

# Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

El trimestre veraniego ha resultado positivo, con una subida del 4,84%, aunque los vientos venidos de Japón han añadido más emoción de la acostumbrada al comportamiento del fondo durante agosto y parte de septiembre. A pesar de estas turbulencias, cabe resaltar el vigor del mercado estadounidense, sustentado en el aparentemente robusto estado de su economía. La bajada de los tipos por parte de la Reserva Federal y los resultados de los indicadores económicos animan a los principales índices estadounidenses, que parecen ignorar la incertidumbre sobre las elecciones de noviembre, las guerras de Oriente Medio o la posible escalada del conflicto ucraniano.

## “Cualquier tecnología suficientemente avanzada es indistinguible de la magia”

Esta frase de Arthur C. Clarke, u otra parecida, debió venirle a la cabeza a muchos miembros de Hezbolá después del devastador ataque sufrido a manos del Mossad. En una operación preparada durante 15 años, Israel adquirió una fábrica húngara de buscapersonas, infiltró un explosivo indetectable en dichos artefactos, consiguió el contrato para abastecer con ellos a Hezbolá y los hizo explotar simultáneamente de forma que mataran, cegaran o hirieran a la mayoría de los miembros de su jerarquía militar y política. Solo han quedado ilesos aquellos considerados por los suyos de tan poca monta como para no merecer un “busca”.

El resultado ha sido el descabezamiento y descabalamiento de la joya de la corona de las milicias proiraníes, que ha perdido gran parte de su efectividad militar y la casi totalidad del prestigio que atesoraba. Israel ha completado el ataque con una serie de bombardeos contra el Líbano que han eliminado a Hasán Nasrallah, el líder de Hezbolá, y a sus subsecuentes sucesores hasta que la organización chiita ha decidido dejar el puesto vacante.

La respuesta de Irán fue una masiva andanada de 200 misiles balísticos contra objetivos militares israelíes que, sin embargo, no ha dejado víctimas ni daños de importancia. Otra prueba de la abrumadora superioridad tecnológica de Israel, cuyo carácter disuasorio es un factor esencial que acota la posible extensión de este conflicto. Mientras escribo estas líneas se desconoce cuál será la respuesta del gobierno de Benjamín Netanyahu; se espera que sea mucho más contundente que el pasado abril.

El peso en la economía mundial de los beligerantes roza tan solo el 1%, así que su hipotético impacto en los mercados sería tan solo a través de una posible interrupción del suministro de energía. La situación ahora es casi opuesta a la de guerras pasadas como la de Yom Kipur en 1973, cuando los principales productores árabes dejaron de vender a los países occidentales aliados de Israel y provocaron que el precio del barril se cuadruplicara. Ahora, las monarquías del golfo no solo han ignorado la guerra contra sus correligionarios suníes en Gaza, sino que consideran a la teocracia iraní una amenaza existencial que debe ser vencida a toda costa. No en vano son algunos de los aliados más firmes de Israel.

Queda la posible interrupción del suministro de crudo iraní, muy expuesto desde el punto de vista militar por la concentración de las instalaciones necesarias para su exportación en la isla de Jarg. Para Irán también sería fácil atacar las infraestructuras petroleras de Arabia Saudí, o bloquear el estrecho de Ormuz por el que pasa el 20% del crudo y del gas natural licuado que consume el mundo. Pero son escenarios extremadamente improbables. Ni Estados Unidos, el aliado principal de Israel, ni China, aliado de Irán y receptor principal de sus exportaciones tienen el más mínimo interés en que algo así ocurra. Eso explica que el precio del petróleo esté lejos de los niveles que implicarían un riesgo tangible de reducción del suministro. Nadie sabe cuánto tiempo va a seguir este conflicto generando titulares terribles, pero todo apunta a que su efecto real en los mercados va a ser limitado.

