

¿Gestión "Value" o "Técnica"?

Todos sabemos la confrontación entre partidarios del Análisis Fundamental (cerca de una gestión "Value") y los de una gestión desde argumentos más cercanos al análisis técnico (como sería el caso de una gestión "Momentum" o tendencial).



-En el **"Value Investing"** un inversor compra un activo por debajo de su valor intrínseco esperando en el futuro, generalmente en varios años, una reversión al mismo. Esta estrategia de inversión ha sido usada por famosos inversores como Warren Buffett, Mohnish Pabrai, Guy Spier o Francisco García Paramés en España, entre otros.

Ventajas: al comprar activos a valoraciones atractivas se tenderá a experimentar un mejor comportamiento en los momentos de fuertes caídas del mercado, así como en los primeros momentos tras una corrección importante, ya que los valores más "baratos" tenderán a revertir más rápido a sus valoraciones intrínsecas.

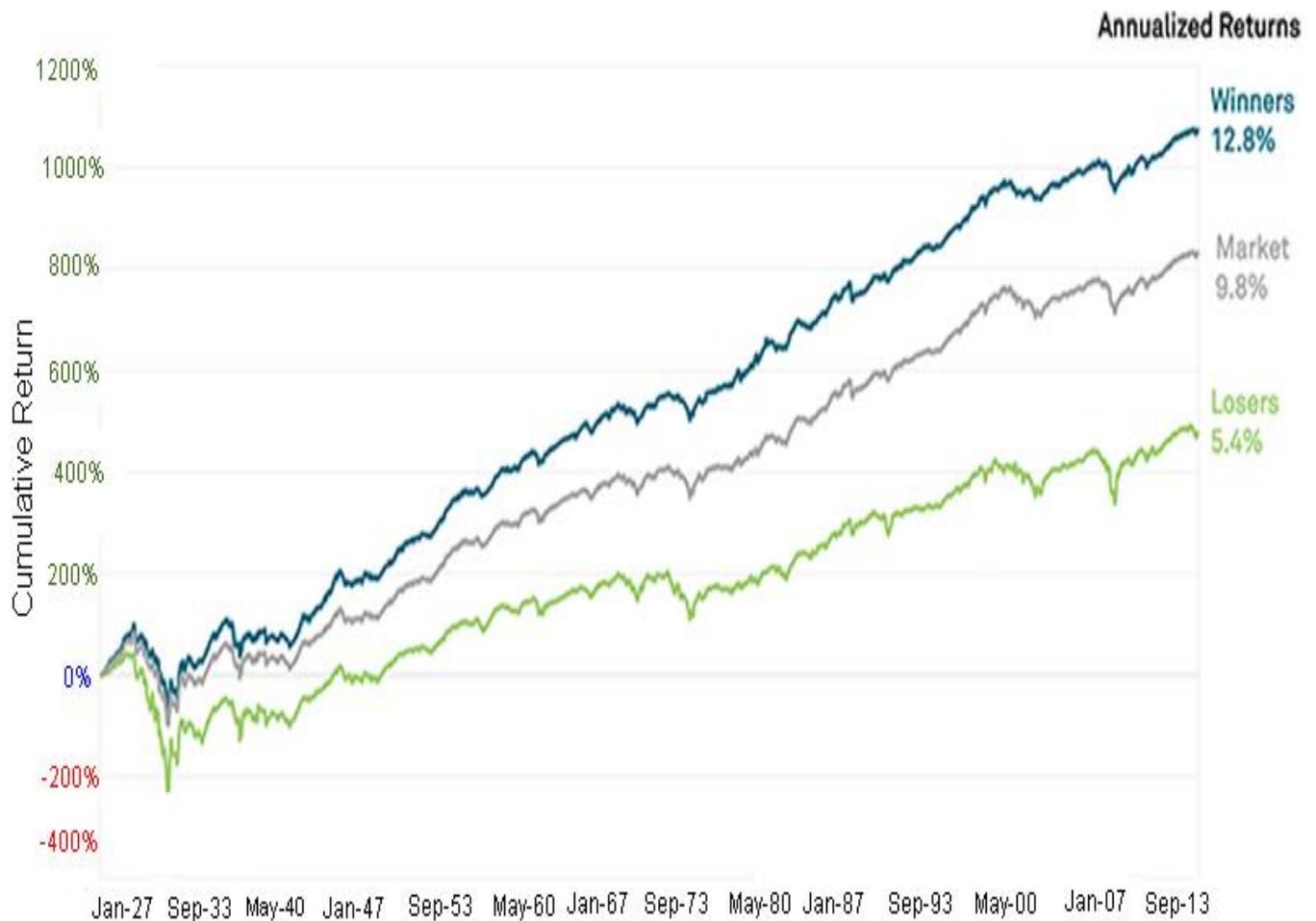
Inconvenientes: pueden pasar muchos años hasta que las valoraciones afloren, por lo que la mayor parte de gestión value no es pura, ya que la mayoría de gestores no pueden permitirse tener un mal año.

-En el **"Momentum Investing"** se compra fuerza, tendencia; se escogen aquellos valores que mejor tendencia presentan para aprovecharse de los flujos hasta que se agoten. El "momentum investing" es un aspecto del análisis técnico en el que se adentran otros tipos de gestión bajo criterios más matemáticos y estadísticos (por ejemplo algunos Hedge Funds así como otros fondos de trading sistemático). Cuando hablamos de momentum, de análisis técnico, hablamos de cuantificar datos de precios o derivados de los precios respecto al pasado. Cualquier tipo de estrategia matemática o estadística de inversión choca de lleno con la Escuela Austriaca de economía (más cercana al Value Investing).

Ventajas: las tendencias alcistas son más duraderas que las caídas, que son más rápidas; con esta estrategia estaremos acompañando el flujo dinerario en aquellas.

Inconvenientes: en momentos puntuales será más fácil estar comprando valores con valoraciones más exigentes. Esta estrategia es proclive a generar mayor número de gastos en comisiones.

En el cuadro inferior apreciamos un estudio de la gestora BlackRock desde 1927 hasta 2014. Se comprueba la gran diferencia de rentabilidades anualizadas entre comprar los valores que mejor lo están haciendo respecto a comprar los más castigados o el propio índice:

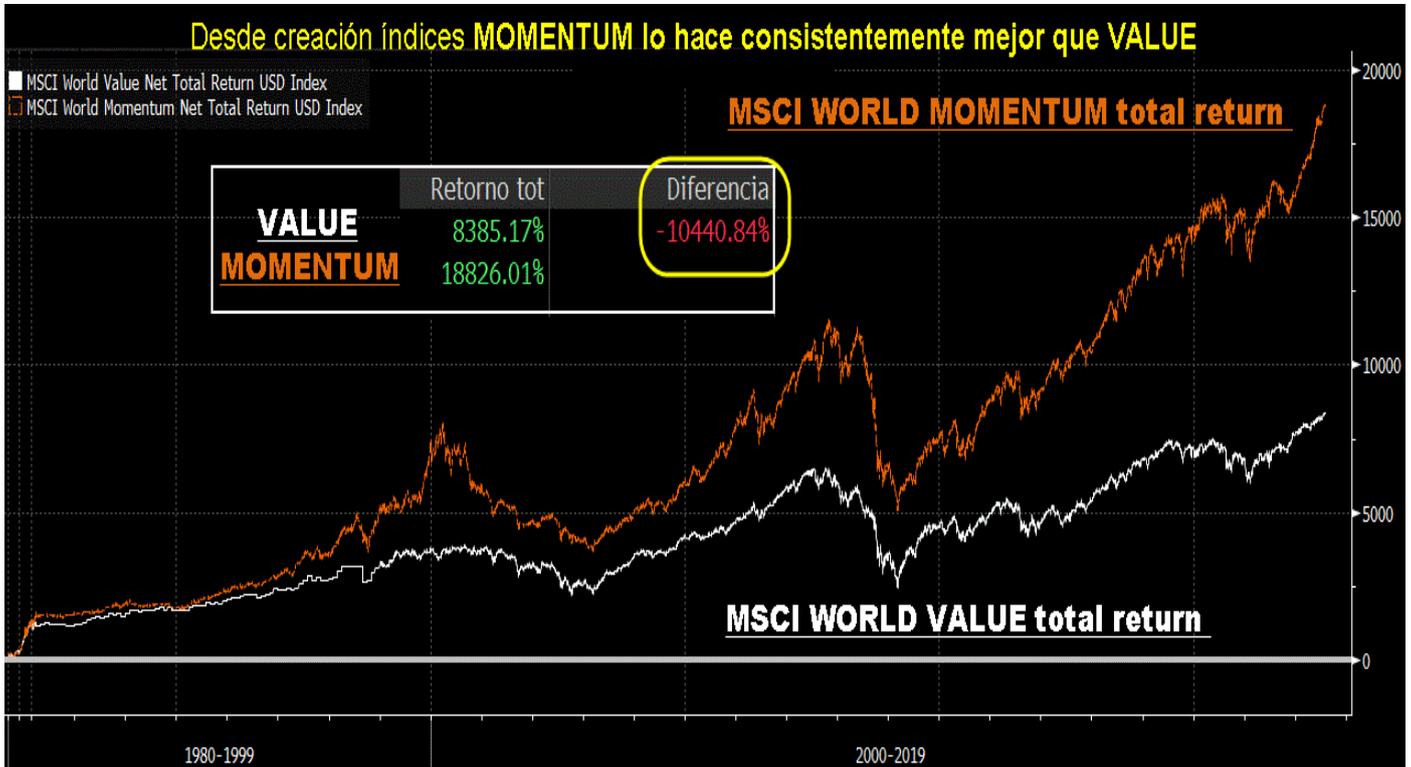


Para estudiar las **diferencias de comportamiento entre una gestión Value y una de Momentum** utilizaremos los principales índices que engloban estas metodologías: los índices MSCI. En la web de MSCI se expone cómo configuran los índices Value, teniendo en cuenta tres variables, precio/valor contable, Forward PER 12 meses y rentabilidad por dividendo. Los índices Momentum acogen aquellas acciones con un mejor comportamiento hasta un plazo de doce meses.

