

AGF – Quant Value Small Caps

**Narciso Benítez**, gestor de **Abante Quant Value Small Caps**, analiza la evolución del fondo, la situación de mercado y el momento que atraviesan las estrategias cuantitativas. El gestor recuerda que, desde noviembre del año pasado, el valor liquidativo del fondo se ha movido poco y, “en comparación con otros fondos *quant* (la mayoría estadounidenses) y con los fondos *value* más conocidos en España, muestra que, desde que el fondo echó a andar, estamos haciéndolo bastante mejor que los primeros y mejor que la mayoría de los segundos” y “con menos volatilidad”.

Respecto a la cartera, la región más representada es Europa, seguida por Japón, mientras que Estados Unidos es la menos representada, “no por decisión discrecional, sino porque el sistema de inversión no detecta apenas oportunidades de inversión en ese país”. “La cartera actual tiene excelentes características desde el punto de vista de valoración y calidad”, añade.

Benítez desmonta los argumentos que explican que el peor desempeño de las estrategias *value* y multifactor se debe al exceso de inversores en ellas o a un cambio fundamental del carácter de las bolsas. Y señala que la situación actual, “el equivalente bursátil a que los ríos fluyan hacia arriba”, ya ha ocurrido en el pasado. Así, “la explicación más plausible es que la acumulación, el exceso de inversores que se temía lastraba a los *quants* se está produciendo, en realidad, en las estrategias que siguen los índices”.

Benítez concluye que “nos encontramos ante una de las mejores oportunidades tácticas en décadas para invertir en estrategias como la seguida por nuestro fondo. No sabemos cuándo los mercados volverán a sus derroteros habituales. Pero sí, que no puede quedar mucho, a juzgar por la duración de episodios similares”.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

Datos a 30-sep-19  
Valor liquidativo 9,282€

| Año  | Ene.    | Feb.  | Mar.   | Abr.   | May.  | Jun.   | Jul.   | Ago.   | Sep.   | Oct.   | Nov.   | Dic.   |
|------|---------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2019 | 10,39%  | 4,76% | 2,21%  | 0,05%  | 2,86% | -3,98% | -0,08% | 2,04%  | -0,82% | 3,17%  |        |        |
| 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

### La prueba del malvavisco

Muchos de ustedes conocerán el experimento del malvavisco de Stanford. Este consistió en someter a niños de unos cinco años a una prueba un tanto cruel: debían esperar quince minutos, a solas, delante de un ejemplar de dicha golosina (también llamada nube o, en inglés, *marshmallow*), sin comérsela, bajo la promesa de recibir otra igual como recompensa pasado ese tiempo. Los resultados fueron variados. Algunos de los niños decidieron que los psicólogos no eran gente de fiar o bien que el mundo es demasiado incierto para hacer planes a tan largo plazo y se zamparon la 'chuche' en cuanto el investigador salió de la habitación. La mayoría de los restantes apretó los puños, dispuesta a aguantar el cuarto de hora de rigor, pero no pudo mantener la disciplina durante el tiempo suficiente. Solo un tercio de los participantes emergió victorioso con su par de malvaviscos, una rentabilidad del 100%.

Cuando, al cabo de unas décadas, a los científicos les dio por estudiar a los ganadores y perdedores del test, descubrieron que a los primeros les había ido mucho mejor que a los segundos. Obtuvieron notas más elevadas en la selectividad estadounidense (los SAT, por sus siglas en inglés), alcanzaron niveles de formación más altos, tenían mejor salud y mayores ingresos. Por supuesto, no es necesario ir a la Universidad de Stanford a hacer experimentos para saber que la racionalidad y la paciencia en cuestiones prácticas trae múltiples beneficios.

El experimento del malvavisco tiene claros paralelismos con la inversión bursátil. Está claro que en el mundo real nadie te da una nube por no correr riesgos (aunque sí, en algunos bancos, sartenes y toallas). Pero, una vez se ha invertido en un activo, hay que decidir cada día entre venderlo o soportar la ansiedad e incomodidad producida por la volatilidad del mismo. Al igual que en dicho test, la peor estrategia posible, la menos inteligente, es sufrir 14 minutos para dejarse vencer cuando la recompensa está a punto de llegar. Como veremos más abajo, en la actualidad los inversores en estrategias multifactor, como la seguida por nuestro fondo, nos encontramos ante un dilema similar al del niño que mira el malvavisco.

