

Queridos partícipes,

En esta carta, nos gustaría comentar nuestra perspectiva de la situación actual en la que se encuentra el mercado, cómo hemos llegado hasta aquí y cómo hemos preparado nuestras carteras.

Situación actual del mercado

¿Dónde estamos?

La situación de mercado ha ido cambiando de forma radical en lo que llevamos de año. Las subidas de tipos de interés están siendo mucho más agresivas y frecuentes de lo esperado a principio de año, la inflación también está siendo más acentuada y persistente de lo estimado y la guerra en Ucrania ha empeorado la situación de ambos problemas.

Estas subidas de tipos de interés, necesarias para controlar la inflación, están comenzando a hacer daño a muchos activos financieros y también a la propia economía.

Un claro ejemplo de ello lo podemos observar en las hipotecas, muchas de ellas concedidas a tipo variable. El incremento de tipos de interés está provocando una subida del Euribor y por tanto del coste de las mensualidades. Este incremento en el gasto de los hogares destinado al pago de sus hipotecas supone menos consumo en otros productos y servicios, afectando de forma muy negativa a la economía.

En los mercados financieros, este cambio de entorno ha provocado que los principales índices de renta variable de Estados Unidos y Europa hayan bajado un 24%¹ y un 23%² respectivamente. Los activos de renta fija también han sufrido caídas importantes, en muchos casos superiores al 15%³, siendo hasta ahora el peor año para los fondos mixtos, de los últimos 80 años⁴.

¿Cómo hemos llegado hasta aquí?

Durante los últimos 40 años hemos visto como los tipos de interés han ido disminuyendo de forma constante, la deuda pública y privada ha continuado aumentando en relación con el producto interior bruto y la cantidad de dinero en circulación ha crecido muy por encima del ritmo al que lo hacía la economía.

Este proceso se ha visto acelerado durante los últimos 10 años y más aún durante estos dos últimos años desde que comenzó la pandemia.

Estos problemas sumados a la guerra de Ucrania, que ha acentuado la crisis energética, han provocado que nos encontremos con unos niveles de inflación no vistos en décadas.

1 Rentabilidad del índice S&P 500 YTD, a fecha 30 de septiembre de 2022.

2 Rentabilidad del índice Eurostoxx 50 YTD, a fecha 30 de septiembre de 2022.

3 Rentabilidad de Bloomberg U.S. Aggregate Index YTD, a fecha 30 de septiembre de 2022.

4 Teniendo en cuenta la rentabilidad de una cartera 60/40, con índices globales.

¿Cómo prepararnos para el futuro?

En este escenario de inflación alta y gran incertidumbre económica, creemos que es más importante que nunca invertir en empresas con fuertes ventajas competitivas en su sector, que estén lideradas por equipos gestores excelentes y que además coticen con un gran descuento frente a su valor intrínseco.

En renta fija, nos posicionamos en emisiones con vencimientos cortos, las cuales se ven menos afectadas por los incrementos de tipos de interés, en compañías con activos reales, cuyo valor cubre más de dos veces el valor de la deuda y que tienen una posición de liquidez holgada, sin necesidad de refinanciación en los próximos 24 meses.

¿Por qué es tan importante centrarnos en invertir en compañías con estas características?

Tener una fuerte posición competitiva es lo que permite continuar creando valor para los accionistas y protegerlos de los siguientes riesgos:

Inflación. En un entorno inflacionista como el actual, únicamente aquellas compañías con una posición competitiva fuerte son capaces de incrementar el precio de sus productos sin que su cuota de mercado se vea afectada. Esto les permite mantener sus márgenes en el medio y largo plazo.

Tipos de interés. Las recientes subidas de tipos están provocando el encarecimiento de la deuda, esto a pesar de ser un problema para la mayoría de las compañías, lo será en mayor medida para aquellas con una posición competitiva débil.

Ralentización económica. Durante las crisis son muchas las compañías de distintos sectores que dejan de ser rentables y no pueden continuar con sus operaciones. Tener una fuerte posición competitiva es esencial para sobrevivir en todo tipo de escenario económico. Además, permite aprovechar nuevas oportunidades y crecer debido a la debilidad de los competidores.

