

AGF – Quant Value Small Caps

**Narciso Benítez**, gestor de [Abante Quant Value Small Caps](#), explica en su carta la evolución en el último trimestre del fondo y de los factores en los que invierte, indicando que ha sido el comportamiento de la cartera asiática la que ha influido en la recuperación del fondo en la recta final de 2020.

El porcentaje de la cartera invertido en Norteamérica ha seguido aumentando, indica. “Las empresas japonesas nos siguen pareciendo paradigmas de la calidad y buenas valoraciones, pero nuestro modelo está identificando gran cantidad de compañías norteamericanas que, aunque maltrechas por la COVID-19, se venden a verdaderos precios de saldo y muestran señales claras de iniciar una fase ascendente”, explica. Por sectores, industria continúa siendo el que más pesa en la cartera y ha incrementado consumo discrecional.

Respecto a la pandemia, destaca que “la noticia más importante del último trimestre ha sido el excelente resultado en los ensayos clínicos de las vacunas de ARNm producidas por BioNTech/Pfizer y Moderna”, lo que “explica por qué los mercados siguen optimistas”. Y añade: “El daño provocado por la pandemia tiene límite y fecha de caducidad: ya se vislumbra, con una certeza muy alta, la vuelta a la normalidad”.

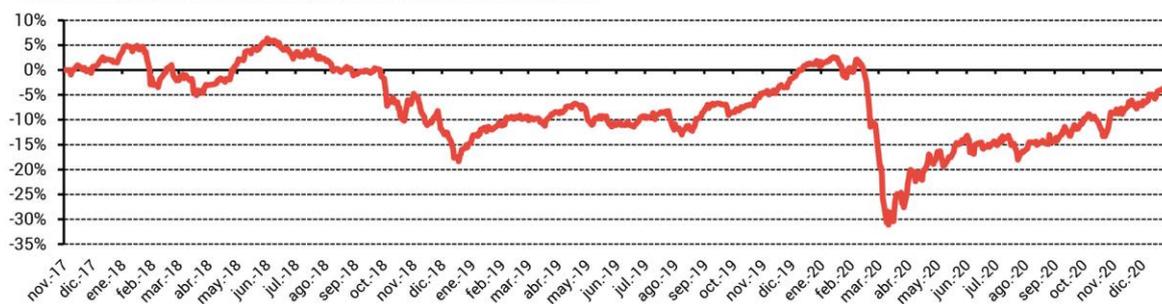
Benítez termina señalando la estrategia multifactor del fondo, con un peso muy alto del *value*, pero incluyendo también exposición a otros parámetros, como *momentum*, baja volatilidad, calidad, liquidez, etc. “Como muestran los estudios académicos, esta combinación viene dando resultados excelentes a largo plazo desde hace más de dos siglos”. Analiza la evolución de estos factores en los últimos tres años y destaca que, “si algo nos enseñan los mercados, es que la única certeza que nos ofrecen es la regresión a la media”. “Que las estrategias multifactor estén sufriendo tanto, en términos históricos, es señal inequívoca de que el retorno a la normalidad estadística de los mercados, a los comportamientos que nuestra estrategia rentabiliza al máximo, está cada vez más cerca”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 31-dic-20  
Valor liquidativo 10€

Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
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%	4.12%
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%	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%	-6.82%
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

### Rentabilidad y composición de la cartera

La rentabilidad del fondo en el último trimestre ha sido del 9,54%, mientras que la de referencia ha sido del 18,48%; en el año hemos obtenido una rentabilidad negativa del -4,58% frente a un 5,07% del índice. Los resultados del último trimestre no han sido tan buenos como cabía esperar, debido, especialmente, al comportamiento de la cartera asiática, que sostuvo la rentabilidad durante el *crash* del primer trimestre, pero después se ha quedado atrás, sobre todo en la recta final del año.

La composición de la cartera por zonas geográficas a 31 de diciembre es la siguiente (el índice es el MSCI World Small Caps Net Total Return en euros):

Región	Fondo 31-12	Índice 31-12	Fondo 30-09	Índice 30-09
Asia Pacífico	26,36%	16,33%	39,44%	21,80%
Europa Occidental	28,25%	21,87%	28,54%	21,92%
Norteamérica	42,97%	60,43%	28,70%	58,64%
Efectivo	2,42%	1,18%	3,32%	1,14%

Como podemos ver, el porcentaje de la cartera invertido en Norteamérica ha seguido aumentando. Japón, con un 17,42% ha dejado de ser la posición principal del fondo (que ahora ocupa EEUU, con un 37,89% de la cartera).

Las empresas japonesas nos siguen pareciendo paradigmas de la calidad y buenas valoraciones, pero nuestro modelo está identificando gran cantidad de compañías norteamericanas (y, en menor medida, británicas y australianas) que, aunque maltrechas por la COVID-19, se venden a verdaderos precios de saldo y muestran señales claras de iniciar una fase ascendente. Algunas valoraciones son tan extremas que tan pronto dichas compañías adquieren un poco de *momentum*, como han hecho a partir de noviembre, aparecen rápidamente en el radar de nuestro modelo como las más atractivas para su compra.

Este es el tipo de situación en la que el sistema de inversión ha proporcionado más alegrías en el pasado. La explicación intuitiva para esta rotación geográfica parece obvia: los mercados intuyen que el fin de la pandemia está a la vista (como explicaremos en el siguiente epígrafe) y Asia, muchos menos afectada por la misma, no ofrece gangas tan atractivas como las de los países occidentales.

La distribución sectorial es la siguiente:

Sector	Fondo 31-12	Índice 31-12	Fondo 30-09	Índice 30-09
Industria	34,37%	18,18%	35,06%	17,84%
Tecnologías Información	18,65%	13,71%	24,06%	14,02%
Consumo Discrecional	15,40%	13,08%	5,47%	13,75%
Materiales	10,24%	7,40%	14,33%	6,84%
Consumo Básico	6,13%	4,27%	5,49%	4,87%
Salud	5,57%	12,20%	9,38%	12,67%
Comunicación	4,63%	3,05%	0,18%	3,28%

El porcentaje de la cartera en el principal sector, industria, se mantiene; tecnologías de la información, materiales y salud disminuyen y aumenta consumo discrecional.

### La COVID-19 y las bolsas

La noticia más importante del último trimestre ha sido el excelente resultado en ensayos clínicos de las vacunas de ARNm producidas por BioNTech/Pfizer y Moderna. Aparte de la épica científica de su descubrimiento y desarrollo a velocidades récord, que esperamos sea pronto recompensada con un premio Nobel, esta nueva tecnología tiene implicaciones prácticas difíciles de sobreestimar y que no estaban presentes en los sistemas tradicionales de vacunas. La combinación de altísima eficacia y rapidez de "reprogramación" ante nuevas cepas del virus no tiene precedentes.

Eso explica por qué los mercados siguen optimistas a pesar de la aparición de una variante del virus tan peligrosa como la británica (B117), que va a complicar mucho la situación a corto plazo; pase lo que pase en los próximos meses (y, por suerte, la economía es mucho más capaz ahora de funcionar bajo confinamiento que hace un año), la campaña de vacunación acabará eventualmente eliminando el virus, incluso aunque este vuelva a mutar y desarrolle cepas aún más peligrosas. Esa capacidad de lidiar con lo que se tercie en el frente sanitario no estaba clara antes del éxito de las vacunas de ARNm (y las de ADN como la de Oxford).

Por tanto, el daño provocado por la pandemia tiene límite y fecha de caducidad: ya se vislumbra, con una certeza muy alta, la vuelta a la normalidad. Por supuesto, los plazos dependerán de cada país, de su eficiencia y capacidad de organización, algo en lo que -como ya se ha visto durante el 2020- unos destacan más que otros. Pero, dadas las perspectivas, parece lógico ir tomando posiciones de cara al fin de la pandemia. Y eso es lo que nuestro modelo, observando los movimientos y las valoraciones de los mercados, está haciendo.

## Las estrategias multifactor

Nuestro fondo sigue una estrategia multifactor, con un peso muy alto del *value*, pero incluyendo también exposición a otros parámetros, como *momentum*, baja volatilidad, calidad, liquidez (el *small caps* del nombre es un trasunto de dicha liquidez), etc. Como muestran los estudios académicos, esta combinación viene dando resultados excelentes a largo plazo desde hace más de dos siglos, independientemente de cómo y qué se negocie en los mercados financieros, desde acciones de compañías navieras con barcos de vapor hasta empresas de computación cuántica. La razón es que dicha estrategia se basa en un fenómeno inmutable e inagotable: la irracionalidad de los seres humanos que provoca desviaciones explotables con respecto a lo que haría un mercado perfectamente eficiente.

A pesar de que la evidencia científica al respecto es incontestable, cuando empezamos el fondo, hace ya algo más de tres años, mucha gente preguntaba: ¿y por qué no invierte todo el mundo así? Los últimos tres años han dado una respuesta convincente: por el *tracking error*, la desviación negativa temporal con respecto a la media del mercado. Desde febrero de 2018, casi coincidiendo con el 'Volmageddon', la rentabilidad de las estrategias de inversión multifactor han sufrido enormemente con respecto a los índices. Esto se ha debido en gran medida a su exposición al *value*, un estilo de inversión que ha atravesado una fase negativa literalmente sin precedentes: desde 1826, que es la fecha más antigua para la que existen registros, las acciones baratas no lo habían hecho tan mal con respecto a las acciones caras como ha ocurrido durante la mayor parte de 2020.

Sin embargo, incluso durante este período, ha sido evidente la ventaja de apostar por varios factores en lugar de centrarse en uno solo. A pesar de la fuerte carga *value* de nuestro fondo, hemos superado estos años bastante mejor que la mayoría de los fondos *value* a secas, que han experimentado caídas muy profundas (más del 50%) y muy prolongadas. Nuestra caída máxima en este tiempo ha sido de un 35% y ahora mismo estamos rozando la rentabilidad positiva. Este gestor es perfectamente consciente de que el desempeño del fondo es decepcionante (entre otras cosas, porque tiene todo su patrimonio personal invertido en él), pero desde luego está convencido de que nuestro periplo ha sido mucho más fácil, ha dejado muchas menos víctimas por el camino, que el de los fondos *value* clásicos.

Tras unos años tan difíciles los gestores multifactor esperábamos dos cosas: primero, que esta transposición del orden natural de los mercados acabaría, antes o después, con un rebote del *value* y, segundo, que dicho rebote auparía casi de forma inmediata a nuestros fondos, ya que el motivo principal de su baja rentabilidad relativa había sido precisamente la exposición a dicho estilo.

Para nuestra frustración, la parte inicial del rebote no ha sido así. Este año de los prodigios de 2020 nos tenía reservada una sorpresa más. La vuelta del *value* (y este inversor cree que esta sí es la buena, que tenemos por delante varios años en los que este estilo va a brillar como pocas veces lo ha hecho en la historia) ha venido acompañada de otra alteración de las tendencias naturales,

otro terremoto casi también sin precedentes, afectando al *momentum*. Como muestra la siguiente figura, de Josh Russell, el día 9 de noviembre la anticorrelación entre el *value* y el *momentum* fue extrema, como no se había visto en el pasado, ni siquiera durante el *momentum crash* del suelo de 2009. El 9 de noviembre, el *value* subió un 8%, pero el *momentum* (*long-short*) bajó casi un 15% (!!!). En un solo día.

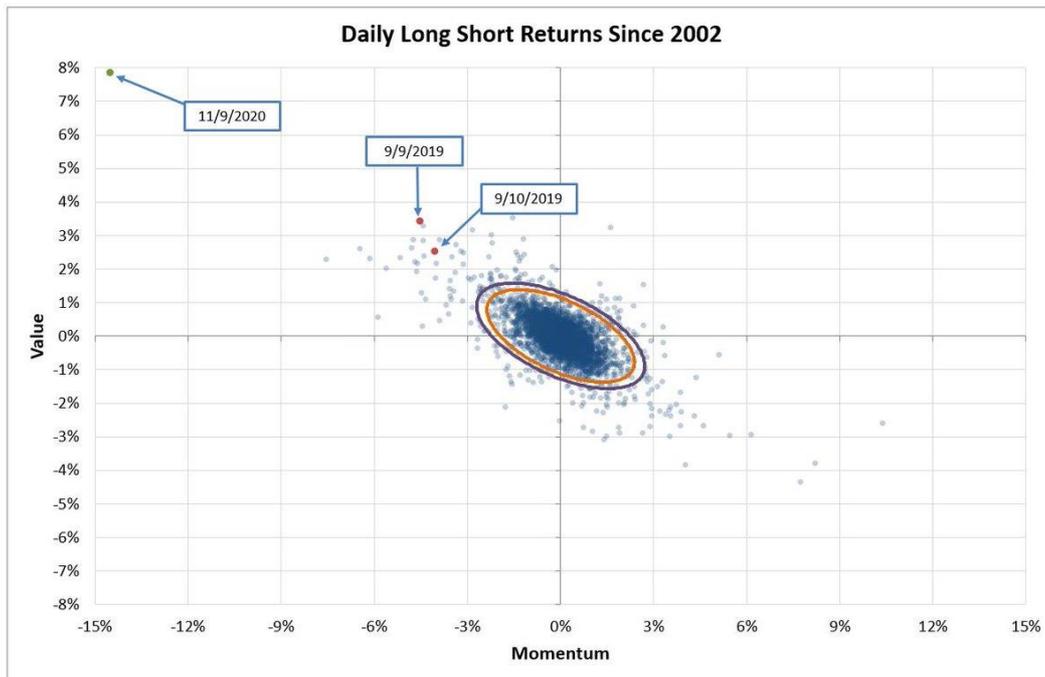


Fig 1. Correlación entre los retornos diarios del factor *value* y el factor *momentum*. Las líneas naranja y azul son, respectivamente, el nivel de 1-sigma y 2-sigma. El movimiento del 9 de noviembre no tiene precedentes.

Como su nombre indica, nuestro fondo tiene una alta exposición al *value* (nuestro EBIT/EV promedio es de 7,8%, el FCF/EV promedio de 7,8%, varias veces más barato que la media de nuestro universo de inversión). Sin embargo, los efectos positivos de dichas valoraciones se han visto lastrados por el castigo debido a nuestra exposición al *momentum* y ha hecho que solo hayamos subido cerca de un 9%, menos que el índice en el último trimestre.

En realidad, lo que ha subido al final del año no ha sido tanto el *value* en sí, como todo lo que había tenido un comportamiento desastroso de precios durante los últimos meses; el *value*, que se había comportado bien en precio (como buena parte de nuestra cartera), ha rebotado mucho menos. Una forma de entender esto es que, como dice el adagio, nada es gratis. Estamos pagando el peaje, afortunadamente de corto plazo, por los factores que nos han permitido superar con menos sobresaltos estos años terribles para el *value* puro. Como ilustración, pueden echarle un vistazo a este artículo, [Renaissance, Two Sigma Drop as Quants Navigate Chaos](#), que pone en contexto una situación que afecta a prácticamente todos los fondos *quant*, desde AQR (cuyos fundadores

descubrieron buena parte de las anomalías que definen el estilo multifactor) hasta el archifamoso Renaissance Technologies.

¿Qué va a pasar ahora? Primero hay que entender que la vuelta del *value* tan solo está empezando. Tras una época tan dura como la que hemos atravesado, la historia muestra que los próximos 5-7 años van a ser, con probabilidad muy alta, espectaculares para el *small cap value*. En la figura 2 ponemos al día el retorno relativo a tres años entre el *small cap value* y el *big cap growth*.

Acabamos de pasar la peor racha desde 1930 (hay otros datos que confirman lo mismo desde 1826). Como podemos ver, cada vez que la curva alcanza la línea roja, se produce un rebote muy fuerte, con rentabilidades en exceso durante varios años. Lo que hemos visto desde noviembre de 2020 es tan solo el inicio de la tendencia.

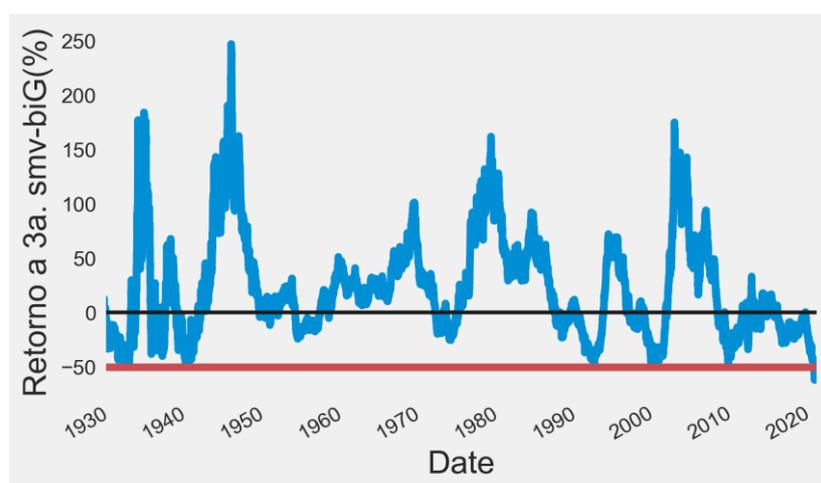


Fig 2. Retornos relativos a tres años entre el *small cap value* y el *big cap growth*. La línea roja muestra el nivel al final de noviembre.

La columna vertebral de una estrategia multifactor como la nuestra es el *value*. Por tanto, si el *value* lo hace bien también lo haremos nosotros, con rentabilidad extra a largo plazo gracias a la inclusión de otros factores. Al igual que el verano pasado parecía increíble que el *value* fuera a rebotar, y abundaban las explicaciones que explicaban su muerte y sepultura, ahora se oyen narrativas parecidas sobre los estilos *quant*. Pero si algo nos enseñan los mercados, es que la única certeza que nos ofrecen es la regresión a la media. El hecho de que las estrategias multifactor estén sufriendo tanto, en términos históricos, es señal inequívoca de que el retorno a la normalidad estadística de los mercados, a los comportamientos que nuestra estrategia rentabiliza al máximo, está cada vez más cerca.

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 12/01/2021 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.