

AGF – Quant Value Small Caps

Narciso Benítez, gestor de **Abante Quant Value Small Caps**, analiza la expansión de la enfermedad del COVID-19 desde China hasta Europa y Estados Unidos, y el impacto en los mercados, que fue menor en los países orientales que en los occidentales, donde hemos visto caer las bolsas un 30-40% anticipando el efecto que tendrá en la economía y los resultados de las empresas el parón para frenar la pandemia.

Benítez destaca: “A pesar del dramatismo de la situación, en el fondo es un problema técnico resoluble. Y la mejor solución, la que más preserva vidas, libertades y riqueza económica es la que se ha desarrollado en Corea del Sur y Singapur”. Y subraya que “hemos pasado claramente el pico de la epidemia en España y quedan días para que lo hagan el resto de grandes países europeos y EEUU”.

Sobre la posible evolución de los mercados, dice que “la bolsa es intrínsecamente impredecible (y lo digo como físico) a corto plazo” y que “el consenso parece ser que el rebote actual dará lugar, tarde o temprano, a otra nueva bajada que intentará poner a prueba los mínimos del 23 de marzo”. Sin embargo, afirma que “cabe dudar de este consenso por dos razones”: ninguna de las pandemias ocurridas en tiempos modernos ha desencadenado un *bear market* secular por sí sola y, además, “el consenso, a menudo, se equivoca”.

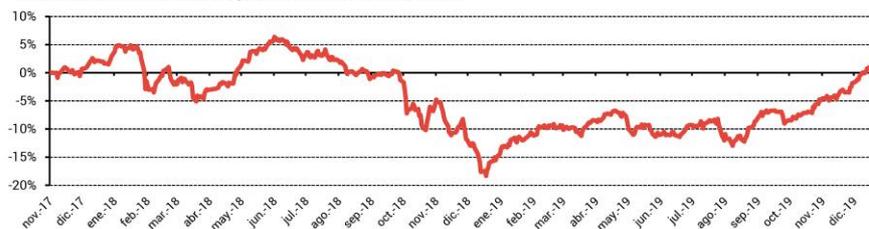
En cualquier caso, el gestor explica que “si hay acciones atractivas para comprar, se incluyen en nuestra cartera en el convencimiento de que, como ha pasado durante esta crisis, lo haremos mejor que el índice”. Y señala: “Hemos aprovechado estas turbulencias para rotar la cartera, vendiendo las acciones que habían bajado menos y comprando verdaderas gangas, con valoraciones absurdas”. “Hemos conseguido evitar las caídas brutales de los fondos *value* clásicos para posicionar buena parte de la cartera en el *deep value* para aprovechar el rebote subsiguiente”, añade. Y destaca que “las valoraciones de nuestra cartera nos dan un colchón que implica una probabilidad muy alta de hacerlo entre mejor y espectacularmente mejor que los mercados a medio y largo plazo”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-dic-19
Valor liquidativo 10,090€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.
2019	20,00%	4,76%	2,21%	0,05%	2,86%	-3,98%	-0,08%	2,04%	-0,82%	3,17%	0,69%	4,82%
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%
2017	1,65%										0,13%	1,52%

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



Carta del gestor

El año del coronavirus

Lo primero, desearles a todos que se encuentren bien, al igual que sus familias y allegados. Como reconoce la sabiduría popular, la salud va siempre por delante de la economía. En una crisis como esta, cada cual tiene que cumplir con la parte que le toca, y la de este gestor es seguir cuidando de sus ahorros. Las últimas semanas han sido de actividad febril (quizás no es el mejor adjetivo) no solo en lo que se refiere a la gestión de la cartera, sino intentando entender y modelar matemáticamente el comportamiento de la epidemia.

COVID-19

El virus hizo su aparición en diciembre en Wuhan, con contagios centrados inicialmente en un mercado de alimentos frescos de dicha ciudad. El origen de la transmisión del virus a humanos sigue siendo un misterio. Es probable que el reservorio inicial sean los murciélagos, pero estos hibernan en esa época y su hábitat natural se encuentra muy lejos de la ciudad. Además, la sopa de quiróptero *no* se consume en China: los vídeos que circulan por la red son de Indonesia, donde sí es un plato de la cocina local. Otra hipótesis es la transmisión intermedia, por un animal como el pangolín. Sin embargo, a pesar de su estatus de delicatessen en la cocina china, el consumo del pangolín está absolutamente prohibido en ese país y jamás se vendería de forma abierta (y mucho menos con frecuencia, dado su precio astronómico) en un mercado como el de Wuhan. Finalmente, queda la posibilidad, más aventurada, de una fuga accidental del centro de investigación en enfermedades infecciosas (equivalente al cinematográfico CDC americano) que se encuentra en Wuhan y que, ciertamente, albergaba murciélagos en su animalario. Si este es el caso, las autoridades competentes, lo reconozcan o no, implementarán las medidas necesarias para asegurar que algo así no vuelve a ocurrir.