Un excelente equipo gestor también es esencial en un entorno como el actual, ya que es durante estos periodos donde las compañías tienen oportunidades para diferenciarse de sus competidores y donde los modelos de negocio mejor diseñados y más flexibles permiten a éstas continuar creando valor. Pensamos que el capital humano es una gran parte de la compañía y tener grandes líderes cuyos incentivos están alineados con los de los accionistas es indispensable.

Por último, y no menos importante, debemos enfocarnos en compañías que coticen con un gran margen de seguridad frente a su valor intrínseco. Esto es algo que puede parecer sencillo después de las fuertes y generalizadas caídas en las cotizaciones durante los últimos meses, pero que creemos puede estar distorsionado por una década de tipos de interés excepcionalmente bajos. Es imprescindible realizar un análisis en profundidad para comprender las dinámicas de todas aquellas compañías que consideremos como inversión y entender como estas se podrán desarrollar en el entorno actual.

¿Por qué invertir en este momento? ¿Es el efectivo el activo más seguro?

En periodos como el actual es cuando surgen las mejores oportunidades y a pesar de la incertidumbre en el corto plazo, debemos de tener una visión y perspectiva de medio y largo plazo, la cual nos permitirá obtener una buena rentabilidad sobre nuestras inversiones.

Durante periodos de inflación elevada son las propias divisas (efectivo o liquidez), las que ven perder su poder adquisitivo de forma acelerada. No lo decimos únicamente por el euro, que se ha visto muy afectado durante los últimos meses frente al dólar. Si observamos la evolución del dólar americano, durante los últimos 100 años, este ha perdido más del 99% de su poder adquisitivo¹, a pesar de haber sido Estados Unidos la principal potencia mundial durante este periodo, y su moneda la moneda de reserva mundial.

Sin embargo, las mejores compañías tienen la capacidad de incrementar el precio de sus productos y pueden protegerse de esta forma del incremento de costes que sufren en primera instancia y de la propia inflación, siendo en el largo plazo la mejor forma de proteger el poder adquisitivo de cualquier inversor.

El proceso de subidas de tipos de interés y endurecimiento de las políticas monetarias tendrá su fin y cada día estamos más cerca de él.

“Sé temeroso cuando otros sean codiciosos y sé codicioso cuando otros sean temerosos”

Warren E. Buffett

Nuestras carteras

En el momento actual nos encontramos en una situación donde el potencial de revalorización de nuestras inversiones en renta variable está cerca de los máximos alcanzados durante el inicio de la pandemia. También, las inversiones en renta fija que tenemos en carteras nos están ofreciendo rentabilidades que no veíamos desde hace más de diez años.

La rentabilidad actual de las carteras de renta *fija*², es superior al 8% anual y tienen una duración bruta ligeramente superior a los 2 años. En renta variable el potencial de revalorización de las *carteras*³ frente a su valor intrínseco es superior al 120%.

Seguimos de cerca la actividad de todas las compañías en cartera, estudiando las dinámicas de sus mercados y como se van adaptando a la situación actual, para asegurarnos que éstas continúen creando valor para sus accionistas en un entorno de inflaciones altas y crecimientos bajos.

Intentamos continuar generando valor en nuestras carteras, vendiendo aquellas posiciones que lleguen a cotizar cerca de sus valores intrínsecos y comprando aquellas que por razones temporales cotizan con un descuento muy significativo frente a éste, al igual que buscando nuevas oportunidades de inversión.

¹ Pérdida de poder adquisitivo dado por la inflación acumulada en US, en el periodo 1922-2022.

² Abaco Renta Fija e inversiones en renta fija de Abaco Renta Fija Mixta Global.

³ Abaco Global Value Opportunities e inversiones de renta variable en Abaco Renta Fija Mixta Global.

Esta rotación es la que nos ha permitido mantener un potencial de revalorización muy significativo en nuestras carteras, a la vez que éstas no se hayan visto fuertemente afectadas.

Un ejemplo de ello ha sido deshacer por completo la posición en compañías de transporte de petróleo, que habían tenido un excelente desempeño durante los últimos meses y cotizaban cerca de su valor intrínseco.

Comparación frente a los peores meses del Covid

Observamos como muchas de nuestras compañías están cotizando actualmente a valoraciones cercanas a las alcanzadas durante los peores días del Covid. Sin embargo, la situación actual de las empresas en cartera es totalmente diferente.

AB InBev, actualmente la mayor posición de nuestras carteras de renta variable es un claro ejemplo de ello. AB InBev, como ya hemos comentado en otras ocasiones, es la mayor compañía cervecera del mundo, con una posición líder de mercado en la mayoría de las regiones en las que opera y liderada por un equipo gestor excelente.

La pandemia afectó de forma significativa a sus operaciones, ya que los confinamientos y restricciones impuestos a nivel global afectaron de forma significativa el consumo de cerveza a nivel mundial. Sin embargo, debido a la resiliencia de su modelo de negocio y a la gran capacidad de generación de caja, consiguió salir reforzada de este complicado escenario.

Hoy en día la compañía está creciendo en volúmenes en la mayoría de sus regiones, está trasladando de forma gradual el incremento de costes a sus productos, continúa creciendo de forma sostenible y ha conseguido reducir su deuda de forma significativa. A pesar de ello la compañía cotiza a niveles *similares*¹ de los mínimos alcanzados durante la pandemia.

A diferencia de una crisis provocada por una pandemia, donde el consumo de cerveza se puede ver severamente afectado, debido a los confinamientos impuestos, en una recesión provocada por la inflación y el incremento de tipos de interés, el consumo de cerveza hemos observado que es mucho más estable que el de otros productos. Y así lo estamos viendo reflejado en sus resultados.

Es un negocio poco sensible a los ciclos y con gran capacidad de crecimiento. Con su cotización actual la compañía está generando un flujo libre de caja (FCF), superior al 10%, para el año 2023, después de todas las inversiones de mantenimiento y crecimiento. Este negocio estimamos que puede crecer al 7% en el medio y largo plazo.

Si valoramos el negocio en base a las transacciones realizadas por la propia compañía en los últimos diez años. Como fueron la adquisición de la mejicana Grupo Corona o de la inglesa Sab Miller, también observamos que la compañía cotiza con un potencial de revalorización superior al 100% frente a la suma de estas adquisiciones, más su negocio original. Así la acción de la compañía ha pasado de cotizar de 120 euros por acción, a los 47 euros actuales.

¹ El actual Enterprise Value (Capitalización de mercado + Deuda Neta) de la compañía es de 180 bn, frente al mínimo de 163 bn alcanzado durante la pandemia.

Conclusiones

La situación económica de los próximos trimestres va a seguir caracterizada por inflaciones altas, con crecimientos bajos e incertidumbre a nivel geopolítico. Aunque el mercado puede continuar viéndose afectado por la situación actual, estamos convencidos de que las compañías que tenemos en cartera representan una excelente oportunidad de inversión a medio y largo plazo.

En renta fija estamos posicionados con vencimientos muy cortos, en empresas con activos reales cuyo valor es más de dos veces superior al de su deuda, estando el crédito muy bien cubierto, y con una posición de liquidez holgada. Además, esta cartera ofrece una rentabilidad superior al 8%.

En renta variable, todas las compañías en cartera tienen una posición competitiva muy fuerte, altos retornos sobre el capital invertido, son grandes generadoras de caja, capaces de incrementar precios en sus productos, mantener sus márgenes operativos, sus negocios no tienen fuertes necesidades de inversión y cotizan con un gran margen de seguridad frente a su valor intrínseco.

Las carteras están muy diversificadas geográficamente y tenemos liquidez para aprovechar las oportunidades que este entorno pueda generar. Las ventas de nuestras compañías están distribuidas en América del Norte (35%), América del Sur (21%), Europa (18%), Reino Unido (13%) y Asia (13%).

Como gestora continuamos trabajando cada día, analizando y comprendiendo mejor todos los negocios que tenemos en cartera y buscando las mejores oportunidades de inversión que nos ofrece el mercado, tanto en renta variable como en renta fija.

La inflación es un fenómeno que no experimentábamos desde hace mucho tiempo y para el que nos hemos estado preparándonos los últimos meses. Todo inversor y ahorrador debe tener como objetivo preservar e incrementar su poder adquisitivo, a lo largo de los años. Para nosotros la mejor forma de conseguir este objetivo es mediante la inversión en compañías con grandes ventajas competitivas, lideradas por excelentes equipos gestores y que cotizan con un gran margen de seguridad frente a su valor intrínseco. Nuestras carteras de renta fija también ofrecen en la actualidad una oportunidad de inversión muy interesante.

Quedamos como siempre a su disposición.

El equipo de Abaco Capital.