

AGF – Quant Value Small Caps

Narciso Benítez, gestor de **Abante Quant Value Small Caps**, explica lo ocurrido en los mercados en el último año y la oportunidad de inversión que hay ahora para las estrategias multifactor. Además, en el segundo año de vida del fondo, que ha cerrado 2020 con una **ganancia del 20%**, repasa su estrategia y da las claves sobre su cartera. Tras dos años de funcionamiento de la estrategia, se ha quitado la comisión de suscripción.

El gestor destaca: “Tenemos por delante una oportunidad excelente para obtener un **alto diferencial de rentabilidad positiva con respecto al índice**”. “La cartera actual tiene excelentes características desde el punto de vista de valoración y calidad”, añade

Benítez subraya que el objetivo del fondo “es **generar el máximo de rentabilidad posible a largo plazo, con una volatilidad no superior a la del mercado**”. Y “lo verdaderamente difícil es generar rentabilidad extra sin aumentar la volatilidad”. Algo importante porque, “para el inversor particular, la principal fuente de pérdida de beneficios a largo plazo no se debe a una mala elección del producto, sino a no estar invertido, el incesante entrar y salir”.

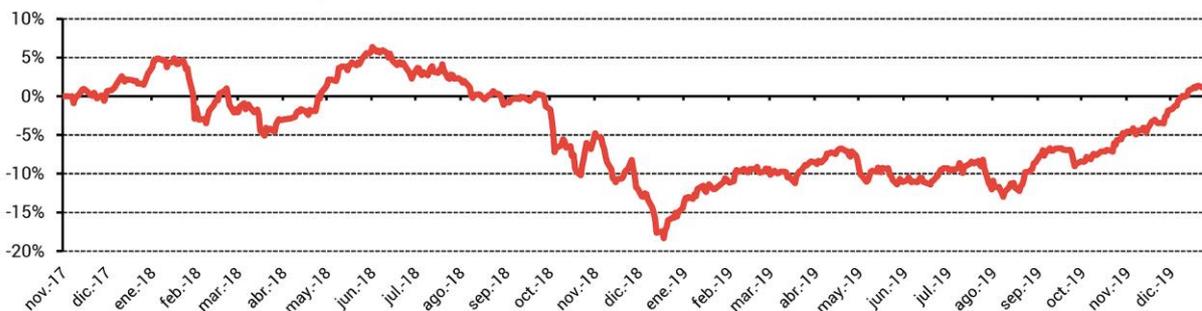
Otro elemento que afecta al comportamiento de los inversores es el *tracking error*, por la tendencia a mirar ansiosamente por el rabillo del ojo cómo le va al resto. “Por eso, es temido por los gestores y explica, en gran medida, por qué muchos fondos tienen serios problemas para **rentar más que los índices**”. Además, explica la importancia de cada una de las partes de su estrategia (cuantitativa, enfocada en las pequeñas compañías y con énfasis en el *value* –“definido a nuestra manera”) para maximizar la rentabilidad a largo plazo. Y repasa la composición del fondo, con una amplia posición en Japón (35%) y un elevado peso en industria (35%).

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%	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

Los mercados se normalizan

En la última carta, correspondiente al tercer trimestre del pasado año, señalábamos la existencia de una oportunidad de inversión táctica que se ha visto confirmada, con una subida trimestral del 8,70% (comparado con un 5,07% del índice mundial y un 6,25% del de Small Caps). Pero lo más significativo es que el mejor comportamiento ha venido de las acciones más baratas y maltratadas por el mercado, como las japonesas (casi un 13% de subida en el trimestre). En total el fondo ha subido un 20,0% en el 2019, encontrándose, de nuevo, en terreno positivo.

El año ha sido bueno, pero las perspectivas siguen siendo excelentes por lo extremo e inusual del período de malos resultados relativos que las estrategias multifactor en general (y el *value* en particular) sufrieron durante el 2018 y parte del 2019. Las tendencias estadísticas bursátiles -lo barato suele subir más que lo caro, lo bueno más que lo malo, lo que más ha subido tiende a seguir subiendo más- no son leyes físicas como las de la Mecánica Cuántica, que se cumplen sin descansos o excepciones.

Cada una de esas tendencias pasa rachas en las que no funciona, en las que las acciones caras se comportan de manera similar, o incluso algo mejor, que las baratas, etc. Pero se necesitan varias décadas para encontrarse con 18 meses en los cuales casi todas esas tendencias se invierten, de manera tan excesiva y simultánea, como ocurrió a finales del trimestre pasado. Un fenómeno fascinante para el estudioso de los mercados, pero me temo que no tanto para los gestores de fondos *value* y sus clientes.

