

Narciso Benítez

Abante Quant Value Small Caps

El primer trimestre de 2025 ha sido especialmente turbulento para los mercados globales. El entusiasmo inversor inicial en Estados Unidos, impulsado por la victoria electoral de Donald Trump, dio paso a una corrección significativa. El mercado estadounidense ha registrado uno de sus peores comportamientos trimestrales relativos respecto al resto del mundo, con el índice de los países desarrollados que excluye a esta economía superando al americano en un 11%.

Nuestra cartera cerró el trimestre con una rentabilidad del -10,08%, frente al -7,71% de nuestro índice de referencia, el MSCI World Small Caps Net Return. Este resultado se explica, principalmente, por una mayor exposición al mercado estadounidense, que nuestro sistema de gestión ha ido reduciendo a lo largo del periodo. Escribimos esta carta en mitad del caos provocado por el anuncio abrupto de aranceles muy superiores a lo esperado por parte de la administración Trump, que ha provocado caídas adicionales. No obstante, nuestro fondo está resistiendo mejor que el índice, con pérdidas más moderadas.

Lo que estamos viviendo en el comienzo del segundo trimestre del año no está en absoluto justificado por el impacto económico de los aranceles, como explicamos más adelante. La amplitud de los movimientos bursátiles parece reflejar ventas forzadas de activos, probablemente derivadas de *margin calls* que están afectado a inversores con posiciones extremadamente apalancadas, incluidos aquellos involucrados en lo que se conoce como el *basis trade*. Parece claro que el mercado está sobrerreaccionando a corto plazo.

El plan y Trump

A diferencia de otras presidencias, en las que el poder estaba claramente distribuido, Donald Trump ejerce un liderazgo extremadamente centralizado. Busca la mayor diversidad de opiniones posibles, pero al final decide sin dejarse influir mucho por nadie en particular. Comprender su *modus operandi* es clave para anticipar los movimientos de su administración.

Una referencia útil es el hagiográfico *The art of the deal*, porque refleja cómo desea ser percibido: un negociador duro y astuto. Uno de los mayores errores que han cometido casi todos los adversarios de Trump es pensar que su, a menudo, extravagante comportamiento significa que no está en sus cabales. Trump ha sido un empresario de éxito en el difícilísimo sector inmobiliario de Nueva York (más adelante hablaremos de sus fracasos), productor televisivo de gran impacto con *The Apprentice* y un político con tres nominaciones republicanas y dos victorias presidenciales. No es un "genio muy estable", como se describió a sí mismo, pero no parece que esté donde está por loco o por tonto. El desagrado que puedan provocar su carácter moral, su

personalidad o su estilo (y las presentes consecuencias de sus actos) no puede cegarnos ante esta realidad.

Así que el enfoque racional es suponer que los aranceles forman parte de una estrategia amplia. La guía más citada sobre sus intenciones al respecto la ha elaborado Stephen Miran, el nuevo presidente del Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca. Destaca que Estados Unidos es un proveedor de bienes públicos globales: a) la seguridad global, sustentada en una cobertura de seguridad que ha hecho posible la Pax Americana ; b) el dólar y los bonos del Tesoro como activos de reserva, que apuntalan un sistema financiero y comercial mundial generador de una prosperidad sin precedentes. Sin embargo, advierte que estos aportes implican un costo elevado para Estados Unidos, manifestado en déficits comerciales crónicos y una pesada carga fiscal para sostener la defensa. Para compensarlo, Miran propone un reparto de la carga con los socios comerciales de Estados Unidos que sea más equitativo. Defiende el uso de aranceles y otras medidas para alentar a los aliados a incrementar su contribución, ya sea económica o militar, mientras se revitaliza la industria manufacturera estadounidense.

Todo el mundo tiene un plan hasta que, como decía Mike Tyson, le pegan un puñetazo en la cara o hasta que -como quizás habrá que decir a partir de ahora- Trump se encarga de la ejecución del mismo. No vamos a discutir sobre el acierto de su heterodoxa estrategia económica o su adecuación a la realidad, pero incluso los que la pergeñaron pedían que fuera introducida de forma gradual. En lugar de ello, el anuncio se transformó en algo que parecía sacado de un show de Las Vegas, con Trump y su amigote Howard Lutnick imponiendo tasas a rivales, amigos y pingüinos, usando unos porcentajes de cómputo disparatado y en el que solo faltaban unas animadoras recorriendo el jardín de la Casa Blanca con las tablas de aranceles en alto mientras el público aplaudía y vitoreaba.

Trump ha intentado utilizar una de sus tretas favoritas: asustar al contrario para conseguir mejores términos en las negociaciones comerciales que planea. Pero ha calculado mal: el espectáculo ha provocado tremendas caídas en las bolsas y ha erosionado significativamente su capital político (que estaba en máximos al final de marzo), algo que va a echar en falta para las duras reformas de calado de las que hemos hablado en cartas anteriores. Un error táctico costoso e innecesario que, además, puede haber despertado al Balrog de algunos *trades* masivos y apalancados que los hedge funds estaban practicando bajo la superficie.