### Ecós de la guerra fría

Mucho más preocupante, en opinión de este gestor, pero mucho más inadvertido, ha sido el peor riesgo de escalada de la guerra de Ucrania hasta la fecha. A principios de septiembre, el secretario de estado de Estados Unidos, Antony Blinken, y el primer ministro británico, Keir Starmer, acordaron que de manera inminente se iba a permitir que Ucrania utilizara armas de precisión occidentales para atacar objetivos militares dentro del territorio de Rusia. Putin hizo una declaración oficial advirtiendo que, dado que Ucrania no puede utilizar dichas armas sin la colaboración directa de militares occidentales, los ataques serían interpretados como una declaración directa de guerra y que se respondería apropiadamente contra los países implicados. El mensaje fue ominosamente repetido por las principales autoridades rusas y, al parecer, la amenaza se ha considerado lo suficientemente seria por parte de Estados Unidos como para archivar dichos permisos indefinidamente. Esto es evidencia de los riesgos de cola de tener una guerra abierta en Europa en la que uno de los participantes es una superpotencia nuclear. Nuestro sistema identifica pocas acciones europeas interesantes y la cartera mantiene poco más de un 5% en el continente.

La parte del león del fondo, el 88%, está invertido en Norteamérica. Desde que escribimos nuestra última carta, la situación de las elecciones estadounidenses ha cambiado de manera sustancial: el presidente Joe Biden fue sustituido como candidato por Kamala Harris. Había grandes dudas sobre el potencial electoral de la vicepresidenta, que tuvo un pobrísimo desempeño en las primarias demócratas de 2020 (no consiguió ni un delegado) y que apenas se ha prodigado en público antes de ser nominada. Sin embargo, y a pesar de que sigue racionando mucho sus intervenciones ante la prensa, ha experimentado un ascenso explosivo en las encuestas que prácticamente la ha igualado con Trump, aunque este sigue manteniendo una ligera ventaja en los estados clave para el resultado de la elección.

A pesar del suspense, el índice estadounidense de *small caps* y el S&P 500 han cerrado el trimestre por encima de los niveles que tenían cuando Biden se retiró de la carrera presidencial. No parece que esta tendencia vaya a detenerse a corto plazo, gane quien gane en noviembre. Al impulso actual detrás de los mercados, fruto en parte de la inercia de las ganancias acumuladas durante este

año, contribuye el efecto estacional: los próximos tres meses son históricamente uno de los mejores períodos del año para estar invertido.

La mayor adición a nuestra cartera han sido el sector inmobiliario estadounidense, los llamados REIT (*Real Estate Investment Trust*). Muchas de las empresas de este sector sufrieron enormemente durante 2023, debido a la subida de los tipos de interés. Durante 2024 han iniciado una recuperación robusta porque el mercado espera que se beneficien del nuevo escenario de bajadas de tipos, incluso si viene acompañado de tendencias inflacionarias, dado que estas empresas tienen capacidad de aumentar sus alquileres para reflejar las alzas en el índice general de precios. Hemos acumulado una posición del 11% del fondo en este sector durante el último trimestre.

### El *carry trade* japonés

El *carry trade* consiste en adquirir deuda en una divisa con intereses bajos e invertir el efectivo resultante en activos con mayor rendimiento denominados en otra moneda. Cuando el tipo de cambio se mantiene estable, o decrece en contra de la moneda del préstamo, estamos ante un negocio redondo. Esto había ocurrido con el yen y el dólar durante los últimos años: el Banco de Japón mantuvo sus tipos de interés ultrabajos, mientras el resto del mundo los subía para mantener a raya la inflación post-COVID. Los inversores comenzaron a pedir prestado en yenes a coste cero y a comprar activos estadounidenses con jugosos rendimientos. Al mismo tiempo el yen se devaluó un 35% desde el final de 2021 hasta finales de julio de 2024, con lo cual la deuda se devolvía en una moneda cada vez más barata, añadiendo beneficios adicionales. Ante lo que parecía un negocio seguro, se produjo un efecto bola de nieve y a comienzos de agosto de 2024 la cantidad invertida rondaba varios billones ( $10^{12}$ ) de dólares, un océano de dinero órdenes de magnitud más alto que el volumen diario de negociación de todas las bolsas mundiales.