Por suerte, los procesos estocásticos que gobiernan las bolsas, resultado de la interacción entre valoraciones objetivas, eventos externos y partícipes del mercado son, a pesar de su aparente devenir caótico, tenazmente conservadores. No tardan mucho en volver a su patrón de comportamiento habitual. O al menos, como diría Hume, así lo han hecho durante los ya varios siglos para los que existen registros que nos permiten su estudio. Y ese retorno a las condiciones normales que parece estarse produciendo ahora promete ser tan extremo como lo fue el desvío de las mismas.

Abante Quant Value Small Caps

El pasado 8 de noviembre se cumplieron dos años desde el inicio del fondo. Querría aprovechar este momento para repasar algunos aspectos de la estrategia.

En primer lugar, hay que enfatizar otra vez que el objetivo del fondo es generar el máximo de rentabilidad posible a largo plazo, con una volatilidad no superior a la del mercado. Teniendo en cuenta que los mercados suelen subir más a menudo que bajar, es relativamente sencillo generar estrategias más rentables que el índice si no se toma en cuenta la volatilidad: basta con invertir con dinero prestado (apalancamiento) o comprar acciones que reproducen los movimientos del índice de manera aumentada (con una beta elevada). Pero en ese caso, no solo las subidas -sino también las bajadas- se ven amplificadas, incrementando de manera proporcional la volatilidad. Por eso, lo verdaderamente difícil es generar rentabilidad extra sin aumentar la volatilidad.

¿Por qué es importante tener la volatilidad controlada? Porque, para el inversor particular, la principal fuente de pérdida de beneficios a largo plazo no se debe a una mala elección del producto de inversión, sino a no estar invertido, el incesante entrar y salir del mercado buscando los mejores momentos para hacerlo. Es bien conocida la sorpresa de Peter Lynch, cuando en la fiesta de cierre de su fondo Magellan descubrió que, a pesar de haber obtenido una rentabilidad anualizada del 29,2%, muchos de los partícipes ¡habían perdido dinero! debido a la búsqueda de ese inaprensible punto óptimo de entrada o por las salidas a destiempo durante las bajadas. Cuanto más alta es la volatilidad, más fácil es que los sesgos irracionales se apoderen de los inversores y que estos pierdan dinero por no conseguir mantenerse estables en una estrategia de inversión. Warren Buffett dice que la bolsa es un mecanismo para transferir dinero de los impacientes a los pacientes; y nada fomenta más el nerviosismo que la alta volatilidad.

Pero, además, y en contra de la creencia popular, las acciones de baja volatilidad son mucho más rentables a largo plazo. Este resultado, sólidamente establecido (véase por ejemplo Blitz and Van Pliet, *Journal of Portfolio Management*, p.102-113), contradice de manera frontal la teoría de los mercados eficientes (que postula que, a mayor volatilidad, mayor retorno). Por supuesto, la percepción de muchos inversores es la contraria, tienden a recordar las acciones que les han dado buen resultado cuando la subida ha sido rápida, pero, por aburrimiento o impaciencia, venden antes de tiempo las que incrementan su precio de manera paulatina. Y esa es, probablemente, la causa de que el citado efecto funcione.

Otro fenómeno que afecta el comportamiento de los inversores es lo que se conoce como *tracking error*, la diferencia entre la rentabilidad de la media del mercado y la de la estrategia de inversión.

Es bien conocido que la mayoría de los seres humanos están más interesados en su estatus relativo dentro del grupo que en su bienestar absoluto, una herencia de nuestro pasado evolutivo que explica fenómenos irracionales como la industria del lujo, el éxito de las redes sociales e, incluso, algunas de las ideologías más extendidas. Como no podía ser menos, este rasgo también afecta el mundo financiero: muchos inversores miran ansiosamente por el rabillo del ojo cómo les va a los demás, algo que tiene todo el sentido del mundo a largo plazo, pero es en extremo contraproducente a corto.

Por eso, el *tracking error* es temido por los gestores y explica, en gran medida, por qué muchos fondos de inversión tienen serios problemas para rentar más que los índices. La única forma de superar al mercado a largo plazo es diferenciarse del mismo: a mayor diferencia (siempre y cuando esta tenga la forma correcta), más capacidad de generar rendimiento extra a largo plazo. Pero, por razones obvias, también mayor peligro de obtener peor rendimiento a corto. Pegarse al mercado, bien de manera directa o indirecta reduce este último riesgo, pero sacrifica cualquier posibilidad de beneficio adicional por encima del índice. Parafraseando la afirmación de Warren Buffett mencionada arriba, puede decirse que el mercado también es un mecanismo para transferir rentabilidad extra (alfa) de aquellas personas que temen el *tracking error* hacia aquellas que consiguen tolerarlo. Por tanto, nuestra estrategia no intenta, ni va a intentar en ningún momento, minimizar el *tracking error*, a pesar de lo desagradable que pueda ser a corto plazo, porque la prioridad es siempre el rendimiento a largo.