A pesar de sus éxitos pasados, Trump ha cometido grandes equivocaciones en otras ocasiones y su comportamiento en estos casos sigue un patrón predecible. Su primer impulso es siempre negarse a corregir el rumbo, por mucha presión que se le aplique (hablamos de alguien tan duro de pelar que, instantes después de que casi le volaran la cabeza en julio de 2024, echó a un lado al Servicio Secreto para arengar al público con el puño en alto). Pero tras la tormenta inicial, procura desviar la atención a otras cuestiones y, con el tiempo, se vuelve excepcionalmente pragmático, renunciando si hace falta a todas sus pretensiones iniciales a cambio de cerrar el trato de manera realista. Es el proceso seguido con sus proyectos empresariales fallidos (ha

declarado seis bancarrotas) o con las decisiones políticas erróneas de su primera presidencia. Y esta vez probablemente no va a ser diferente.

La defensa nacional

Como nos enseña John Mearsheimer, los intereses económicos de un país siempre están subordinados a su seguridad nacional. En el caso del plan de aranceles de la administración Trump, eso quiere decir que todo lo que afecte la defensa es sagrado y apenas negociable.

La guerra de Ucrania ha cambiado las reglas del combate moderno, dando comienzo a la era de primacía de los drones. Hasta 2022, la mayor parte de los muertos en un conflicto bélico los causaba la artillería; ahora se estima que hasta el 80% de las bajas tienen que ver, directa o indirectamente, con las acciones de los drones enemigos. Las batallas de los últimos dos años se parecen más a un Verdún tecnológico que a la Blitzkrieg blindada de la II Guerra Mundial: cualquier concentración de armamento pesado es rápidamente detectada, acosada y destruida por enjambres de estos aparatos.

La limitación actual a su uso es que tienen que ser dirigidos por un humano; pero una vez se les integre con IA, un proceso que debe estar ya en marcha en muchos laboratorios, el país con mayor capacidad de fabricar millones de estos artefactos autónomos será casi imbatible en términos militares. Buena parte del armamento actual quedará obsoleto: ni tanques, ni aviones, ni buques de superficie pueden sobrevivir al ataque combinado de cientos o miles de ellos. Es un giro histórico, equivalente a la derrota de la costosísima caballería feudal por las armas de fuego baratas y abundantes.

La tecnología requerida para fabricar drones es casi la misma que para la electrónica de consumo. El país que no tenga industria para producir tostadoras baratas o móviles tampoco la tendrá para las armas modernas. Por eso, para Estados Unidos, el debilitamiento de la base manufacturera china (líder además en IA) y el fortalecimiento de la propia, cada vez más débil, se ha transformado en una cuestión existencial.

Estados Unidos va a intentar reducir al mínimo las importaciones directas desde China con aranceles astronómicos. Al mismo tiempo, todo el ruido y furia de los meses anteriores contra México y Canadá va dirigido a renegociar el tratado comercial que une a los tres países, el USMCA. El objetivo es expulsar los productos chinos de las cadenas de montaje integradas para garantizar, si se tercia, una producción de armamento en la que todos los eslabones estén controlados por Estados Unidos o sus aliados. Hay rumores insistentes de que, a día de hoy, Estados Unidos no sería capaz de construir un F-35 sin incluir una cantidad significativa de componentes esenciales fabricados en China.

Otro de los elementos del anuncio de Trump es el arancel mínimo y general del 10% que, probablemente, no será negociable salvo casos excepcionales. Se trata de un impuesto que

servirá para reducir su déficit y que se espera, basado en experiencias anteriores, que tenga un impacto pequeño en la inflación estadounidense, al ser compensado por los exportadores via devaluación y reducción de beneficios. Trump considera que es la cuota a pagar por ser miembro del club Pax Americana y tener acceso a su mercado.

Pero el resto de los aranceles no deben ser tomados en serio a largo plazo, algo que emana directamente del rocambolesco cálculo de sus valores. Son herramientas de presión, muy en el estilo de Trump, para conseguir acuerdos comerciales favorables que eliminen barreras no arancelarias, limiten el comercio con China o refuercen la cooperación militar. Ya hay múltiples solicitudes de negociación, y cabe esperar que pronto haya noticias de nuevos tratados, sobre todo con socios tan próximos a Estados Unidos como Japón y Reino Unido. Y, aunque el cómo y el cuándo sean una incógnita, es muy probable que el resultado neto de esas negociaciones sea un comercio más fluido en el bloque occidental: como dijo Mario Draghi en un artículo en el *Financial Times*, las barreras internas dentro de los países de la UE son equivalentes a un arancel del 45%; si se desmantelan para las importaciones estadounidenses es posible que también se reduzcan para el comercio intra-UE.