A pesar de la experiencia china (y de la expansión a los países limítrofes, como Corea del Sur, Japón, Hong Kong y Singapur), ocurrió algo que se puede clasificar como un cisne negro 'talebiano': no la llegada del virus en sí misma (perfectamente predecible), sino la negligente reacción de los gobiernos occidentales. Estos ignoraron la información que venía de Asia y, en su mayor parte, no se prepararon para luchar contra la pandemia. Por supuesto, la incuria gubernamental ha tenido diferentes grados, algo que se refleja en el número de víctimas de cada país.

Y así, lo que podía ser un evento grave, pero perfectamente manejable, con un coste limitado en vidas y en daño económico, se ha transformado en la peor catástrofe a la que se enfrentan Europa y Estados Unidos desde la Segunda Guerra Mundial. Para ilustrar la diferencia entre Asia y el resto, observemos las máximas caídas de los mercados asiáticos entre el 17 de enero y el 17 de febrero, fechas que abarcan lo peor de la crisis en Asia:

Mercado	China	Corea	Singapur	Hong Kong	Japón
Caída	-9,52%	-6,20%	-5,15%	-9,50%	-3,42%
Fecha	31/01	31/01	03/02	03/02	03/02

A pesar del gran dramatismo de las imágenes que venían de Wuhan, el comportamiento de las bolsas durante ese periodo fue comparable al provocado por el virus SARS en 2003. Una corrección relativamente menor, de las que ocurren con frecuencia en la bolsa y que contrasta con las brutales caídas del 40% que han sacudido a los principales mercados europeos, o el 35% del S&P500. Incluso a pesar del efecto arrastre, las caídas máximas de los mercados asiáticos en marzo han sido casi la mitad que las de sus homólogos occidentales. El virus en sí no es una catástrofe; lo catastrófico ha sido la reacción de los gobiernos occidentales.

Corea del Sur y Singapur muestran el camino

A pesar del dramatismo de la situación, de los cientos de muertos diarios, luchar contra el coronavirus es, en el fondo, un problema técnico resoluble. Y la mejor solución, la que más preserva vidas, libertades y riqueza económica es la que se ha desarrollado en Corea del Sur y Singapur. Por tanto, como ocurre siempre con las nuevas “tecnologías” exitosas, este método será aplicado tarde o temprano (esperemos que más temprano que tarde) por todos los países afectados por el coronavirus. Así que lean los detalles porque pronto serán algo cotidiano aquí, a pesar de nuestras supuestas “diferencias culturales” con los países asiáticos:

1. Reacción *inmediata* a las primeras señales de la enfermedad en países vecinos o con los que se tiene contacto. Esta reacción inicial, antes de la llegada de la enfermedad, incluye vigilancia o restricciones a los viajeros de zonas infectadas, acopio masivo de material sanitario e implementación preliminar de un sistema de seguimiento de posibles enfermos y sus contactos.
2. Tests masivos, repetidos tantas veces como sea necesario, no solo para todos aquellos con síntomas, sino también para todos los posibles infectados y sus vecinos, amigos, compañeros de trabajo, gente con la que ha compartido restaurante, vagón de metro,

centro de trabajo, etc., detectados usando toda la información disponible, como cámaras, GPS del móvil, transacciones de tarjetas de crédito. También se difunde información detallada cada vez que se detecta un contagiado para que los ciudadanos que piensen que pueden haberse cruzado con la persona acudan a realizarse test voluntarios. Dichas pruebas se facilitan al máximo, con tácticas casi comerciales (por ejemplo, *drive-ins*) y — muy importante— se realizan *fuera* de los centros sanitarios, para proteger al personal de los mismos y evitar crear nuevos focos de la enfermedad.