¿Por qué tenemos un nombre tan complicado? ¿Por qué Quant, por qué Value, por qué Small Caps? Hay productos financieros que se diseñan con el propósito principal de cubrir un nicho determinado, que se ofrecen como parte de una paleta de estilos o regiones entre los que el inversor elige para completar su cartera. No es el caso de nuestro fondo. La razón por la que seguimos una estrategia basada en reglas objetivas, cuantitativa (de ahí el *Quant*) es porque minimiza los sesgos y errores subjetivos, optimizando el proceso inversor. La expansión de la inteligencia artificial en tantos ámbitos, no solo al de la inversión, es prueba del éxito de este enfoque. La razón por la cual me centro en las *Small Caps* es porque ese rincón del mercado, poco escudriñado por los analistas, es el más efectivo para las estrategias multifactor. Y hago énfasis en el *value* (definido a nuestra manera) porque, una vez tomados en cuenta los costes de transacción, es el mejor pilar en el que basar la rentabilidad de un fondo de inversión convencional. En resumen: cada pieza, cada tornillo de la máquina está ahí para maximizar la rentabilidad a largo plazo.

Composición del fondo

La región más representada en el fondo es Europa, con aproximadamente un 36%, del cual un 14% corresponde a la zona euro (que ha bajado respecto al 20% del trimestre pasado) y un 22% al resto. El buen comportamiento de precios de las acciones japonesas, unido a sus magníficas características en otros parámetros y otros niveles, nos han llevado a incrementar hasta un 35% nuestra posición en el país nipón. El resto de los países de Asia Pacífico concentran cerca de un 16% del fondo (comparado con un 20% de hace tres meses). La parte estadounidense de la cartera ha aumentado ligeramente, hasta casi un 10% del fondo, todavía muy por debajo de la presencia de EEUU en el índice.

Respecto a nuestra distribución por sectores, los más representados en nuestra cartera son industria (35%), tecnologías de la información (14,7%), consumo discrecional (13,5%) y materiales básicos (13,2%). Están infrarrepresentados con respecto al índice el sector financiero (1,9% vs. 15,1%), el inmobiliario (1% vs. 11,8%) y el de salud (1% vs. 10,7%).

La cartera actual tiene excelentes características desde el punto de vista de valoración y calidad. El PER promedio (pesado por la posición en la cartera) es aproximadamente 12,59, muy inferior a la cantidad equivalente del índice MSCI World Small Caps (30,95). Se obtienen ratios parecidas para el dividendo (4,42% vs 2,10% para el índice) o el Price/CF (6,72 vs 11,30). El Price/Book también es más barato (1,20 vs 1,84). Y el nivel de endeudamiento de nuestras compañías es unas tres veces inferior al de la media del índice. El *momentum* medio de las acciones en nuestro fondo también es superior al índice. Desde el inicio de la estrategia, en 2013, esta sigue siendo una de las carteras más baratas, de más calidad y, en general, con mejores características que hemos tenido.

Eliminada la comisión de suscripción

Cuando este fondo inició su andadura, suponía escalar mi estrategia individual más de un orden de magnitud, en términos de capital gestionado. Teníamos casi seguridad de que ese incremento no afectaría la operativa de manera significativa, algo que se confirmó durante las primeras semanas. Después, por prudencia, fijamos una comisión de suscripción del 5% para "cerrar" el fondo de manera efectiva. Ahora, tras dos años de experiencia, tenemos certeza de que la capacidad de la estrategia es mucho mayor que el tamaño actual del fondo. La liquidez de las acciones que el algoritmo recomienda permitiría invertir cantidades mucho mayores que las actuales. Por ello, hemos eliminado la comisión de suscripción.

¿Qué podemos esperar del 2020?

Como dice el manido proverbio danés, es arriesgado hacer predicciones, en especial sobre el futuro. Sin embargo, dado lo extremo del comportamiento de las bolsas en los últimos dos años, hay un pronóstico que parece más fiable de lo habitual.

Debido al período previo de rendimientos mediocres, parece muy probable que este año las estrategias que tradicionalmente han generado alfa, es decir rentabilidades extras sin aumentar la volatilidad, van a funcionar muy bien, como ya han empezado a hacer en el último trimestre de 2019. Y la mejor forma de generar alfa a largo plazo es, precisamente, usando una estrategia multifactor como la seguida por nuestro fondo. Por tanto, 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. El péndulo ha empezado a darse la vuelta, hay que aprovechar el momento.

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.