En resumen, Estados Unidos puede ver recortado ligeramente su crecimiento a corto plazo como consecuencia de los aranceles, pero mucho menos de lo que parecen temer los mercados. Muchas compañías pequeñas, que exportan sustancialmente menos que las *megacaps*, se verán poco afectadas negativamente por la nueva situación y, en cambio, una vez se estabilicen las expectativas, deberían beneficiarse enormemente de las nuevas inversiones dirigidas a incrementar la producción industrial propia. Para el resto del mundo (salvo China), es improbable que, una vez completado el proceso de negociación con Estados Unidos, vayamos a entrar en una era autárquica. Ni a Estados Unidos ni a ninguno de los países involucrados les interesa empobrecerse desencadenando una guerra comercial a gran escala: no hay ninguna razón de peso, ni de política interna, ni de seguridad nacional, para algo tan absurdo y, por mucha estampa de valentón que Trump intente proyectar, al final siempre hinca la rodilla ante la realidad. No es un fanático idealista capaz de inmolarsse por sus ideas.

El caos bursátil de los últimos días es desproporcionado y los aranceles no justifican este desplome. Lo que vemos es el clásico dominó de ventas forzadas: grandes inversores, atrapados en posiciones apalancadas insostenibles que liquidan activos todo lo rápido que pueden, al precio que sea. Cuando pase esta tormenta, los rebotes serán tan vigorosos como siempre. Nuestra cartera, con un enfoque conservador y un 6,54% de rentabilidad por dividendo, está bien posicionada para capear el temporal. Tenemos una flexibilidad geográfica y sectorial que nos proporciona un amplio margen de maniobra para ir aprovechando las oportunidades que surjan tras el susto. Así que, tranquilidad mientras esperamos a que la sensatez vuelva a reinar en los mercados.

Cambio de nombre

Durante este trimestre hemos solicitado a la CNMV modificar el folleto del fondo para incluir la compra de compañías de media capitalización. Esta petición obedece a que, aunque el algoritmo habitualmente selecciona *small caps*, hay épocas en las que tiende a escoger compañías algo mayores. Nos parecía absurdo renunciar a ellas por culpa de una definición arbitraria (a diferencia de lo que ocurre con las compañías grandes, el comportamiento de las *mid y small caps* es muy similar estadísticamente). Tras aceptar el cambio, la CNMV nos ha exigido, por una cuestión formal, eliminar el *small caps* del nombre del fondo y nos hemos quedado en **Abante Quant Value** a secas. El índice de referencia sigue siendo el mismo, porque esperamos que, como ha hecho hasta ahora, el algoritmo seguirá invirtiendo principalmente en esa zona del mercado.

Composición de la cartera

La composición de la cartera por zonas geográficas a cierre del trimestre es la siguiente:

| Región | Fondo 31-03 | Índice 31-03 | Fondo 31-12 | Índice 31-12 |
|-------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Norteamérica | 63,11% | 63,43% | 95,30% | 66,06% |
| Europa Occidental | 25,56% | 17,05% | 1,55% | 15,66% |
| Asia Pacífico | 7,83% | 18,24% | 0,0% | 16,88% |
| Efectivo | 3,49% | 0,00% | 3,15% | 0,00% |

Durante este trimestre hemos reducido muy significativamente la exposición a Norteamérica, llevándola a una cantidad similar al del índice, hemos aumentado el porcentaje de la cartera en Europa Occidental y, tras un período de ausencia, en Japón, que forma toda nuestra exposición a Asia-Pacífico.

La distribución sectorial es la siguiente:

| Sector | Fondo 31-03 | Índice 31-03 | Fondo 31-12 | Índice 31-12 |
|----------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| Financiero | 38,49% | 16,38% | 16,19% | 16,29% |
| Inmobiliario | 16,01% | 8,29% | 16,09% | 7,80% |
| Tecnol. información | 12,50% | 10,13% | 14,11% | 11,46% |
| Materiales | 7,65% | 7,65% | 2,11% | 7,09% |
| Consumo discrecional | 6,25% | 12,61% | 20,88% | 13,26% |
| Energía | 4,65% | 4,60% | 4,67% | 4,39% |
| Serv. Públicos | 4,11% | 2,91% | 1,85% | 2,51% |
| Consumo básico | 3,83% | 4,77% | 3,83% | 4,60% |
| Industria | 1,72% | 19,83% | 10,94% | 19,76% |
| Salud | 1,29% | 9,36% | 6,18% | 9,42% |
| Comunicaciones | 0,00% | 3,48% | 0,00% | 3,41% |

El cambio más importante es que ha seguido incrementándose el porcentaje del fondo invertido en el sector financiero hasta un 38,49%, que incluye aseguradoras, compañías de *private equity* y bancos (13,75% del total). También hemos incrementado el sector materiales con la compra de compañías mineras de oro. Se ha reducido el porcentaje invertido en los sectores de consumo discrecional (que en Estados Unidos se verá muy afectado por los aranceles) e industria.

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 9/04/2025 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.



@abanteasesores



Abante Asesores



Abante Asesores



@abanteasesores



Abante Asesores