Asimismo, se generaliza la medición de la temperatura de toda persona que quiera acceder a un lugar público, trenes, aviones, restaurantes, etc. Todo esto permite tener un mapa detallado, en tiempo real, de la verdadera extensión de la pandemia, y concentrar los recursos contra ella en las zonas más afectadas, mucho antes de que se la detecte por la llegada de docenas de personas en estado crítico a las UCI.

3. Aislamiento *individual* de todo aquel infectado o en riesgo de estarlo en su hogar o en centros especiales (por ejemplo, hoteles vacíos). Dejar a alguien confinado en su casa con varios familiares implica que pueda acabar infectando a todos o, si sale a comprar, a pasear al perro, etc., a los vecinos de su edificio a través de puertas, timbres, botones de ascensor, etc.
4. Hacer énfasis en la colaboración de toda la población a través de campañas de publicidad masivas, si es necesario con medidas punitivas para el que se salte la cuarentena, no lleve mascarillas o, en general, no cumpla con las reglas de distanciamiento social.

Estas medidas tienen un coste, pero ínfimo comparadas con el despilfarro de recursos económicos que supone mantener confinada a toda la población de un país que probablemente está libre del virus en más un 95%. Y son la respuesta a los que temen futuros rebrotes del virus en un futuro, bien al salir de la cuarentena actual o llegado el otoño. Este protocolo básico, quizás con algunas variaciones, es el que acabarán empleando todos los gobiernos y garantiza que no volveremos a pasar por otra crisis como la actual. Estamos viendo y viviendo el daño máximo que es capaz de causar el coronavirus.

En resumen: hemos pasado claramente el pico de la epidemia en España (que va unos 8 días por detrás de Italia), y quedan días para que lo hagan el resto de grandes países europeos y Estados Unidos. Además, una vez terminado el confinamiento, y sin tener que esperar a curas y vacunas (que vendrán, aunque tarden un tiempo), ya tenemos un sistema que ha *demostrado* contener el

virus con un coste razonable en vidas y sin lastrar en exceso la actividad económica. El fin del mundo puede esperar.

Las bolsas: ¿caerá el otro zapato?

Como todos ustedes saben, la bolsa es intrínsecamente impredecible (y lo digo como físico) a corto plazo. Las bajadas del S&P500 dejan a ese índice todavía muy por encima de los niveles que se esperan en un suelo secular de bolsa. El consenso parece ser que el rebote actual dará lugar, tarde o temprano, a otra nueva bajada que intentará poner a prueba los mínimos del 23 de marzo. Cabe dudar de este consenso por dos razones.

La primera es que ninguna de las pandemias ocurridas en tiempos modernos ha desencadenado un *bear market* o mercado bajista secular por sí sola. Ni la gripe española de 1918, que causó una mortandad probablemente 10 veces mayor que el COVID-19, ni la gripe asiática de 1957, ni el SARS. Entre otras cosas, porque a diferencia de las guerras o los desastres naturales, una pandemia no destruye las fábricas, los puentes o las viviendas: no daña el capital físico ni las infraestructuras. Y en este caso, tampoco a la población en edad laboral. Por tanto, tras superar la pandemia, nada impide una vuelta rápida a los niveles anteriores de producción, como empieza a demostrar China (otra cuestión, por supuesto, es que exista demanda económica plena para ello).

La segunda razón es que el consenso, a menudo, se equivoca. Eso no quiere decir que no podamos estar en los primeros compases de un mercado bajista, sino que, si este se produce, es dudoso que sea solo debido al coronavirus o a sus efectos secundarios. Y si lo hace, es probable que el rebote parcial en el que ahora estamos inmersos se prolongue hasta que desistan los más pesimistas. Es decir, lo esperable es que, cuando menos, tengamos un robusto *bear rally* (racha alcista en un mercado bajista).

En cualquier caso, estos pronósticos, aunque son tomados en cuenta con el propósito de orientación general, no afectan nuestro proceso de inversión. Si hay acciones atractivas para comprar, se incluyen en nuestra cartera en el convencimiento de que, como ha pasado durante esta crisis, lo haremos mejor que el índice. Y durante el último mes hemos visto (y seguimos viendo) oportunidades de compra interesantísimas.

Perspectivas

En la carta del último trimestre del año 2020, decíamos que *“es de esperar que durante el 2020 sigamos rápidamente recuperando el terreno perdido: tenemos por delante una oportunidad excelente*

para obtener un alto diferencial de rentabilidad positiva con respecto al índice". Y, de momento, así ha sido.