### El fondo

Desde [mi última carta](#), en noviembre del año pasado, el fondo se ha movido poco (el valor liquidativo ha pasado del 94,98 de entonces a un 92,82 el 30 de septiembre). Una comparación con otros fondos *quant* (la mayoría estadounidenses) y con los fondos *value* más conocidos en España muestra que desde que el fondo echó a andar estamos haciéndolo bastante mejor que los

primeros y mejor que la mayoría de los segundos. Y (una de las señas de identidad de la estrategia desde su inicio) con menos volatilidad que prácticamente todos los fondos mencionados y que el índice de comparación.

La región más representada en el fondo es Europa, con aproximadamente un 40%, repartido a partes casi iguales entre la zona euro y el resto. Japón, con un 26%, es la segunda área más representada, seguida por los países de Asia Pacífico, excluyendo el país nipón, que concentran cerca de un 20% del fondo. Solo algo más del 6% del fondo está invertido en Estados Unidos, no por decisión discrecional, sino porque el sistema de inversión no detecta apenas oportunidades de inversión en ese país, a pesar de constituir la mayoría de las acciones en nuestro universo de inversión. Esta situación, aunque inusual, no es sorprendente dado el comportamiento en los últimos meses de las *micro-caps* y *small-caps* estadounidenses: las que lo han hecho bien a nivel de precios (*momentum*) son extremadamente caras y las que están baratas han tenido una evolución excepcionalmente mala. Afortunadamente, encontramos numerosas oportunidades de inversión en el resto del mundo y, actualmente, solo mantenemos un 1,6% del fondo en liquidez.

Respecto a nuestra distribución por sectores, los más representados en nuestra cartera son industria (25,1%), consumo discrecional (21,8%), materiales básicos (14,5%) y tecnologías de la información (11,2%). Están infrarrepresentados con respecto al índice el sector financiero (1,7% vs. 15,1%), el inmobiliario (2,9% vs. 9,6%) y el de salud (0,9% vs. 8,7%).

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 de aproximadamente 12,47, aproximadamente la mitad de la cantidad equivalente del índice MSCI World Small Caps (23,92). Se obtienen ratios parecidas para el dividendo (4,61% vs 2,21% para el índice) o el Price/CF (6,81 vs 12,14). El Price/Book también es más barato (1,43 vs 1,84). Y el nivel de endeudamiento de nuestras compañías es 3 veces inferior al de la media del índice. A pesar del comportamiento del último año, el *momentum* de las acciones en nuestro fondo también es superior al índice: gracias a la rotación de las acciones en cartera, van saliendo aquellas con peores características en este parámetro. Desde el inicio de la estrategia, en 2013, esta es una de las carteras más baratas, de más calidad y, en general, con mejores características que hemos tenido.

### Las estrategias *quant*

Las estrategias cuantitativas en general, y el *value* en particular, siguen sin funcionar como solían y no se han recuperado del diferencial negativo con respecto a los índices de referencia,

acumulado durante el 2018 y los primeros meses de 2019. ¿Es algo permanente o una racha temporal?

La hipótesis más frecuente para explicar el peor desempeño de las estrategias *value* y multifactor es el exceso de inversores en ellas. Es una argumentación fácil de desmontar, porque una acumulación de dinero en este tipo de activos dejaría huellas en las valoraciones y haría que las de las acciones más baratas convergieran con las de las más caras. Si hubiera demasiados compradores de *value*, este dejaría de ser barato con respecto al resto de la bolsa. Y no solo se observaba lo contrario cuando las estrategias *quant* empezaron a flojear hace año y medio, sino que, a los niveles actuales, el *value* no había estado tan barato con respecto al *growth* desde 1998, casi un 20% por debajo de la media histórica.

La otra hipótesis que se menciona es la de un cambio fundamental del carácter de las bolsas, trastocadas por una combinación de algoritmos, bancos centrales, nuevas tecnologías y populismos. Para refutar este argumento basta echarle un vistazo a múltiples estudios que encuentran que los factores o anomalías más conocidos llevan funcionando desde hace siglos. Por ejemplo, Geczy y Samsonov (2017) muestran que uno de los factores más conocidos, el *momentum* (la tendencia de los precios a continuar su tendencia), lleva funcionando desde al menos 1810. Un período que ha visto a Napoleón invadir Rusia, la guerra civil estadounidense, la guerra Franco-Prusiana, las dos guerras mundiales, la Guerra Fría, la llegada del comunismo a Rusia y su desaparición, la Revolución china y su conversión al capitalismo. Dos siglos en los cuales se han inventado las máquinas de vapor, la electricidad, el motor de explosión, los motores de reacción, la energía nuclear, los transistores, los chips de silicio, el telégrafo, el teléfono y la televisión, amén del teleférico. En los que hemos descubierto los gérmenes, las vacunas, los antibióticos, el ADN y la Teoría de la Evolución; en los que hemos roto la barrera del sonido, viajado a la Luna, al fondo del océano y a los confines del Sistema Solar.

Viendo todo esto en perspectiva, resulta difícil pensar que Amazon, Facebook y Trump van a tener mayor impacto en la civilización humana y en los mercados financieros que todo lo ocurrido en los 200 años anteriores. Y es que los estudios sobre factores muestran que, en el momento en que los humanos formamos un mercado y empezamos a comerciar, brotan “anomalías” como el *value* o el *momentum*. La razón es que dichos fenómenos no dependen de las características de los activos que se intercambian, sino de nuestra psicología, y esta no ha cambiado fundamentalmente en milenios, como muestra, por poner un ejemplo, la lectura de los clásicos griegos.

Y bien, si la causa de la *underperformance* de las estrategias *quant* no es un problema de exceso de popularidad de la estrategia ni de cambio fundamental en los mercados, entonces ¿qué ocurre? Para contestar a esta pregunta, lo primero es advertir que la situación actual, el equivalente bursátil a que los ríos fluyan hacia arriba, ya ha ocurrido en el pasado, hace unos 20 años. En 1998-1999 también vimos cómo la ratio entre las valoraciones *growth/value* alcanzaba máximos, cómo las estrategias *quant* multifactor se daban la vuelta, cómo las portadas se llenaban con noticias del fracaso de las grandes estrellas del mundo de la gestión fundamental. Al final de la década de 1990, la prensa económica estadounidense sugería, con poco disimulo, que Warren Buffett estaba ya muy mayor y sentenciaba, sin asomo de duda, que el *value* estaba muerto, porque -había que ser tonto para no darse cuenta- la internet lo cambiaba todo.

Al igual que el 98-99, nos encontramos al final de un período en el cual los inversores que han hecho algo tan simple como seguir el índice han dejado atrás a casi cualquier otra estrategia capaz de generar rendimientos en exceso a largo plazo, como las basadas en valoraciones. Por supuesto, la historia nunca se repite; como mucho, decía Mark Twain, rima. Pero, también hay que recordar, parafraseando a John Templeton, que las cuatro palabras más caras del castellano son “esta vez es diferente”.

Por tanto, la explicación más plausible es que la acumulación, el exceso de inversores que se temía lastraba a los *quants* se está produciendo, en realidad, en las estrategias que siguen los índices. Así lo ha advertido recientemente Michael Burry, la estrella del libro (y película) “The Big Short”, que fue el primero en advertir en 2005 que las hipotecas *subprime* eran un castillo de naipes a punto de derrumbarse. [¿Y qué propone hacer Burry en esta situación?](#) Pues invertir en activos no afectados por la manía *indexista*, y entre ellos señala especialmente a las *small caps* japonesas, que vienen formando una buena parte de nuestra cartera desde el inicio del fondo.

## Conclusión

Visto lo visto, uno se puede preguntar si no es preferible dejarse de complicaciones e invertir en un producto que siga a la mayoría y le evite la zozobra de ver cómo sus resultados divergen de los de esa mayoría, como está pasando ahora. Puede parecer que esconderse en el grupo proporciona seguridad. Eso suele ser cierto en la naturaleza, salvo que el grupo en cuestión esté compuesto por lemmings, como empezamos a tener indicios de que sucede en la actualidad.

Es evidente, basado en los resultados de los estudios científicos, que las estrategias multifactor ofrecen rentabilidades a largo plazo mayores que la media del mercado, con menor volatilidad y mejor comportamiento en las caídas. Es también obvio que, aunque cada una de esas anomalías

por separado pueda pasar por rachas de mal desempeño, ocurre con muy poca frecuencia que todas se conjuren a la vez en contra del inversor, como ha sucedido durante el último año y medio. De lo cual se deduce que nos encontramos ante una de las mejores oportunidades tácticas en décadas para invertir en estrategias como la seguida por nuestro fondo. No sabemos cuándo los mercados volverán a sus derroteros habituales; cuándo las acciones más baratas, de más calidad y con mejor *momentum* volverán a subir más que las de características opuestas. Pero sí sabemos que no puede quedar mucho, a juzgar por la duración de episodios similares (de hecho, en el último mes puede que estemos viendo el inicio del cambio de tendencia). Por tanto, la estrategia más racional es continuar el rumbo y esperar, como los niños más listos de Stanford, hasta que llegue la recompensa: en nuestro caso, rentabilidades extra respecto al índice, como las que esta estrategia ha obtenido en el pasado.

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 08/10/2019 y ABANTE ASESORES no asume compromiso alguno de actualización o revisión de su contenido.