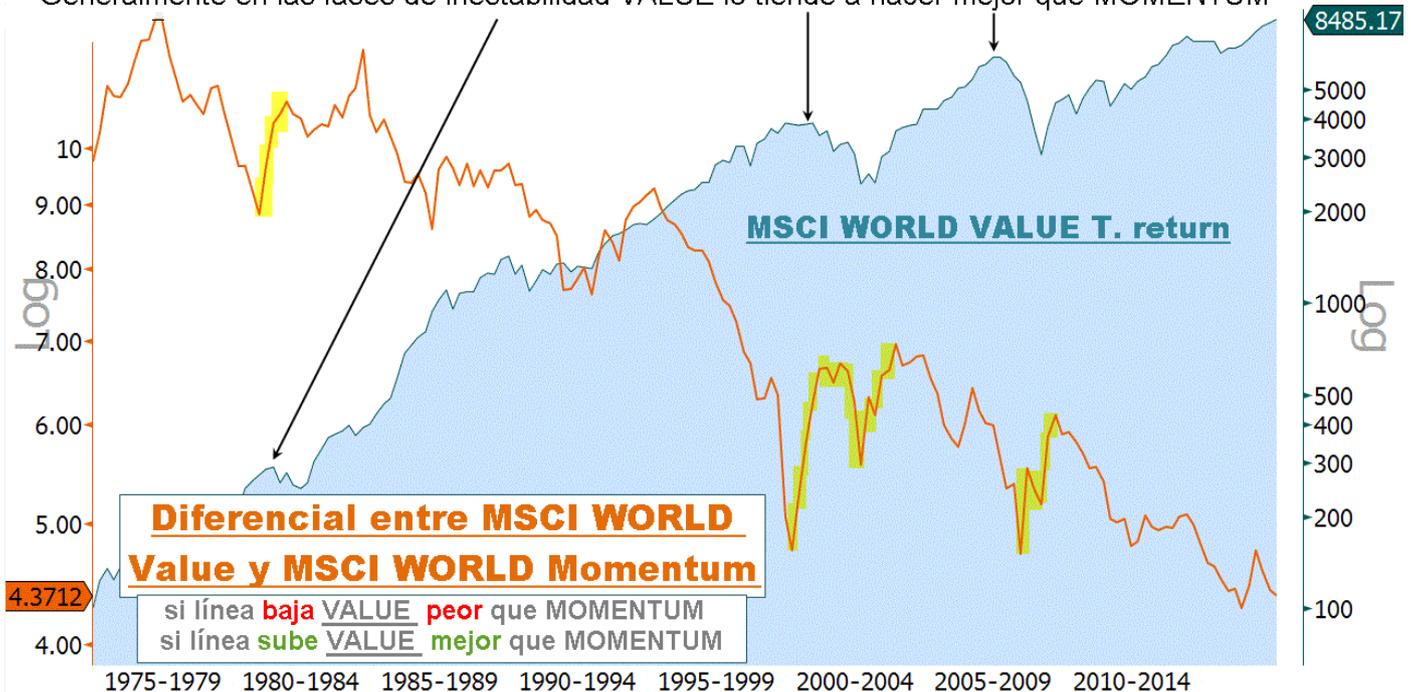
Es evidente que la mayor parte de gestores Value y otros más técnicos no se basaran en las condiciones anteriores a la hora de hacer su "*stock picking*", pero será la mejor forma de aproximarse a las diferencias de comportamiento entre ambos tipos de gestión.

MSCI World Value - MSCI World Momentum

Desde su creación hace 42 años Momentum tiende a hacerlo mejor que Value, ya que los periodos en tendencia alcista duran más que las caídas:



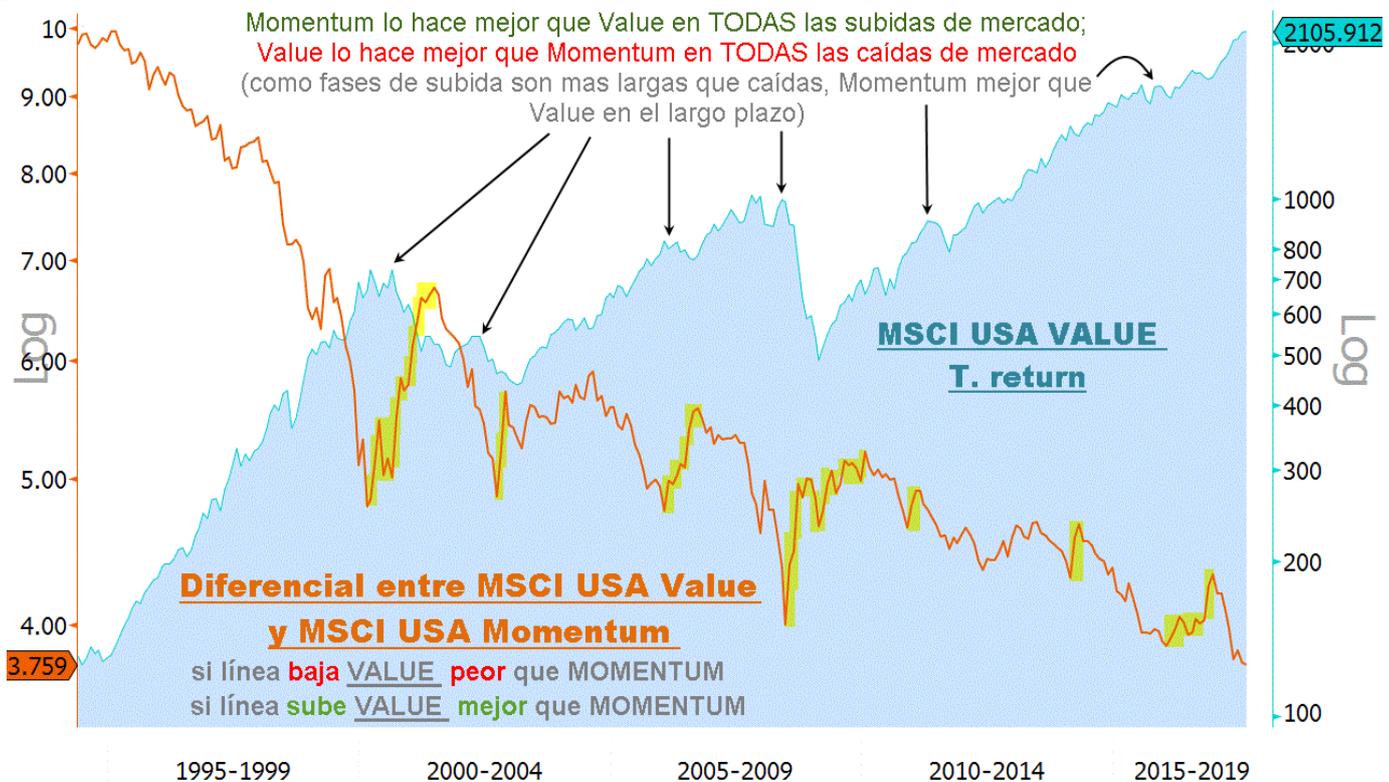
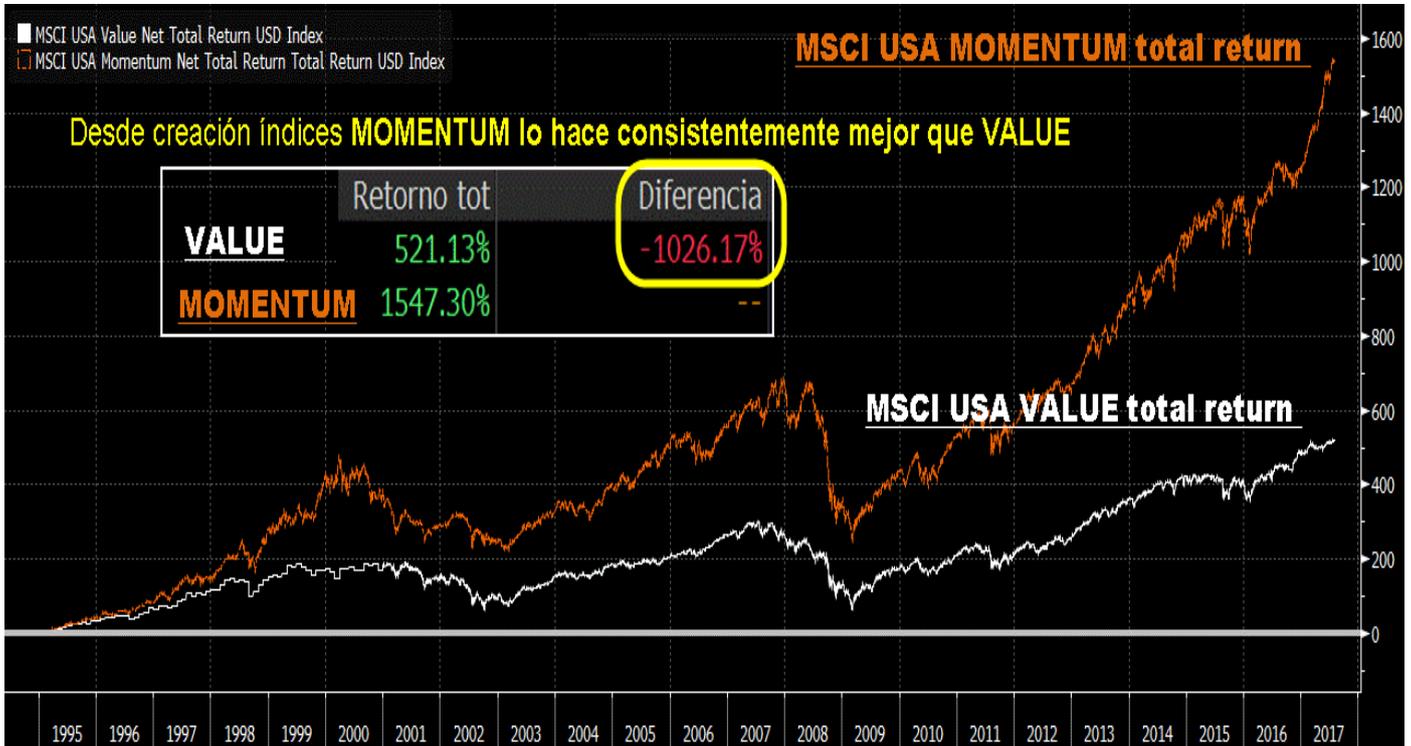
Desde 1975 se aprecia un **mejor comportamiento de MOMENTUM frente a VALUE**.
 Generalmente en las fases de inestabilidad VALUE lo tiende a hacer mejor que MOMENTUM



Pese a la tendencia de mejor comportamiento de Momentum en el largo plazo, Value lo hace mucho mejor que Momentum en las fases de caídas importantes.

MSCI USA Value - MSCI USA Momentum:

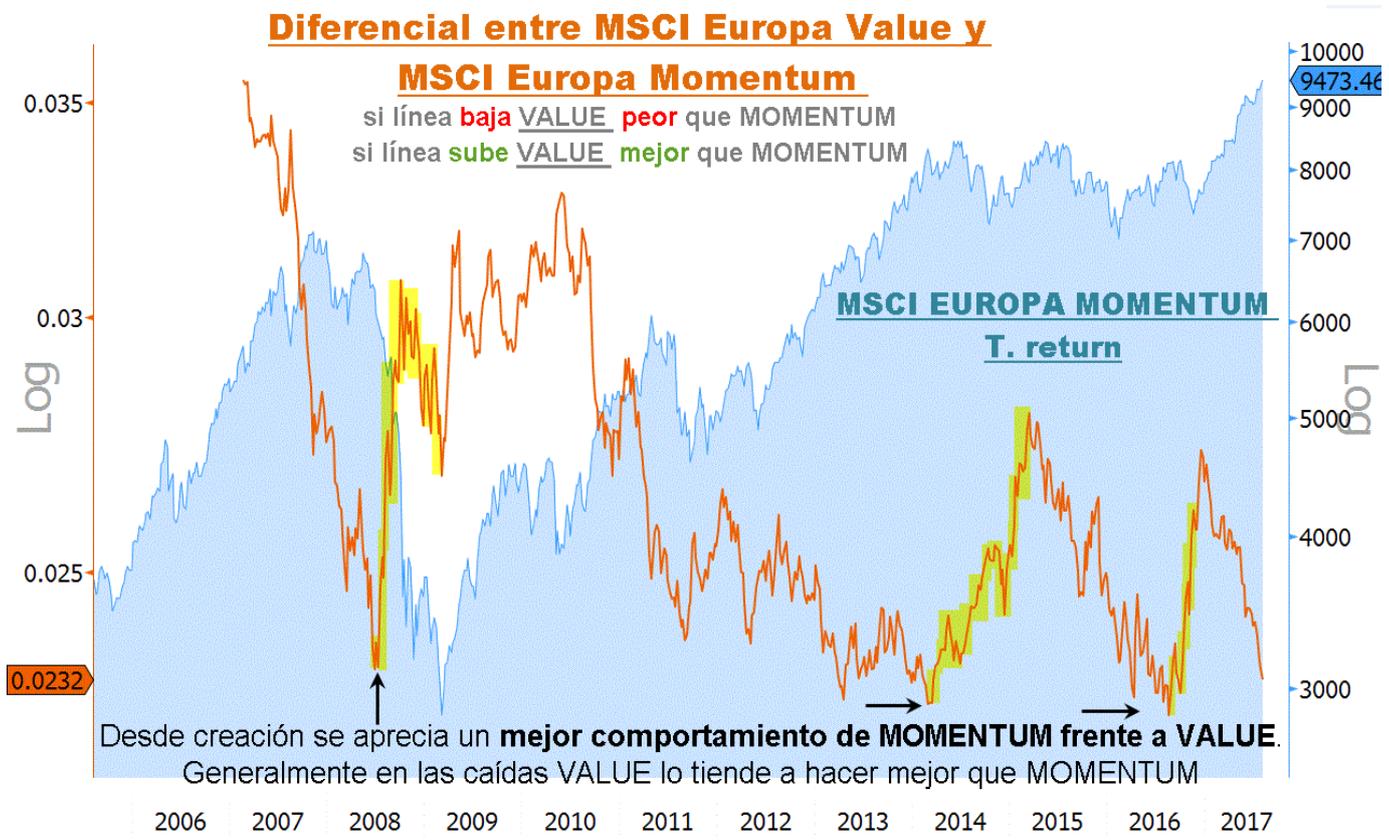
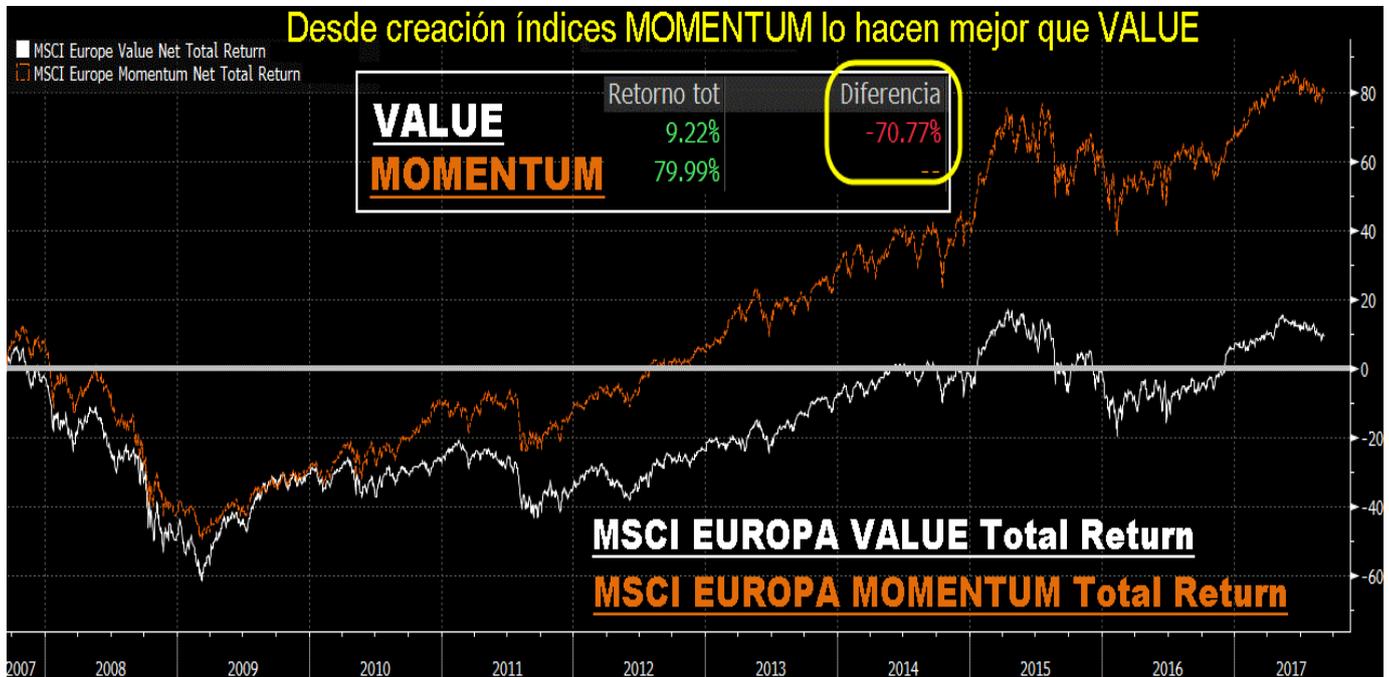
Desde su creación hace 23 años Momentum tiende a hacerlo mejor que Value, ya que los periodos en tendencia son más duraderos que las caídas:



Pese a la tendencia de mejor comportamiento de Momentum en el largo plazo, Value lo hace mucho mejor que Momentum en las fases de caídas.

MSCI Europa Value - MSCI Europa Momentum:

Desde su creación hace 10 años Momentum tiende a hacerlo mejor que Value, ya que los periodos en tendencia son más duraderos que las caídas:



Pese a la tendencia de mejor comportamiento de Momentum en el largo plazo, Value lo hace mucho mejor que Momentum en las fases de caídas.

El comportamiento expuesto anteriormente no llama la atención cuando leemos a Francisco García Paramés en su libro **"Invirtiendo a largo plazo": ... "En general es más complicado batir a los índices en mercados alcistas..."**. En el libro se muestra como los mejores años para su fondo en la etapa de Bestinver coinciden con años de cambios de tendencia, donde las estrategias Value aguantan mejor las embestidas del mercado que las de Momentum.

Si bien se pone de manifiesto que en el largo plazo las estrategias Momentum son igual de rentables, o más que las Value, la gran crítica en la industria hacia Momentum son sus mayores costes por su dinamismo. Aquí se abre la caja de Pandora, con distintos estudios que aplican distintas comisiones, en los que Momentum será más o menos rentable que Value (*Novy-Marx y Velikov*) (*Korajczyk y Sadka 2004*) (*Frazzini, Israel y Moskowitz 2014*).

La mejor forma para salir de dudas es estudiar aquellos fondos/ ETF emitidos a la par sobre ambas estrategias, ya que así compararemos costes iguales. Buscaremos aquellos con datos históricos de al menos dos años:

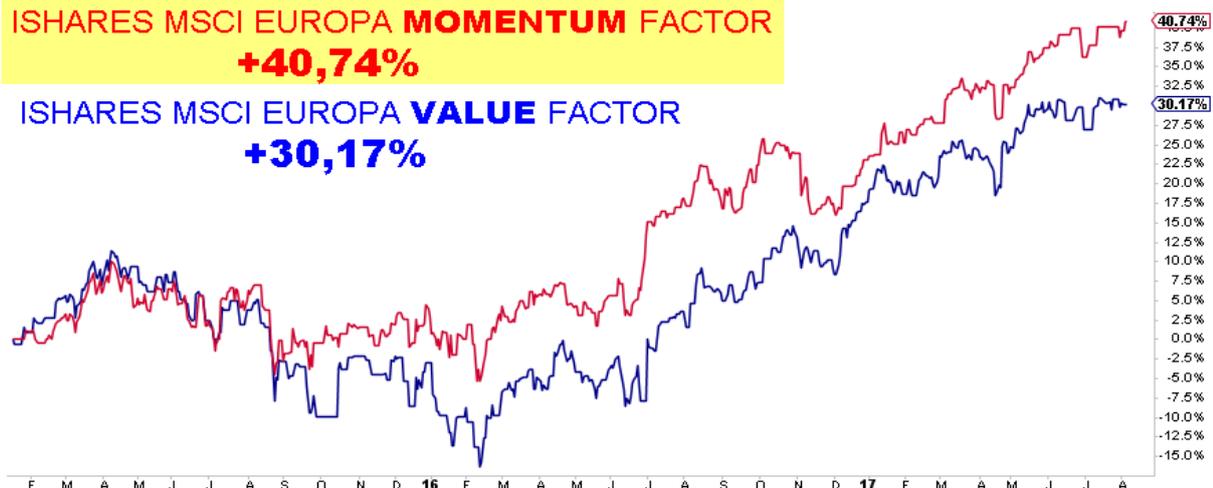
1) ISHARES MSCI EUROPA MOMENTUM- VALUE FACTOR (creación 19 enero 2015)

ISHARES MSCI EUROPA MOMENTUM FACTOR

+40,74%

ISHARES MSCI EUROPA VALUE FACTOR

+30,17%



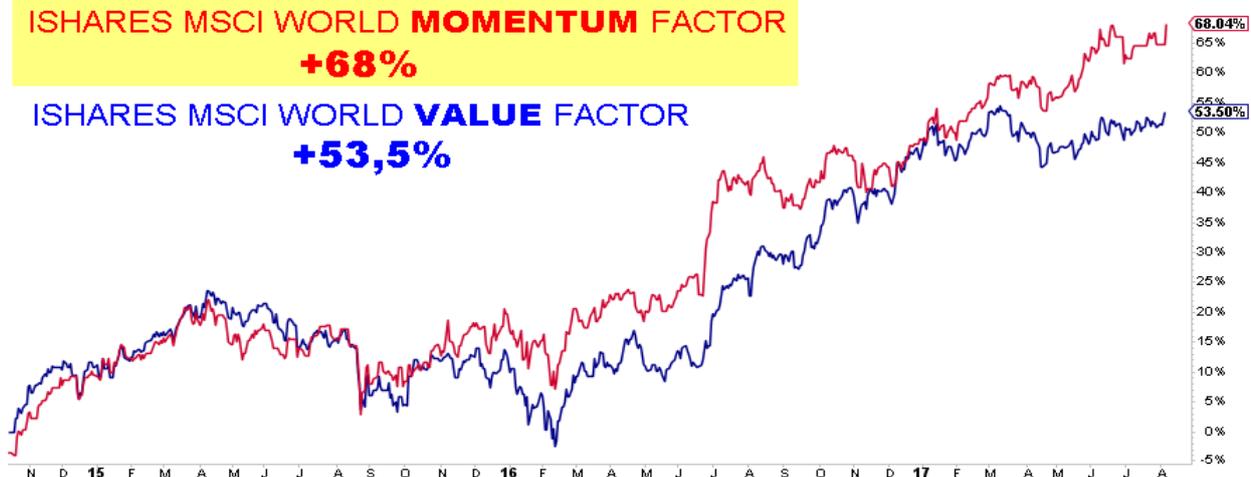
2) ISHARES MSCI WORLD MOMENTUM- VALUE FACTOR (creación 15 oct. 2014)

ISHARES MSCI WORLD MOMENTUM FACTOR

+68%

ISHARES MSCI WORLD VALUE FACTOR

+53,5%



3) ISHARES MSCI USA MOMENTUM- VALUE FACTOR (creación abril 2013)

ISHARES MSCI USA **MOMENTUM FACTOR**
+92,25%

ISHARES MSCI USA **VALUE FACTOR**
+67,09%



4) MORNINGSTAR INTERNATIONAL MOMENTUM- VALUE (creación nov. 2014)

MORNINGSTAR INTERNATIONAL **MOMENTUM ETF**
+46,19%

MORNINGSTAR INTERNATIONAL **VALUE ETF**
+41,5%



5) MORNINGSTAR USA MOMENTUM- VALUE (creación oct. 2013)

MORNINGSTAR USA **MOMENTUM** ETF

+55,55%

MORNINGSTAR USA **VALUE** ETF

+63,88%



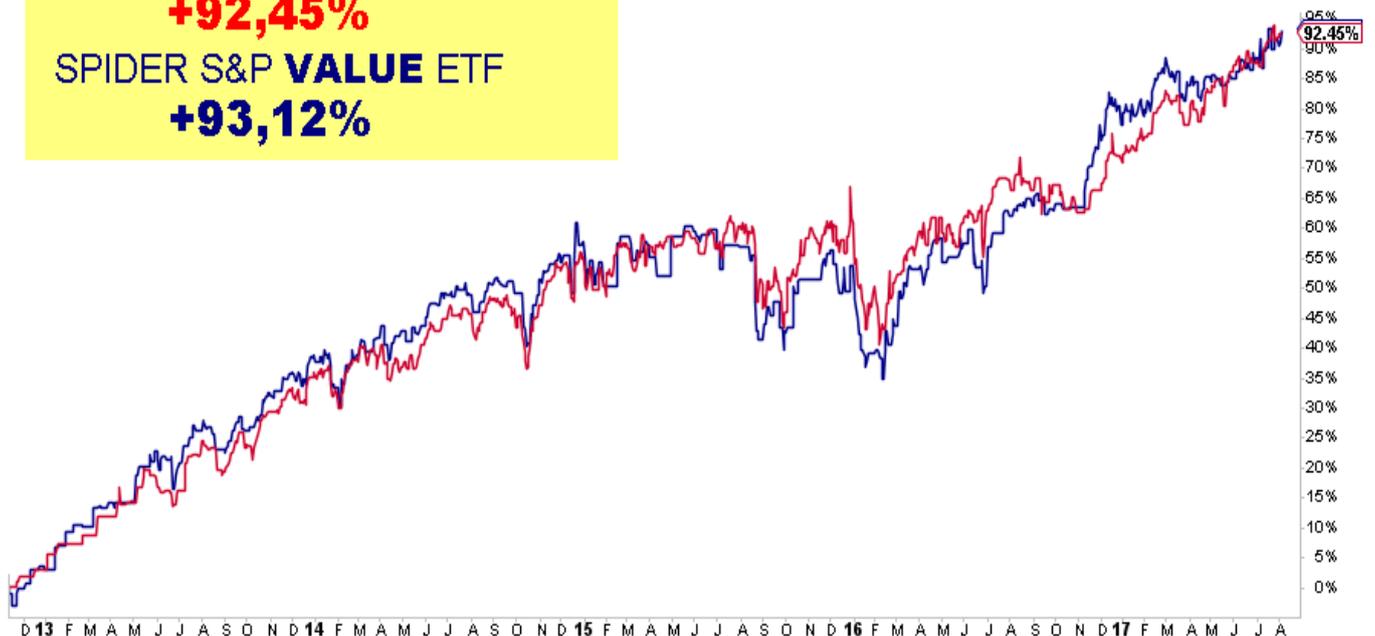
6) SPIDER S&P MOMENTUM- VALUE (creación nov. 2012)

SPIDER S&P **MOMENTUM** ETF

+92,45%

SPIDER S&P **VALUE** ETF

+93,12%



¿Pueden el Análisis Técnico y el Fundamental aportar *Alpha* a la gestión?

Como hemos dicho anteriormente, muchos gestores Value no usaran los parámetros antes expuestos a la hora de confeccionar su "stock picking" y usarán otros, tratando de aportar a su gestión mayor valor añadido o *Alpha* (exceso de rentabilidad respecto al índice de referencia). Lo mismo sucederá con los fondos más técnicos/tendenciales, que programarán datos de precios o derivadas del precio de forma más sofisticada, abarcando activos e indicadores económicos en su conjunto.

Por ello analizaremos la evolución de algunos de los mejores fondos Value junto con la de otros de los mejores fondos más "Técnicos" (al representar Momentum un aspecto tan reducido del análisis técnico es difícil encontrar, al margen de ETF, fondos que lo trabajen de forma pura, por ello consideraremos el Análisis Técnico desde una óptica más completa.

Estandarte del "Value investing": Warren Buffet.

El genio en el Value tiene un nombre: Warren Buffett. Los resultados de su fondo *Berkshire Hathaway* le avalan: 100 dólares invertidos en el año 1964 serían 1.000.000 dólares hoy:



Warren Buffett

CEO, Berkshire Hathaway

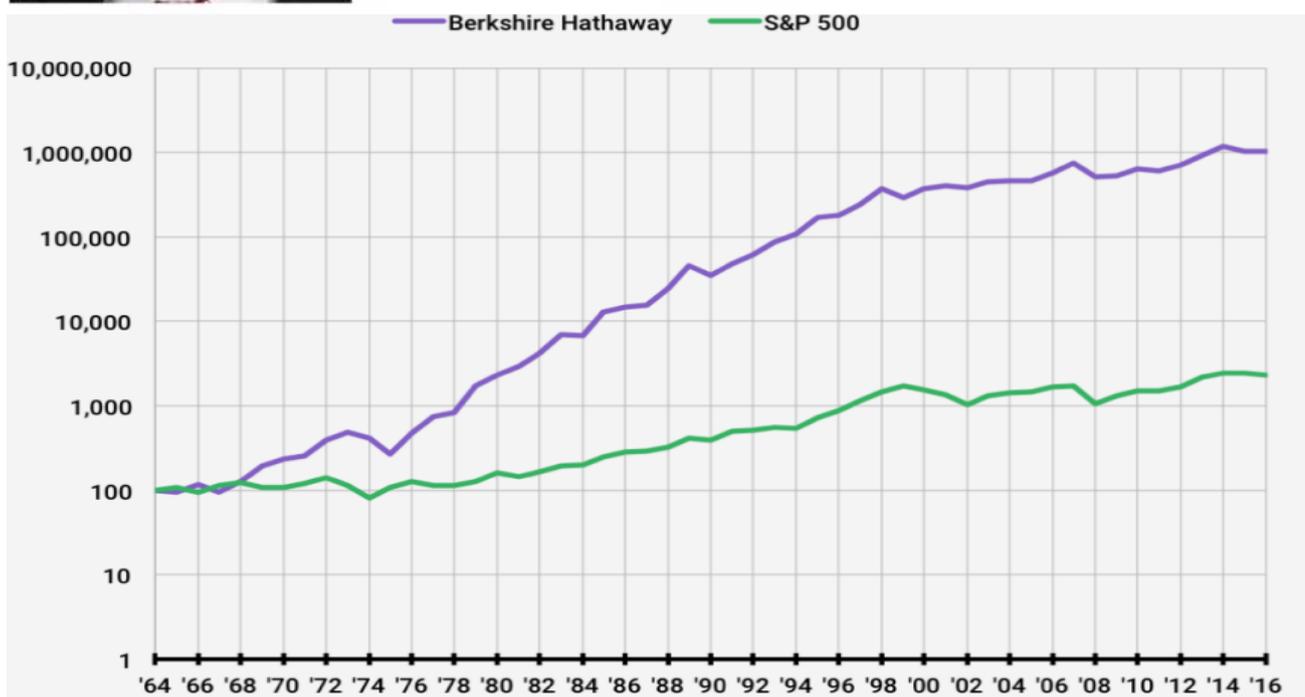
REAL TIME NET WORTH — as of 8/8/17

\$76.2 B ↓

- Known as the "Oracle of Omaha," Buffett is one of the most successful investors of all time.

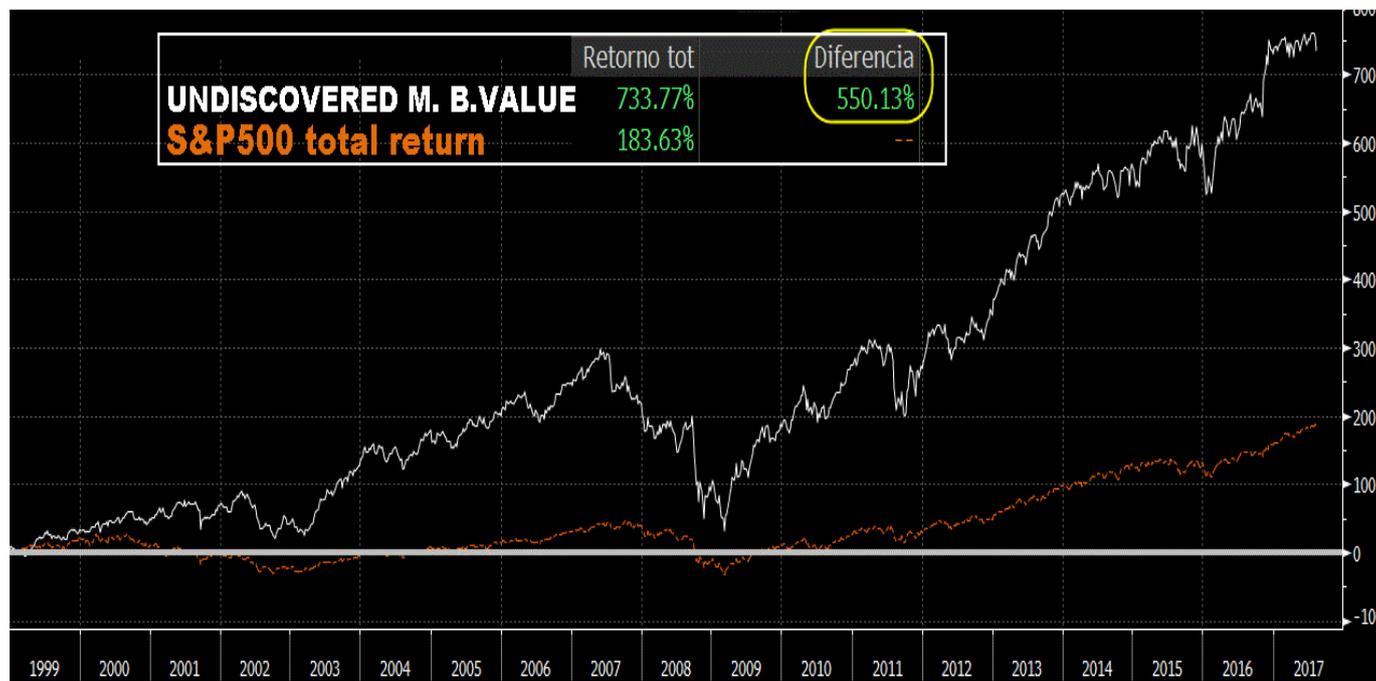
*"Price is what you pay.
Value is what you get."*

Warren Buffet

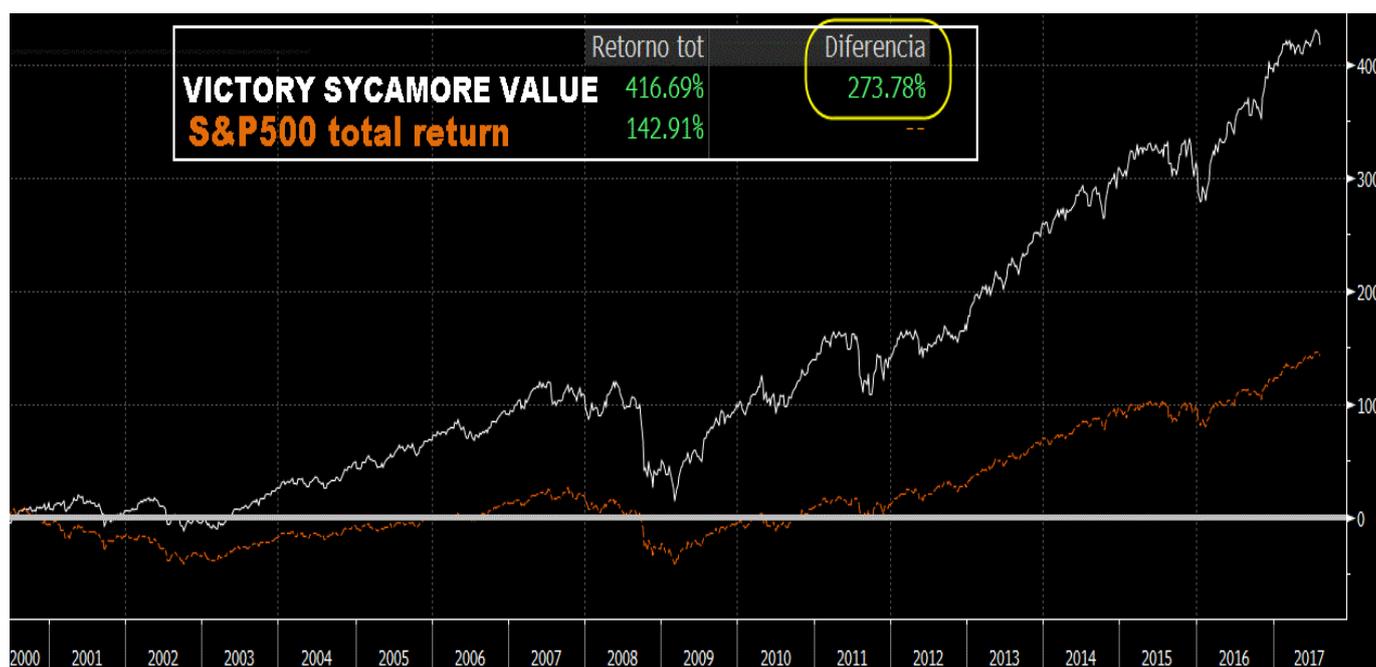


Para ver la evolución de otros fondos Value puros expondremos los premiados el año pasado en el *Investor's Business Daily*:

UNDISCOVERED MANAGERS BEHAVIORAL VALUE: fondo puro de "Value Investment" premiado el año pasado en USA. Evolución desde su creación en el año 1999:



VICTORY SYCAMORE ESTABLISHED VALUE: fondo puro de "Value Investment" premiado el año pasado en USA. Evolución desde su creación en el año 2000:



CENTURY SMALL MID CAP VALUE: fondo puro de "Value Investment" premiado el año pasado en USA. Evolución desde su creación en el año 2002:



Hablando de fondos Value puros españoles con reconocido prestigio a nivel nacional e internacional hablaríamos del **BESTIFOND (Bestinver)**. Evolución desde creación en 1994:



El **Value Investing** tiene en cuenta la valoración actual de una compañía o mercado en base a criterios subjetivos, pero ciertos. Para obtener el valor de una empresa según sus flujos de caja libres no echa mano del análisis histórico de datos, y los resultados entre un analista y otro pueden ser muy distintos y perfectamente argumentados.

El **Quantitative Investing**, por el contrario, tiene en cuenta variables sobre precios y/u otros datos económicos (empresa y macro) para cuantificarlas estadísticamente según la historia. Además, en esta forma de inversión la programación informática es clave para optimizar los resultados.

Es aquí donde el Análisis Técnico Cuantitativo (en sentido amplio, no sólo chartista) se hermana con la inversión cuantitativa, entendido éste como un análisis estadístico de datos históricos tanto de precios (chart) como también de todo tipo de variables económicas históricas (PER, macroeconómicas, etc). En muchos casos se asocia el Análisis Técnico únicamente a su vertiente de análisis chartista, cuando su campo de actuación se puede extender. El siguiente cuadro resumiría lo expuesto:

GESTIÓN VALUE

Economía pura

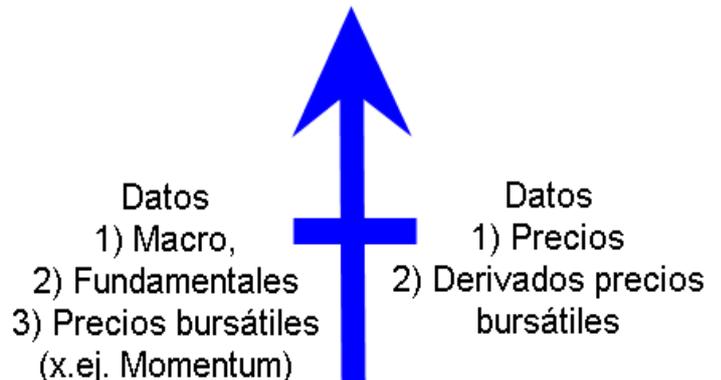


Ciencias Sociales

ESCUELA AUSTRÍACA

GESTIÓN CUANTITATIVA

Matemática/Estadística aplicada a la Economía



Ciencias Naturales

ESCUELA NEOCLÁSICA

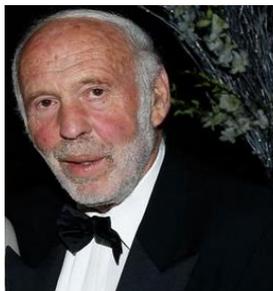
La gestión cuantitativa es muy usada en los famosos "Hedge Funds", los cuales abarcan muchas estrategias, algunas más cercanas al Análisis Fundamental y otras al Análisis Técnico (Long/Short, Relative Value, Multiestrategia, Direccionalidad, etc).

Estandarte del "Quantitative investing": James Simons.

Considerado un genio en su metodología matemática y estadística de gestión. Jim Simons defiende la atención a los datos históricos en base a la repetición de comportamientos humanos que tienen su influencia en los mercados y que causan ineficiencias.

El éxito en su gestión choca frontalmente con los cánones de la Escuela Austriaca de economía y demuestra que se puede tener éxito desde una visión económica Neoclásica. Como dice Francisco García Paramés en su libro "Invirtiendo a largo plazo": *... "por este motivo los austriacos consideran un error básico y de enorme gravedad aplicar los métodos de las ciencias de la naturaleza a las ciencias sociales..."*

Los resultados de su Hedge Fund "Medallion" han sido impresionantes: 1000 dólares invertidos en el año 1988 serían 14.000.000 dólares hoy:



James Simons

Founder, Renaissance Technologies Corp.

REAL TIME NET WORTH — as of 8/16/17

\$18 B

The quantitative trading genius

"Patterns of price movement are not random. However, they're close enough to random... We search through historical data looking for anomalous patterns that we would not expect to occur at random."

	<u>MEDALLION FUND</u>	1000	<u>S&P T.Return</u>	1000
1988	8,8%	1088	16,6%	1166
1989	-4,1%	1043	31,7%	1536
1990	56,0%	1628	-3,1%	1488
1991	39,4%	2269	30,5%	1941
1992	34,0%	3040	7,6%	2089
1993	39,1%	4229	10,1%	2300
1994	70,1%	7194	1,3%	2330
1995	38,3%	9949	37,6%	3206
1996	31,5%	13083	23,0%	3942
1997	21,2%	15857	33,4%	5257
1998	41,5%	22438	28,6%	6760
1999	24,5%	27935	21,0%	8182
2000	98,5%	55451	-9,1%	7437
2001	33%	73750	-11,9%	6552
2002	32,7%	97866	-22,1%	5104
2003	27,3%	124583	28,7%	6568
2004	28,7%	160338	10,9%	7283
2005	32,7%	212769	4,9%	7640
2006	51,3%	321920	15,8%	8847
2007	85,9%	598448	5,5%	9333
2008	98,2%	1186125	-37,0%	5880
2009	47,0%	1743603	26,5%	7436
2010	33,9%	2334685	15,1%	8556
2011	36,6%	3189180	2,1%	8736
2012	28,8%	4107663	16,0%	10134
2013	46,9%	6034158	32,4%	13418
2014	39,2%	8399547	13,7%	15255
2015	35,6%	11389786	1,4%	15465
2016	21,5%	13838590	12,0%	17315

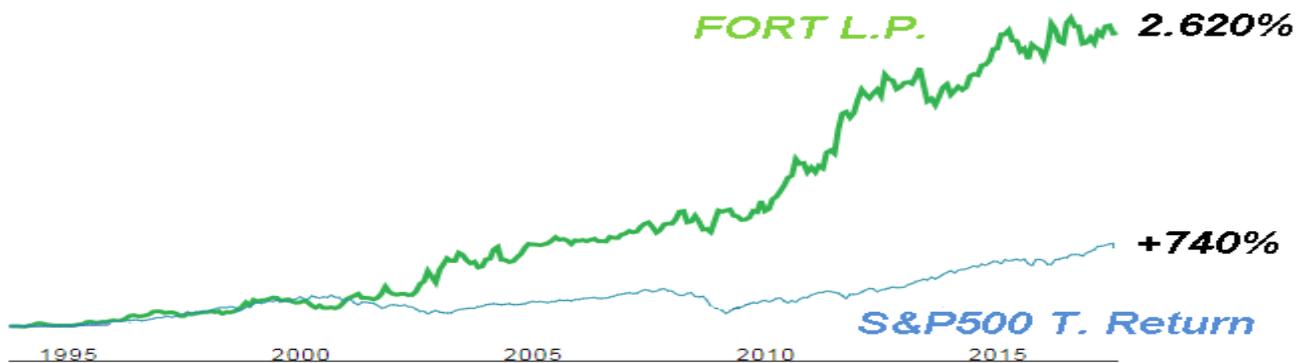
Otros fondos que crean una buena cantidad de *Alpha* ayudándose de una metodología más próxima al Análisis Técnico son:

FORT L.P.: fondo de trading basado en el Análisis Técnico (evolución desde creación)

EXECUTIVE SUMMARY

FORT is an investment management firm founded by Dr. Yves Balcer and Dr. Sanjiv Kumar in 1993. Prior to founding FORT, Drs. Balcer and Kumar held senior portfolio management roles at the World Bank, where they managed a \$25 billion global bond portfolio. FORT currently has 25 employees based in the Washington, D.C. area and New York City. FORT Global Diversified is a systematic multi-strategy trading program. It invests in a spectrum of futures contracts, both long and short, that includes: interest rates, bonds, currencies, equity indices, energy and metals in the global markets, as well as U.S. cash equities. Global Diversified is a proprietary blend of four strategies, with dates of implementation as follows: (i) trend-following (inception); (ii) trend-anticipating (Global Contrarian, Oct. 2002); (iii) short-term mean reversion

SHARPE
0.85



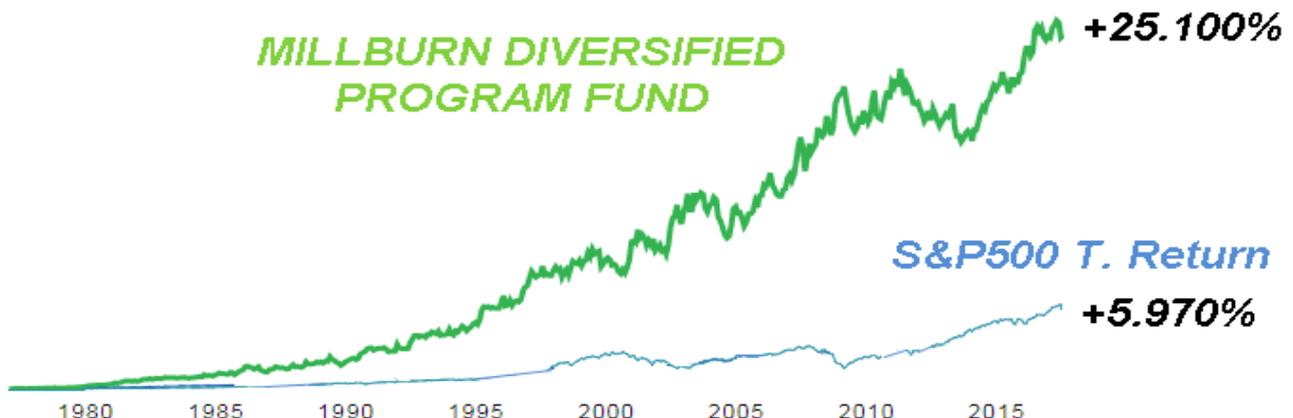
MILLBURN RIDGEFIELD CORP.: fondo cuantitativo que usa, entre otras, variables técnicas de precios (evolución desde creación en 1977):

TRACK RECORD LENGTH
40 YEARS

EXECUTIVE SUMMARY

Millburn Diversified Program ("MDP" or the "Program") trades a diversified portfolio of approximately 90 financial and commodity futures and FX forward contracts. Positions in the instruments traded may be either long or short. This approach is quantitative and systematic, employing price, price-derivative and non-price data sources.

SHARPE RATIO
0.86



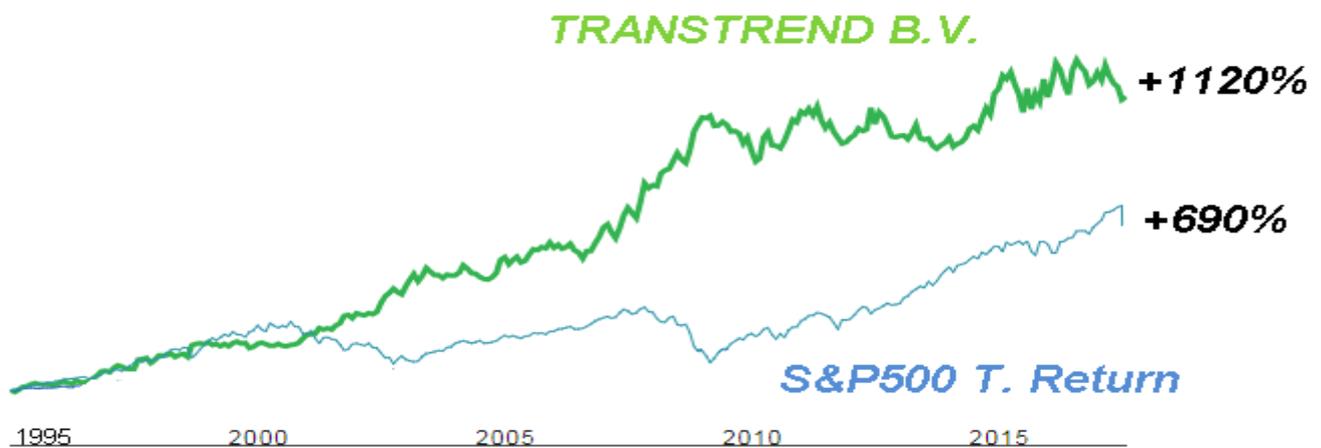
TRANSTREND B.V.: fondo de trading seguidor de tendencias en precios (evolución desde creación):

EXECUTIVE SUMMARY

Transtrend is a leading name in systematic trading and has over 25 years of experience, specializing in trend following.

SHARPE RATIO

0.74



Un ejemplo de una metodología de Momentum a largo plazo es la "Estrategia de rupturas trimestrales" iniciada en el año 2010. Esta forma de "stock picking" arroja desde su creación resultados consistentes. Así, el ratio de ganancias/pérdidas es de 6 a 1 (+2080% ganancias/365% pérdidas), gracias a un adecuado control del riesgo/beneficio mediante stop loss y stop profit:

RESUMEN POSICIONES ABIERTAS Y CERRADAS DESDE 2010:

• NETFLIX en beneficios.....	• CERRADA +205%	• ENAGÁS en beneficios.....	• ABIERTA +82%
• DOLLAR TREE en beneficios.....	• CERRADA +125%	• RANGE RESOURCES en pérdidas.....	• CERRADA -23%
• CHECK POINT en beneficios.....	• CERRADA +40%	• THERMO FISHER en beneficios.....	• ABIERTA +127%
• URBAN OUTFITTERS en pérdidas.....	• CERRADA -25%	• CASINO GUICHARD en beneficios.....	• CERRADA +5%
• CITRIX en beneficios.....	• CERRADA +20%	• T. ROWE PRICE GROUP en pérdidas.....	• CERRADA -4%
• LOUIS VUITTON en beneficios.....	• CERRADA +10%	• DAX XETRA en pérdidas.....	• CERRADA -2%
• ALTERA en beneficios.....	• CERRADA +30%	• ABERTIS.....	• CERRADA +0%
• AMAZON en beneficios.....	• CERRADA +89%	• GEA GROUP en beneficios.....	• CERRADA +12%
• IBM en beneficios.....	• CERRADA +20%	• US BANCORP en beneficios.....	• ABIERTA +33%
• PETSMArt plana.....	• CERRADA 0%	• HALLIBURTON en pérdidas.....	• CERRADA -21%
• SINA CORP plana.....	• CERRADA 0%	• DEUTSCHE POST en pérdidas.....	• CERRADA -21%
• US PHYSICAL en pérdidas.....	• CERRADA -26%	• LANDSTAR SYSTEM en beneficios.....	• CERRADA -23%
• RED ELÉCTRICA en pérdidas.....	• CERRADA -24%	• AUTODESK en pérdidas.....	• CERRADA -30%
• SODEXO en beneficios.....	• ABIERTA +143%	• SANDISK en pérdidas.....	• CERRADA -24%
• STURM ROGERS & CO en beneficios.....	• CERRADA +90%	• LAM RESEARCH en pérdidas.....	• CERRADA -31%
• HI TECH PHARMACAL & CO en pérdidas.....	• CERRADA -30%	• AKAMAI TECHNOLOGIES en pérdidas.....	• CERRADA -29%
• INTUITIVE SURGICAL en pérdidas.....	• CERRADA -25%	• ORANGE en pérdidas.....	• ABIERTA -5%
• EQUINIX en beneficios.....	• CERRADA +187%	• EBAY en ganancias.....	• ABIERTA +36%
• HAN RUECKVER AG en beneficios.....	• CERRADA +109%	• BROADCOM en beneficios.....	• CERRADA +8%
• IACI INTERACTIVE CORP en pérdidas.....	• CERRADA -10%	• INFINEON en beneficios.....	• ABIERTA +71%
• SAP en pérdidas.....	• CERRADA -2%	• COCA COLA en pérdidas.....	• ABIERTA -1%
• THE GAP INC en beneficios.....	• CERRADA +21%	• INTEL.....	• ABIERTA -9,5%
• SYMRISE en beneficios.....	• CERRADA +153%	• DEERE & COMPANY.....	• ABIERTA 21%
• WALL MART en beneficios.....	• CERRADA +2%	• CARNIVAL CORP.....	• ABIERTA 5%
• AMGEN en beneficios.....	• CERRADA +84%		
• COVIDIEN en beneficios.....	• CERRADA +72%		
• GOOGLE en beneficios.....	• ABIERTA +147%		
• ILLINOIS TOOL WORKS en beneficios.....	• ABIERTA +132%		
• SANOFI en beneficios.....	• CERRADA +5%		

¿Qué ocurre cuando combinamos el "Value" y "Momentum"?

Numerosos estudios han demostrado que las estrategias combinadas entre "Value" y "Momentum" son las que mejor resultados dan. Como dice Francisco García Paramés en su libro **"Invirtiendo a largo plazo": ...** *sorprendentemente nos descubre que, si las estrategias basadas en el "Valor" le añadimos el "Momento", se mejoran los resultados. A la misma conclusión llegan los gestores del hedge fund AQR, demostrando que la combinación entre Valor y Momento es la ideal"*

1) Estudio N°1 (1927-2015) (al que hace referencia F. García Paramés)

<http://www.aqr.com/library/data-sets/time-series-momentum-factors-monthly/data>

<http://www.aqr.com/library/data-sets/value-and-momentum-everywhere-factors-monthly/data>

En el se concluye, que si bien "Momentum" bate a "Value" en el largo plazo, la combinación entre ambos estabiliza los riesgos vía diversificación y decorrelaciones:

We examine the returns from 1927-2015 for 4 portfolios, taking fees off the portfolios for trading costs:

1. **50% Value, 50% Momentum:** A strategy that invests 50% in the Value portfolio and 50% in the Momentum portfolio described below. We assume the investor rebalances the portfolio to 50%/50% every month. This returns stream is net of the fees described below for value and momentum.
2. **Value:** Top Decile of firms ranked on B/M from Ken French's website. We use the value-weight portfolio returns and deduct 0.25% annually for the annual rebalance.
3. **Momentum:** Top Decile of firms ranked on Intermediate-Term momentum (past 12 months excluding last month) from Ken French's website. We use the value-weight portfolio returns and deduct 3.00% annually for the twelve monthly rebalances (0.25% per rebalance).
4. **SP500:** The total return to the S&P 500, this return stream is gross of any fees.

Results are net of transaction costs and management fees described above. All returns are total returns and include the reinvestment of distributions (e.g., dividends).

Summary Statistics*	50% Value / 50% Momentum (Net)	Value (Net)	Momentum (Net)	SP500
CAGR	13.20%	11.81%	13.31%	9.85%
Standard Deviation	24.90%	31.79%	22.53%	19.04%
Downside Deviation (MAR=5%)	17.71%	21.21%	16.67%	14.14%
Sharpe Ratio	0.49	0.39	0.52	0.41
Sortino Ratio (MAR=5%)	0.59	0.51	0.61	0.44
Worst Drawdown	-84.46%	-91.74%	-79.34%	-84.59%
Worst Month Return	-32.11%	-44.00%	-28.77%	-28.73%
Best Month Return	57.67%	98.63%	28.63%	41.65%
Profitable Months	61.80%	60.11%	61.14%	61.61%
Rolling 1-Year Win %	--	55.25%	47.21%	62.25%
Rolling 5-Year Win %	--	58.67%	51.54%	75.32%
Rolling 10-Year Win %	--	61.22%	54.27%	89.99%
Sum (5-Year Rolling MaxDD)	-33875.15%	-36980.65%	-34498.86%	-28709.66%

*Returns start in 01/1927 for this strategy.

2) Estudio N°2 (1963-2014)

En esta investigación, llevada a cabo por la gestora Alpha Architect, las acciones Value fueron escogidas en base al *ratio EBIT/ Enterprise Value*, el cual había sido probado como uno de los mejores criterios simples ("Acquirer`s Multiple") y que tenía retornos superiores al S&P500 ("*Deep Value*" Tobias E. Carlisle). El estudio tuvo en cuenta empresas con una capitalización suficiente, de al menos 1.900 millones de dólares. Las acciones Momentum fueron elegidas en base a criterios de fortaleza respecto al mercado, recomponiéndose cada mes:

HOW HAS MOMENTUM COMPARED TO VALUE AND THE S&P500?

Here is a very interesting table that I have replicated from Jack Vogel's new book

	50% Value / 50% Momentum	100% Value	100 Momentum	S&P500
CAGR	17.72%	15.69%	18.86%	10.23%
Standard deviation	16.46%	17.48%	24.79%	14.86%
Sharpe Ratio	0.69	0.65	0.63	0.4

The time period was from July 1, 1963 through December 2014.

3) Estudio N°3 (1981-2015)

Morningstar llegó a parecidas conclusiones en otro estudio que abarcaba desde 1981 hasta 2015; también en otro que contemplaba 20 años, donde exponía que el combo Value/Momentum es más eficiente que el Value/Growth:

Risk and Return (December 1981 – January 2015)

	Russell 1000 Value	MSCI USA Momentum	Combined Portfolio	MSCI USA
Annual Return (%)	12.01	13.95	13.11	11.59
Annual Standard Deviation (%)	14.74	16.59	14.99	15.15
Sharpe Ratio	0.53	0.59	0.59	0.49

Sources: Morningstar Direct, Analyst Calculations.



- source: Morningstar Analysts

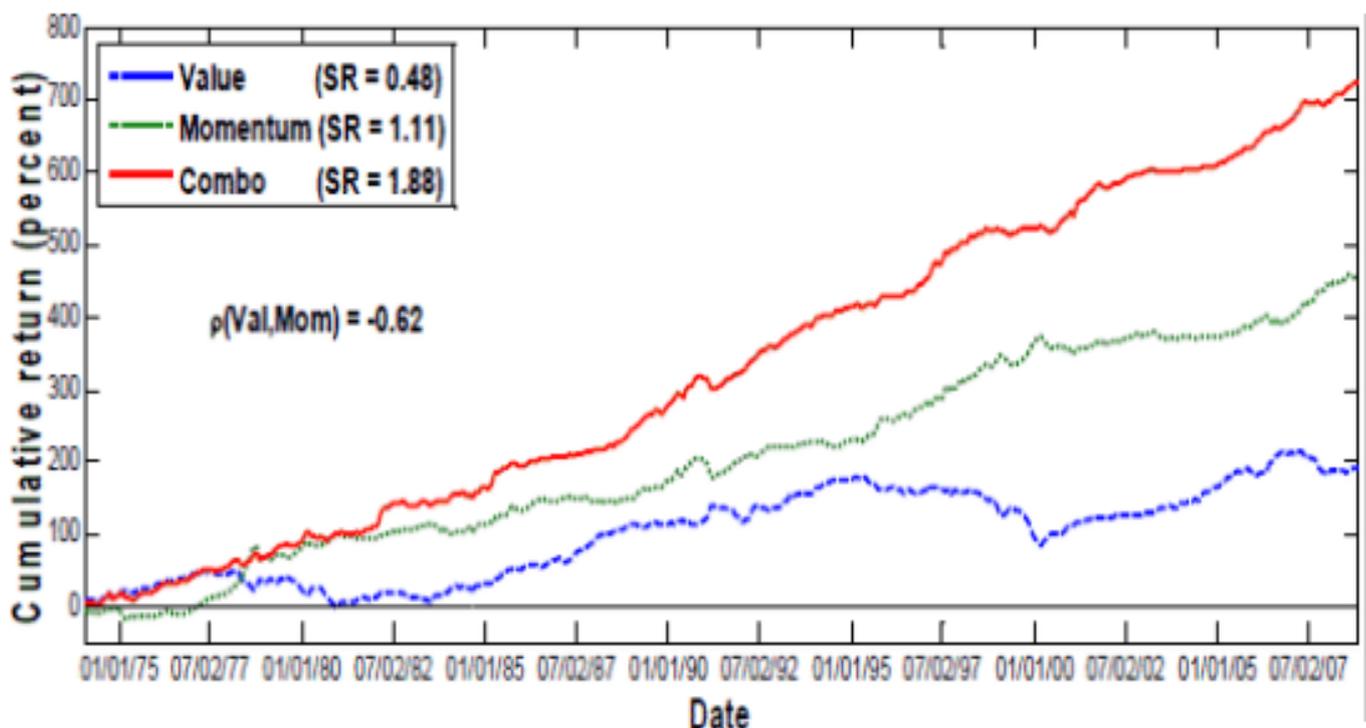
4) Estudio N°4 (1975-2007)

Abajo muestro las conclusiones de otro estudio llevado a cabo por Clifford Asness (gestor Hedge Funds), Tobias Moskowitz (profesor universitario) y Lasse Pedersen (profesor universitario, miembro de la Reserva Federal de Nueva York y ganador del premio al mejor economista europeo en 2011). En el se estudian **cómo interactúan el Value y el Momentum sobre activos a nivel mundial** (acciones, índices, bonos, divisas y materias primas). Calculan Momentum según mejores retornos durante los doce últimos meses, excluyendo el último mes. Calculan Value según varias medidas y ratios comúnmente usados. Concluyeron, entre otras cosas, que:

-La negativa correlación entre Value y Momentum provoca que una combinación a partes iguales entre las dos estrategias genere un mayor Ratio de Sharpe, además de una mayor estabilidad a través de las diferentes tendencias. El Ratio de Sharpe es una medida que tiene en cuenta la rentabilidad respecto a la volatilidad del fondo; cuanto más elevado sea, más eficiente es la gestión.

- La estrategia combinada tenía menor volatilidad que cualquiera de las dos estrategias por separado.

- En momentos extremos, al estar diversificado en estrategias Value y Momentum, las pérdidas eran menores.



5) Estudio N°5

Importante también el estudio llevado a cabo por Smith, Faugère y Wang en 2014 sobre más de 10.000 fondos activos. Los autores compararon los resultados de los fondos que hacían uso del Análisis Técnico respecto a aquellos que no lo hacían. Encontraron que un tercio de los fondos estudiados se servían del Análisis Técnico y concluyeron que éstos ofrecen una considerable ventaja a sus inversores.

CFA Institute:

https://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/contributed/Pages/head_and_shoulders_above_the_rest_the_performance_of_institutional_portfolio_managers_who_use_technical_analysis.aspx

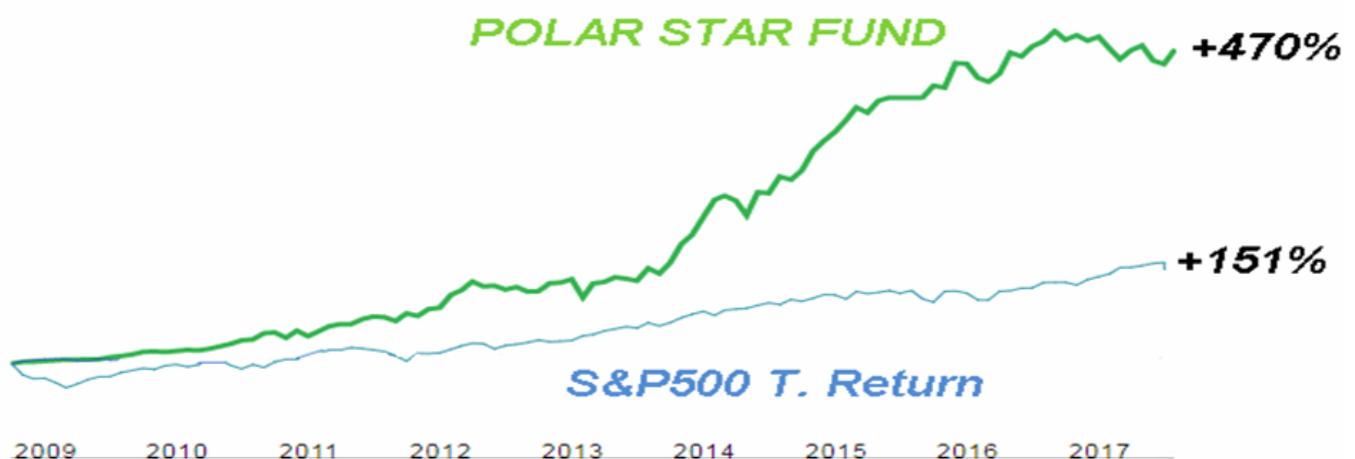
Otra de las voces más cualificadas que defienden una combinación entre Value y Técnico/Momentum es Ray Dalio, (*Forbes* n° 69) fundador de Bridgewater Associates, firma de Hedge Funds más importante del mundo con más de 160.000 millones de dólares bajo gestión. Ray Dalio se inició como trader de commodities y actualmente utiliza el análisis técnico para identificar aquellos valores con descuento por parámetros fundamentales.

Un par de ejemplos de fondos exitosos que usen una gestión combinada entre Value y Técnico:

POLAR STAR FUND: ejemplo de fondo con una gestión combinada "Value" y "Técnica", (evolución desde su creación):

The diversified portfolio is constructed **with a fundamental bias and refined using quantitative analysis**

SHARPE RATIO
1.55

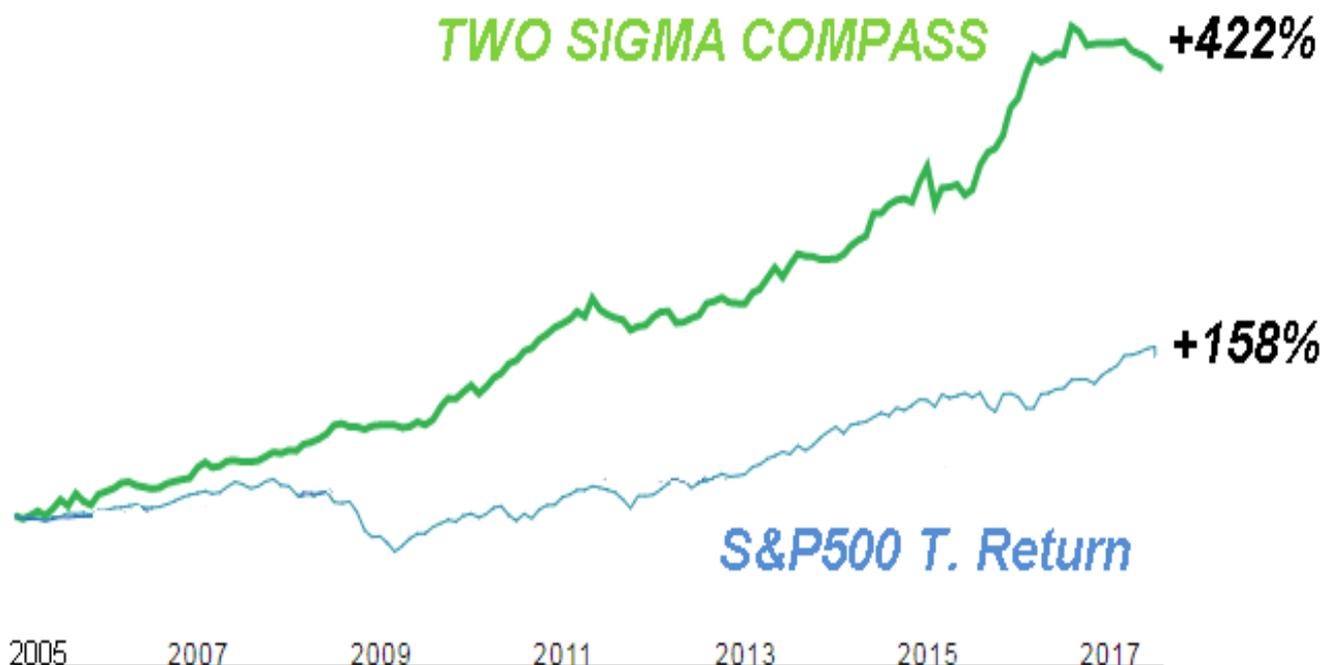


TWO SIGMA COMPASS US FUND: con 10.200 millones de dólares bajo gestión, uno de los mayores fondos que combinan una gestión Value y Técnica:

EXECUTIVE SUMMARY

TWO SIGMA COMPASS U.S. FUND, LP ("Compass U.S." or the "Fund") is a highly liquid trading fund active in more than 200 markets globally, including futures (e.g., stock index futures, fixed income futures, commodity futures), FX spot and forwards, and related instruments. Compass U.S. aims to deliver alpha with low correlation and moderate volatility through the systematic application of fundamental, alpha capture, and technical strategies. The strategies employed on behalf of the Fund are primarily

SHARPE
1.41



En base a lo que hemos demostrado, una acertada combinación entre una gestión Value y Momentum es capaz de optimizar los resultados obtenidos. Como hemos visto, los modelos **Value muestran un mejor comportamiento en los momentos de caídas en las bolsas**, ya que las mejores valoraciones tienden a actuar como freno en las caídas y como impulso en los primeros momentos de un suelo. Sin embargo, una estrategia **Momentum lo hará mejor en los periodos en los que las bolsas cogen tendencia** tras una inflexión, a medida que los precios han recuperado terreno a sus valoraciones.

Ejemplos de fondos Value experimentando mejores comportamientos en caídas:



¿Cómo podemos aprovecharnos las conclusiones obtenidas en este estudio a la hora de gestionar?

En base a lo expuesto, habríamos de adoptar un estilo Value de gestión cuando el mercado alcista tenga serios visos de giro, en base a diversos indicadores, pasando a un estilo Momentum/tendencial en cuanto los mercados empiezan a reducir los niveles de volatilidad experimentados tras una fase de caídas.

Hay un aviso muy claro de potencial peligro en el mercado cuando los gestores y analistas Value encuentran dificultades a la hora de buscar Valor para sus fondos. Y esto está pasando ahora; abajo mostramos el alto número de gestores que piensan que los mercados globales están actualmente sobrevalorados:

Exhibit 20: Equity markets valuation



Source: BofA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey



Parece claro que los **momentos actuales son idóneos para adoptar estrategias de gestión Value** o sobreponderar fondos de este estilo de gestión sobre estrategias más Técnicas.

Durante los últimos meses tanto Warren Buffett, en lo que respecta a renta variable americana, como García Paramés con la bolsa europea, han expuesto la dificultad para encontrar valor. Ellos nos indican claramente en qué momento de mercado nos encontramos y sobre todo, en base a lo estudiado en el presente informe, en qué tipo de gestión o fondos deberíamos estar posicionados:

El lamento de Buffett: Cada vez es "más difícil encontrar gangas"

01/09/2017 - 08:00 Finanzas.com

[Twitter](#) [Recomendar 11](#) [in Share](#)

El rally alcista que llevan las bolsas durante los últimos años **ha complicado la vida a los inversores**, que cada vez tienen más dificultades para encontrar buenas compañías para añadir a sus carteras. Y ni siquiera los grandes maestros se libran de este problema. Si no, que se lo pregunten al mejor de todos, a **Warren Buffett, para quien cada vez "es más difícil encontrar gangas" en el mercado.**

Así lo indicó ayer el 'Oráculo de Omaha' en una entrevista con Bloomberg, cuando aseguró que **el rally bursátil ha puesto cada vez más difícil "encontrar ganancias" y que el mercado está más caro de lo habitual.**



c o b a s
a s s e t m a n a g e m e n t

Comentario Segundo Trimestre 2017

En Europa, nuestro medio natural, no encontramos suficientes compañías de calidad a precios atractivos, por lo que mantenemos posiciones más elevadas de lo habitual en compañías no europeas y con algo más de orientación hacia las que se encuentran en negocios "commodities", especialmente en algunos sectores donde hay necesidades de capital, como el transporte marítimo.

Si hemos de combinar lo mejor de los dos tipos de gestión, **sin duda ahora sería el momento de buscar fondos Value**, en detrimento de aquellos modelos de gestión más técnicos.

CONCLUSIONES:

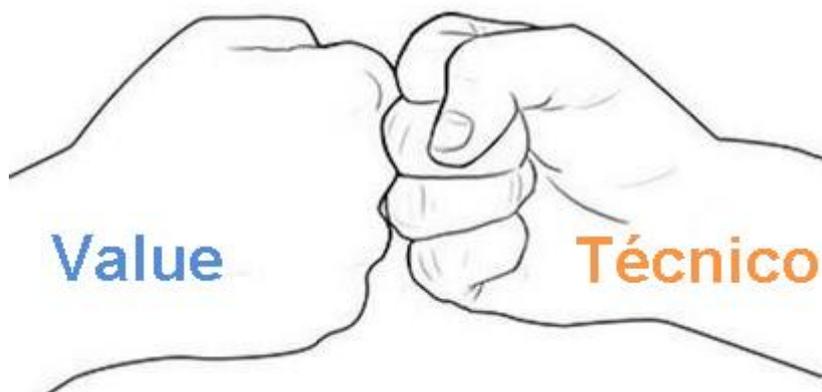
-Tradicionalmente ha existido una confrontación entre dos visiones de la economía, representadas por la Escuela Austriaca y por la Neoclásica. En base a ellas han aflorado sistemas de gestión Value, donde sólo se contempla el estudio de datos económicos puros, y otros estilos de gestión Cuantitativos, que abarcan el estudio de datos económicos (precios, derivados de precios o cualquier dato económico), cuantificándolos según la historia en base a comportamientos cíclicos de los sujetos.

- La Escuela Austriaca es el origen de los métodos Value de gestión y la Escuela Neoclásica de los métodos Cuantitativos, que engloban entre otros muchos al Análisis Técnico. Tanto la visión austriaca (gestión Value) como la neoclásica (gestión Cuantitativa) han demostrado su efectividad para generar *Alpha* o exceso de rentabilidad frente a los índices de seguimiento.

- El largo plazo demuestra que comprar Fuerza o Tendencia es más rentable que comprar Valor, ya que los periodos en los que los mercados presentan tendencia son más duraderos que los de fuertes caídas. Pese a lo anterior, a la hora de gestionar, numerosos estudios demuestran que es más eficiente combinar las metodologías Value con las más Tendenciales o Técnicas.

- Value lo hace mucho mejor que Momentum en las fases de caídas en las bolsas, donde los fundamentales actúan como paracaídas. Aquellos valores con fuerza previa pero con valoraciones exigentes caerán más, lo que hará que Momentum se comporte peor.

- Si los datos demuestran que es más eficiente combinar Value y Momentum, preferiremos comprar Value cuando haya riesgos de una corrección en las bolsas, derivada de valoraciones exigentes. En este sentido, actualmente existe una dificultad por parte de los principales gestores Value para encontrar compañías a valoraciones atractivas, tanto en Europa como en USA, lo que sugiere el potencial peligro que conlleva preferir comprar Tendencia.



Es "Momento" de ser "Value".

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 Banco tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades. (*)

Los empleados de Renta 4, pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Renta 4 Banco, S.A., es una entidad regulada y supervisada por el Banco de España y EBA.

Renta 4 Banco, S.A. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

D. Eduardo Faus Ipiña

Tel: 902153020 e-mail: efaus@renta4.es

e-mail: efaus@renta4.es