Sin embargo, en los mercados hay pocos negocios seguros y, de esa escala, ninguno. Así que a finales de julio el Banco de Japón subió los tipos de interés por sorpresa y provocó que en unas semanas el yen se revalorizara un 12% respecto al dólar. Se desencadenó una estampida para deshacer posiciones y devolver préstamos antes de que el yen se encareciera aún más. Todo ello en uno de los meses con menos actividad en los mercados, lo cual amplifica cualquier movimiento. La espiral de *margin calls* y liquidaciones forzadas (se sospecha que, principalmente, por parte de instituciones japonesas) hizo caer un 10% al índice mundial de compañías pequeñas en tan solo unos días. Nuestro fondo, con más presencia de acciones japonesas que la referencia, bajó un 11%, caída de la que se ha recuperado completamente al final de septiembre.

Uno de los parámetros más útiles para elegir una acción con buenas perspectivas es la volatilidad de su cotización. Aunque parezca poco intuitivo y contrario a la teoría del mercado eficiente, las acciones más estables tienen mayores rendimientos a largo plazo que el resto, un fenómeno presente en todos los mercados estudiados hasta la fecha (véase por ejemplo Baker & Haugen, 2012<sup>1</sup>). Aunque veníamos reduciendo posiciones en Japón desde hace meses, el incremento en la

<sup>1</sup> Low Risk Stocks Outperform within All Observable Markets of the World, Baker, N. L. & Haugen R.A., [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2055431](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2055431)

volatilidad causado por las turbulencias veraniegas ha rebajado significativamente el potencial de las acciones niponas a ojos de nuestro modelo. Hemos cerrado el trimestre con una posición en este país de tan solo el 2,14%.

### Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad en el trimestre ha sido de 4,84%, comparada con un 5,77% del índice de referencia<sup>2</sup>. En lo que va de año llevamos un 14,27% comparado con un 9,88% del índice.

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

Región	Fondo 30-09	Índice 30-09	Fondo 28-06	Índice 28-06
Norteamérica	87,79%	63,89%	68,16%	63,57%
Europa Occidental	5,29%	17,20%	5,35%	17,76%
Asia Pacífico	2,14%	17,73%	24,31%	17,30%
Asia Central	1,20%	0,02%	0,0%	0,02%
Efectivo	3,58%	0,00%	2,18%	0,12%

La exposición en Asia ha disminuido drásticamente respecto al trimestre anterior y, como hemos explicado, hemos liquidado casi toda nuestra cartera japonesa. El efectivo resultante ha ido a incrementar nuestra exposición a Norteamérica, tanto en Estados Unidos (que ya representa el 80,75% de la cartera, mientras que en el índice pesa un 59,39%), como en Canadá (7,04% frente al 3,82% del índice). Nuestra posición en Europa se ha mantenido estable.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 30-09	Índice 30-09	Fondo 28-06	Índice 28-06
Consumo discrecional	29,51%	13,60%	37,41%	13,34%
Industria	20,15%	19,87%	29,21%	19,92%
Energía	11,13%	4,11%	10,75%	5,02%
Inmobiliario	11,00%	8,42%	0,00%	7,90%
Tecnologías información	8,76%	10,82%	6,68%	11,28%
Materiales	5,52%	7,65%	12,46%	7,47%
Salud	5,26%	9,66%	0,00%	9,64%
Consumo básico	4,50%	4,79%	1,31%	4,82%
Serv. Públicos	0,60%	2,58%	0,00%	2,50%
Comunicaciones	0,00%	3,10%	0,00%	2,97%
Financiero	0,00%	15,41%	0,00%	15,04%

<sup>2</sup> MSCI World Small Caps Net Total Return en euros

Ha seguido disminuyendo nuestra concentración en los sectores de Consumo discrecional, Industria y Materiales, que pasan de un total del 79.08% a un 55,18% de la cartera. Hemos iniciado una nueva posición (11% de la cartera) en el sector Inmobiliario americano y en el sector Salud (5,26%). Se ha incrementado ligeramente la posición en Tecnologías de la información y Consumo Básico y estamos fuera de los sectores Financiero y de Comunicaciones.

Para acabar, querría agradecer a los partícipes su paciencia y 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 11/10/2024 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores