristal que le diga cuándo toca bajarse del cohete.



Figura 1: Rentabilidad diferencial entre el índice de Small Caps Value estadounidenses y el NASDAQ tras el pico de la euforia dot-com en marzo de 2000. Las compañías pequeñas y baratas no sólo lo hicieron mucho mejor en términos relativos, sino que acumularon más de un 20% de rentabilidad positiva en los dos años subsiguientes.

Resumiendo: la oscilación periódica entre *value* y *growth* no es más que un reflejo del comportamiento maníaco-depresivo a gran escala de los inversores y constituye un patrón bursátil que se ha repetido invariablemente durante los últimos 200 años. Esta vez no va a ser diferente.

Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de -1,73%, comparada con un +4,18% del índice de referencia¹. La variante Ómicron ha afectado especialmente a los sectores de energía y consumo discrecional, con alto peso en nuestra cartera, lo que ha empañado un tanto nuestros resultados en la recta final del año. El resultado total para 2021 es de un 17,88% comparado con un 24,54% de la referencia. Como en el trimestre pasado, el fondo presenta los múltiplos más *deep value* desde su inicio, según la clasificación de Morningstar, casi saliéndose del tablero de estilos por el costado *value*.

La composición de la cartera por zonas geográficas a 31 de diciembre ha tenido ligeros cambios respecto a la de tres meses atrás, como se ve en la siguiente tabla.

¹ MSCI World Small Caps Net Total Return en euros

Región	Fondo 31-12	Índice 31-12	Fondo 30-09	Índice 30-09
Norteamérica	58,51%	62,38%	51,06%	61,50%
Europa Occidental	24,49%	21,06%	33,23%	21,05%
Asia Pacífico	7,03%	15,10%	8,23%	15,70%
Efectivo	9,97%	0,67%	7,47%	1,36%

Como podemos ver, el mayor cambio es un incremento del porcentaje invertido en EEUU compensado en su mayor parte por un descenso del dedicado a Europa Occidental.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 31-12	Índice 31-12	Fondo 30-09	Índice 30-09
Consumo discrecional	21,03%	13,18%	19,08%	13,45%
Consumo básico	16,63%	4,05%	17,95%	4,11%
Industria	12,27%	19,16%	14,80%	18,31%
Tecnologías información	9,34%	12,88%	11,02%	12,82%
Comunicación	8,73%	3,03%	6,20%	3,21%
Energía	6,19%	3,56%	12,74%	3,63%
Financiero	6,15%	13,65%	1,40%	13,44%
Salud	4,32%	10,50%	5,33%	11,60%
Serv. Públicos	1,03%	2,51%	1,35%	2,40%
Materiales	0,73%	7,20%	1,32%	6,80%

El cambio más significativo es una reducción del porcentaje de la cartera dedicado a empresas del sector energía, debido tanto a su bajada de precio por el impacto de la variante Ómicron como a su salida de la cartera por el deterioro de sus parámetros. A su vez, se ha incrementado el sector financiero, aún en porcentajes muy inferiores a los del índice, pero más altos que lo que ha sido típico en nuestro fondo. El sistema probablemente detecta que este sector será uno de los beneficiados por el incremento de la inflación. El resto de las posiciones siguen a niveles similares.

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 14/01/2022 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores