

¿Qué destacamos de este 2023?

Hemos cerrado el año 2023 con unas rentabilidades del 17,90%¹ en Abaco Global Value Opportunities, 9,43%² en Abaco Renta Fija Mixta Global y del 5,47%³ en Abaco Renta Fija.

A pesar de ser un año de gran incertidumbre, los mercados han tenido una evolución positiva con muy poca volatilidad destacando las bolsas americanas que cerraron el año con una subida del 24,2%, lideradas principalmente por las compañías tecnológicas o 7 magníficas, las cuales tuvieron una revalorización del 111%. Aunque si excluyésemos estas compañías del índice americano la rentabilidad hubiera sido de tan solo el 12%.

Por otro lado, los principales índices de renta fija también han tenido un año positivo impulsado por el rally durante el último trimestre, donde cayeron tanto las rentabilidades de los bonos gubernamentales como los diferenciales de crédito, anticipando una recesión más suave o inexistente.

Sin embargo, a pesar del buen desempeño de los principales índices, hemos visto una clara divergencia entre los diferentes sectores, también entre las compañías con exposición a diferentes geografías y entre las compañías de pequeño y mediano tamaño, frente a las grandes compañías. Las claras ganadoras de este 2023 han sido las compañías tecnológicas americanas, las cuales han vuelto a cotizar a múltiplos cercanos a sus máximos históricos, empujadas por el boom de la inteligencia artificial y por el continuo descenso de la inflación que ha provocado una mejora en las expectativas de bajadas de tipos durante este año.

Las compañías de baja y mediana capitalización y principalmente aquellas con exposición a economías emergentes, se han visto lastradas por la incertidumbre geopolítica y sobre todo económica. Independientemente de la calidad de estos negocios, posición competitiva y desempeño durante el año, sus rentabilidades han sido muy inferiores e incluso negativas en muchos casos.

En las siguientes gráficas podemos observar algunas de estas diferencias de valoración, frente

¹ Rentabilidad de la clase I. Rentabilidades pasada no aseguran rentabilidades futuras.

² Rentabilidad de la clase I

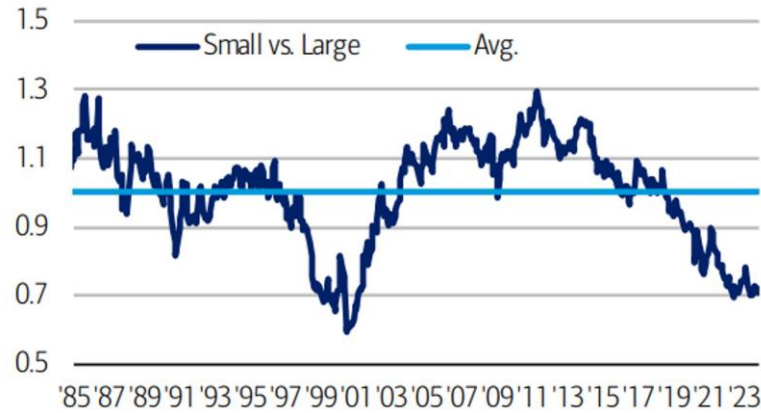
³ Rentabilidad de la clase B

a su media histórica.

Valoración relativa entre las pequeñas empresas y las grandes empresas:

Exhibit 2: Small caps remain historically cheap vs large caps

Relative Forward P/E: Russell 2000 vs Russell 1000, 1985-10/31/2023



Fuente: Bank of America GLOBAL RESEARCH

Diferencia de valoraciones entre compañías de Estados Unidos y el resto del mundo:

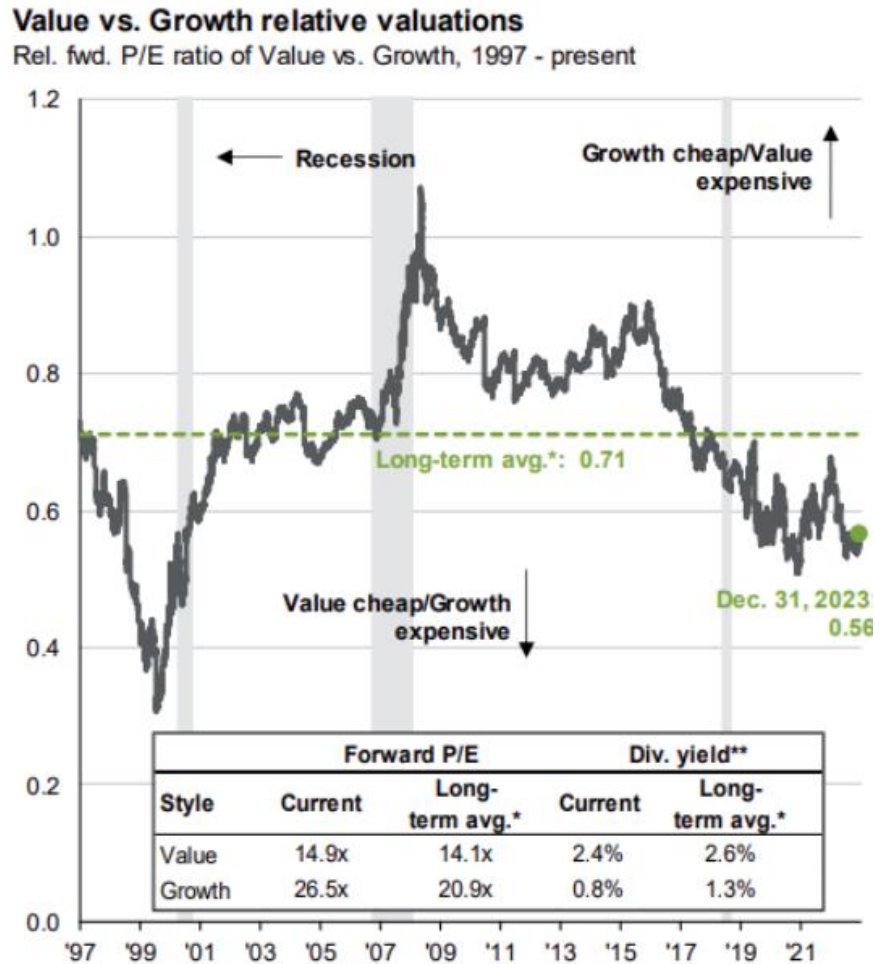
International: Price-to-earnings discount vs. U.S.

MSCI All Country World ex-U.S. vs. S&P 500, next 12 months



Fuente: J.P. Morgan Asset Management

Diferencia de valoraciones entre empresas consideradas “value” y “growth”:



Fuente: J.P. Morgan Asset Management

¿Por qué lo caro está cada vez más caro y lo barato cada vez más barato? ¿Por qué estas tendencias se han mantenido durante los últimos años?

Hay muchos factores que afectan a estas tendencias (crecimiento económico, fortaleza del dólar frente a divisas emergentes, valoraciones excesivas, sentimiento del mercado, crisis de diferente índole, confianza empresarial, disrupciones tecnológicas, etc.), que a su vez interactúan entre ellos reforzándose en el medio plazo. Esto no quiere decir que puedan ser extrapolables al futuro, sino todo lo contrario, en el largo plazo la mayoría tienden a revertir hacia la media. Las estrategias de inversión que han funcionado muy bien durante la última década rara vez son las mismas que lo harán bien los próximos diez años.

El comportamiento humano suele tener memoria muy corta y servirse de los acontecimientos más recientes para prepararse para los futuros (Sesgo de actualidad o de disponibilidad)

Las dos últimas crisis, crisis financiera mundial del 2008 y la crisis derivada del Covid en 2020, han beneficiado ciertos sectores y perjudicado a otros de forma muy severa. Por ejemplo, el sector tecnológico (claro ganador de la pandemia) o el sector de materias primas (perdedor del 2008 y también del Covid).

Ante esta situación los inversores en momentos de incertidumbre macroeconómica y geopolítica se refugian en aquellos sectores que han funcionado bien durante la última década.

Sin embargo, no todas las crisis son iguales, ni todos los beneficiarios de una crisis van a tener que ser lo mismos durante las siguientes. Las dos últimas relevantes han sido deflacionarias y han beneficiado fuertemente a las empresas tecnológicas, pero si echamos la vista más atrás, vemos como también se han producido crisis inflacionarias como la de los años 70 en donde estar invertidos en negocios como las materias primas hubiera sido una mejor decisión.

Otro factor de enorme importancia es el volumen de negociación y la capitalización de una empresa. En tiempos de incertidumbre los inversores están dispuestos a pagar mucho más por compañías que puedan vender de forma rápida y sin problemas. Las grandes compañías, como es lógico, tienen mucha mayor liquidez que las pequeñas y por eso cotizan a una valoración más elevada durante estos periodos. Dándose la paradoja que negocios con una mayor calidad y con mayores ventajas competitivas puedan cotizar a valoraciones más atractivas, simplemente por el hecho de que su capitalización es menor.

Este es un factor que ha ido incrementando su relevancia durante los últimos años, por el mayor tamaño de los fondos de inversión y también por el alza en los fondos de inversión pasiva, estrategias de inversión por factores y estrategias cuantitativas. Estos estilos de gestión tienen cada vez un mayor peso en el mercado e invierten principalmente en empresas de gran tamaño.

Esta situación ha provocado algo parecido al “efecto bola de nieve”, debido a que el mayor flujo de entrada a estos fondos ha provocado también una revalorización en el tipo de compañías en las que invierten, que a su vez ha conllevado unas rentabilidades muy atractivas para estos fondos, que a su vez ha aumentado el apetito inversor por este estilo de inversión.

¿Qué podemos esperar en el medio plazo?

Tras una década de tipos de interés nulos e incluso negativos en ciertas ocasiones, durante los últimos 18 meses los bancos centrales, europeo y americano, han subido los tipos de interés de forma continua y mucho más rápido que en otras ocasiones, ofreciéndonos de nuevo tipos de interés reales positivos. Estas subidas de tipos de interés, aunque no de forma inmediata, han tenido históricamente un efecto directo e indirecto en la economía y en la valoración de los activos.

Estos efectos los podemos resumir en los siguientes:

1. Las subidas de los tipos de interés encarecen el crédito (préstamos) para los consumidores disminuyendo así su capacidad de endeudamiento y consumo, ralentizando de esta forma el crecimiento económico.
2. Las subidas de tipos de interés aumentan el coste de capital de las compañías, reduciendo así su rentabilidad ya que tienen que destinar una mayor parte de sus beneficios a pagar intereses.
3. Aumenta la rentabilidad que los inversores exigimos a nuestras inversiones, al subir la rentabilidad que generan los activos de más bajo riesgo (letras del tesoro), a aquellas con mayor riesgo les exigiremos una rentabilidad superior.
4. Reduce el valor de los activos. El valor teórico de los activos es el valor presente de los flujos de caja que estos puedan generar en el futuro, al aumentar la tasa de descuento de estos flujos de caja, la valoración disminuye. Disminuyen los múltiplos de valoración.
5. Al provocar una ralentización del consumo y de la economía, junto con una disminución del valor de los activos y encarecer el endeudamiento, esto puede conllevar a su vez aumentos de la morosidad, problemas de crédito, de refinanciación e incremento de quiebras de compañías.

Sin embargo, durante este último año hemos visto todo lo contrario (principalmente en Estados Unidos), una economía fuerte y unas valoraciones de la mayoría de los activos (al menos en los mercados) que no se han visto afectadas, sino incluso que han expandido sus múltiplos de valoración.

La principal razón a la que atribuimos este resultado en la economía, son las políticas expansivas y los fuertes déficits fiscales que se están llevando a cabo por parte de los gobiernos que hasta ahora han servido de contrapeso a los efectos económicos que tienen las rápidas subidas de tipos en la economía.

¿Son sostenibles estos déficits públicos a medio plazo? Creemos que no, aunque en el corto plazo pueda parecer que esto no es un problema debido a la fortaleza de las economías y a la estabilidad que han ofrecido los mercados, financiando todo este déficit, en el medio plazo esto puede salir muy caro. Los fuertes déficits lo que nos indican es que se está llevando a cabo un gasto público muy superior a los ingresos generados, incentivando la economía y aumentando el endeudamiento que bien se financia en los mercados financieros o imprimiendo dinero.

Estos fuertes déficits, sostenidos y sin ningún plan de reducirse podrían volver a causar una segunda ola de inflación, como la que hemos experimentado durante estos dos últimos años. También se podría dar esta situación, si los bancos centrales caen en la tentación de volver a comprar activos en el mercado y aumentar sus balances.

Es por ello, por lo que las actuales expectativas de mercado, de crecimiento económico y de los beneficios empresariales, continuas bajadas de los tipos de interés y una bajada de la inflación sostenida hasta el objetivo del 2%, nos parecen realmente complicadas que se produzcan en su conjunto, sin que por el camino se produzca un sobrecalentamiento de la economía (segunda ola de inflación) o un descenso de la actividad económica (recesión y problemas de crédito).

Incluso en el escenario más optimista en el que no ocurriera ninguno de los problemas anteriormente mencionados, consideramos que no tendría un impacto muy significativo en las valoraciones de los principales índices, puesto que gran parte de la revalorización ya se ha visto reflejada en la cotización durante los últimos meses. Por lo tanto, lo más prudente es centrarnos en aquellos nichos de mercado en los que estamos encontrando mejores oportunidades.

¿Cómo invertir en este entorno?

A pesar del contexto de mercado y macroeconómico que hemos comentado, las grandes discrepancias de valoraciones que observamos entre las diferentes clases de activos y compañías, nos está permitiendo construir carteras con un gran potencial en el medio plazo.

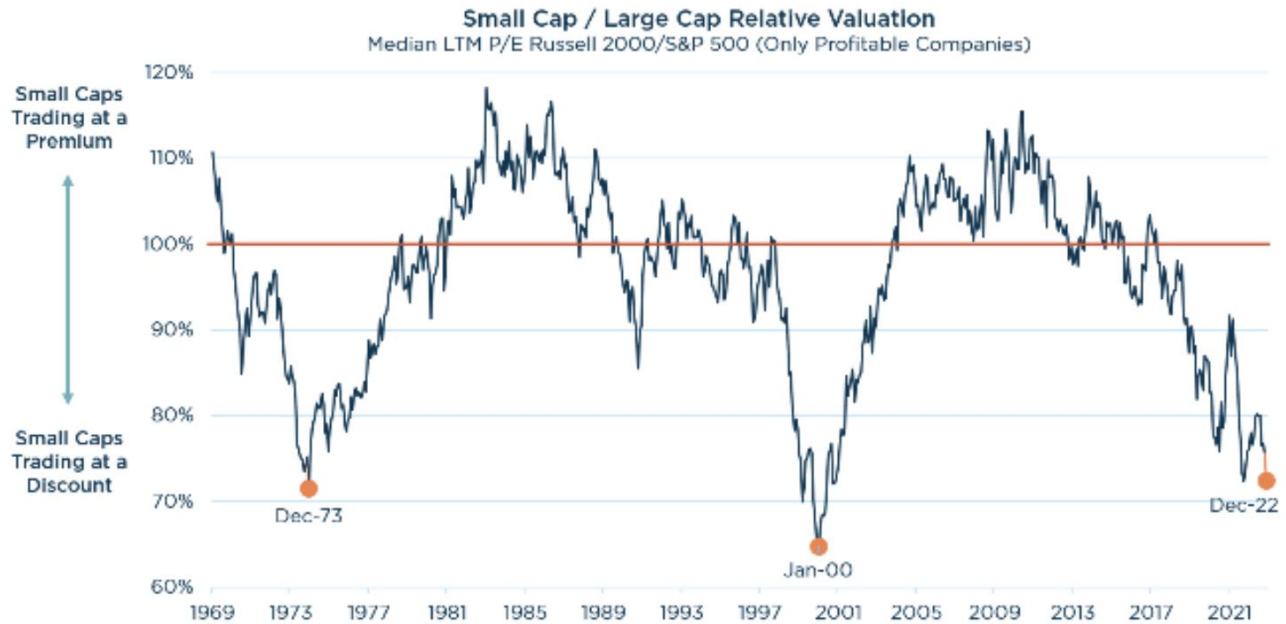
En renta fija, las ya más que esperadas bajadas de tipos de interés y también el optimismo generalizado en cuanto al crecimiento económico, ha provocado que la mayoría de bonos experimente una subida significativa de sus precios, sobre todo aquellos con mayor riesgo de crédito (spreads de crédito en mínimos de los últimos años) y de duración, por ello nos ha parecido buen momento para reducir el riesgo de la cartera, posicionar está en vencimientos a corto plazo y reducir también el riesgo de crédito. Ya que la diferencia de rentabilidad de estas emisiones, con menor riesgo de duración y menor riesgo de crédito es en ocasiones igual o superior a la rentabilidad de bonos con un riesgo más elevado.

Este posicionamiento en renta fija nos permite además tener mucha flexibilidad y opcionalidad en la cartera. Esta está preparada para aprovechar oportunidades que puedan surgir por la volatilidad de los mercados, por problemas de crédito o por un nuevo incremento de las rentabilidades de los bonos a largo plazo en el caso de que la inflación no continúe bajando al ritmo que el mercado espera.

En renta variable, hemos hecho alguna rotación en los fondos, incorporando nuevas ideas e incrementando y reduciendo el peso de otras ya existentes, siempre con el objetivo de aumentar el potencial de revalorización y la calidad de las compañías en cartera.

También hemos liquidado alguna de nuestras principales posiciones como Brodene Hartmann, DP Eurasia y Buenaventura al completo. Estas empresas compartían las características previamente descritas y cotizaban significativamente por debajo de su valor intrínseco. Todas ellas han tenido una fuerte revalorización fruto de la entrada de inversores privados que han tenido que pagar un precio más razonable y cercano a nuestros cálculos de valor intrínseco. Este fenómeno refuerza nuestra confianza en la calidad de nuestro análisis y en la identificación de oportunidades en el mercado.

Diferencia de valoraciones entre las empresas pequeñas y las grandes:



Fuente : Furey Research Partners

Como vemos en la anterior gráfica el diferencial de valoraciones entre pequeñas y grandes compañías está cerca de máximos históricos (en 2023 se ha ampliado aún más), incluso si nos vamos fuera de las bolsas americanas la diferencia es aún mayor y es aquí donde estamos encontrando gran parte de las oportunidades.

Muchas de estas compañías infravaloradas son líderes de ciertos nichos de mercado, tienen fuertes ventajas competitivas y están gestionadas por equipos gestores excelentes.

El descenso continuado de las valoraciones de este tipo de compañías durante los últimos diez años, junto con el incremento en los múltiplos de valoración de las grandes tecnológicas americanas, ha provocado que la mayoría de los fondos de inversión se centren en estos sectores, perdiendo el apetito por las primeras.

Sin embargo, no creemos que los próximos diez años tengan que seguir siendo similares, sino todo lo contrario. La historia nunca se repite de forma exacta, pero a veces, se pueden encontrar similitudes en ella. A continuación, le exponemos una traducción de una carta de Howard Marks (cofundador de Oaktree Capital Management y uno de los mejores inversores de nuestro tiempo) a sus clientes en diciembre de 2022, en la que relata la situación de mercado cuando el comenzó en 1969, y que nosotros pensamos podría asemejarse a la actual.

“Como he contado en otras ocasiones en mis cartas, cuando comencé en esta industria en 1969, muchos bancos (como para el que yo trabajaba) estaban completamente centrados en crear carteras de las llamadas “Nifty Fifty”. Este grupo de acciones eran consideradas las mejores y de mayor crecimiento, por lo que se pensaba que nada malo les podía ocurrir. Para este grupo de compañías ningún precio era demasiado alto. Sin embargo, si hubieras comprado este grupo de acciones cuando yo empecé a trabajar en el banco en 1969 y las hubieras mantenido hasta 1974, habrías tenido pérdidas de más del 90%... por tener participaciones de las mejores compañías de América. La calidad percibida, resultó no ser sinónimo de seguridad o de una inversión exitosa” (Traducción Memo Howard Marks “Sea Change” 13 diciembre 2022)

A pesar de esto hasta 1972 este grupo de acciones continuó siendo las que mejor rentabilidad ofrecieron a sus inversores.

Esto es un claro ejemplo de cómo un sector o grupo de compañías con excelentes modelos de negocios y con rendimientos muy elevados durante una década, no siempre significa que vayan a tener dichos retornos durante la siguiente década. En muchas ocasiones el riesgo de una inversión no está únicamente en el propio negocio que compramos, sino también en el precio que pagamos por él.

“Renacerán muchos de los que han caído y decaerán otros que ahora están en la cima” (Cita del poeta Horacio comentada por Benjamin Graham)

Conclusión

Las perspectivas actuales de crecimiento económico, reducción de la inflación y bajadas de tipos, nos parecen muy complicadas que se produzcan en su conjunto. También los excesos de valoración en ciertos sectores en renta variable y las recientes caídas de los diferenciales de crédito en renta fija, nos hacen continuar con un posicionamiento prudente en las carteras.

Sin embargo, las grandes discrepancias entre las valoraciones de compañías en función de su sector, geografía o tamaño que vemos en el mercado nos está permitiendo encontrar grandes oportunidades y mantener un potencial de revalorización de los fondos muy significativo en el medio plazo.

Actualmente, tenemos unas carteras formadas por excelentes negocios muy bien gestionados, diversificadas por sectores y geografías, con gran capacidad de crecimiento y que cotizan a valoraciones muy atractivas, este conjunto de características es el que nos hace ser optimistas con el desempeño de los fondos para los próximos años.

Quedamos como siempre a su disposición.

El equipo de Abaco Capital.