Durante este trimestre, el índice alcanzó un mínimo anual de -37,64%, mientras que nosotros no bajamos de -31,90%, una diferencia de 9,2% en rentabilidad. El comportamiento del fondo es todavía más positivo, en términos relativos, si tomamos en cuenta que la mayoría de los fondos *value* españoles tuvieron bajadas del 40-50%.

Hemos aprovechado estas turbulencias para rotar la cartera, vendiendo las acciones que habían bajado menos y comprando verdaderas gangas, con valoraciones absurdas, que nuestro sistema nos recomendó durante marzo. En diciembre pasado decíamos que nunca habíamos tenido una cartera tan buena, bonita y barata como la de entonces; la de ahora es todavía mejor.

Es decir, hemos conseguido evitar las caídas brutales de los fondos *value* clásicos para, desde ese nivel, posicionar buena parte de la cartera en el deep *value* para aprovechar el rebote subsiguiente. Estos son los múltiplos promedio (pesados por nuestra posición) de nuestra cartera:

Múltiplo	Cartera	Mercado
Price to Earnings	8,05	18,49
Price to Book	0,82	2,61
Price to Sales	0,5	3,89
Price to Cash Flow	4,55	14,17
Dividend Yield	0,06	0,03
Ebitda /Enterprise Value	0,23	0,07
Earnings /Enterprise Value	0,16	0,04
Free cash flow Yield	0,13	0,03

Todas ellas, acciones con mucha mejor calidad y características de momento que el mercado. Si tomamos en cuenta la media de los 5 primeros múltiplos (que usan el precio), nuestra cartera es aproximadamente un **66%** más barata que la media del mercado. Si tomamos en cuenta la deuda (los 3 últimos múltiplos), es un **74%** más barata. Es decir, los precios de nuestra cartera deberían multiplicarse por **3-4 veces (!)** para alcanzar la media del mercado. Para los aficionados a la historia de las bolsas, entre los que me encuentro, esta es una de esas oportunidades legendarias de inversión que se presentan cada muchos años.

La razón es sencilla de entender: el coronavirus ha roto los mercados. Estos, en su estado habitual, no se alejan mucho de la eficiencia, con lo cual es difícil arrancarles rentabilidades extra. Sin embargo, un *shock* como el del COVID-19, con las incertidumbres asociadas, hace que ni analistas ni gestores puedan valorar adecuadamente la mayoría de las compañías. A menudo, la reacción es la de vender lo que no se entiende. Y ahí es donde mejor se mueve un fondo cuantitativo, que no pretende valorar cada acción individualmente, pero que sabe que en una situación como esta las tendencias históricas ayudan a los que compran compañías extremadamente baratas, porque es en ellas en las que los gestores y analistas tradicionales más tienden a equivocarse.

Como hemos dicho en líneas anteriores, somos optimistas con el impacto del COVID-19. Pero la realidad es que nadie sabe lo que viene, si las bolsas subirán o bajarán. En cualquiera de los dos casos, las valoraciones de nuestra cartera nos dan un colchón que implica una probabilidad muy alta de hacerlo entre mejor y espectacularmente mejor que los mercados a medio y largo plazo: el *value* brilla especialmente cerca del suelo y a la salida de *crashes* como este.

Apéndice: rentabilidad y composición del fondo

La región más representada en el fondo es Europa, con aproximadamente un 30,6% del cual un 16,1% corresponde a la zona euro. Japón sigue en el 34% de la cartera, dado el buen comportamiento de precios de las acciones japonesas, unido a sus magníficas características en otros parámetros. El resto de los países de Asia-Pacífico concentran cerca de un 9,1% (comparado con un 16% del fondo hace 3 meses). Este descenso se ha compensado por un incremento hasta el 6,2% de las acciones canadienses. La cartera estadounidense ha descendido hasta el 7%, aproximadamente. Tenemos también un 12% de la cartera en efectivo.

Respecto a nuestra distribución por sectores, los más representados en nuestra cartera son industria (39,2%), tecnologías de la información (15,1%), consumo discrecional (12,7%) y materiales básicos (10,7%). Están infrarrepresentados con respecto al índice el sector financiero (0,8% vs. 12,9%), el inmobiliario (0,4% vs. 11,2%) y el de salud (0,4% vs. 12,8%).

Muchas gracias por su confianza y un saludo,

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 10/01/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.