



Perspectivas para nuestras  
Carteras de Renta Fija

14 de abril de 2020

Valencia, 14 de abril de 2020

**Estimado inversor,**

Confiamos en que usted y sus seres queridos se encuentren lo mejor posible en una situación tan complicada como esta que nos ha tocado vivir.

En este documento, nos gustaría ser capaces de **resumirle la situación inédita que hemos vivido en los mercados financieros**, y asimismo transmitirle nuestra convicción en las oportunidades y **el gran valor que encontramos en los activos de renta fija y en concreto en las carteras en las que estamos invertidos**.

Comenzaremos describiendo la situación vivida durante las últimas semanas, en la que nos hemos encontrado con **unos mercados** -tanto en bolsa como en renta fija- **extremadamente volátiles**.

Así, las caídas de las cotizaciones bursátiles han sido las más abruptas de la historia. **Nunca los mercados habían caído tanto en tan poco tiempo**.

**En los activos de renta fija**, la situación no ha sido distinta, al situarse la mayor parte de los inversores en el lado de la oferta. En este caso, al ser un mercado de brókeres no estandarizado -al contrario de lo que ocurre en la renta variable- la transparencia en precios ha sido menor. Así, en estos días recientes, han existido **enormes diferencias entre los precios orientativos y los de cierre** de las operaciones. Muestra de ello es el hecho de que la diferencia entre el precio de los fondos que replican los índices (**ETFs de renta fija**), y el valor teórico de sus carteras, ha mostrado **diferencias superiores al 5%**.

**Esta falta de liquidez** se ha visto ampliada porque, tras la Crisis de 2008, los reguladores endurecieron la normativa de los bancos de inversión -compradores tradicionales de activos de renta fija en momentos de pánico-, en cuanto a su capacidad de operar contra su balance con su cartera propia.

En esta situación, **en Buy & Hold SGIIC, hemos aumentado en un primer momento la liquidez de nuestras carteras** hasta máximos del 20%, como medida de prudencia, ya que desconocíamos si íbamos a tener reembolsos, y a qué precios podríamos vender en caso de necesidad. **Cuando vimos que lo que teníamos eran entradas** de dinero procedente de nuestros inversores, **hemos aprovechado las oportunidades para invertir, diversificando la cartera**. Nos gustaría señalar que al igual que no era fácil vender, tampoco lo ha sido comprar, ya que -como hemos señalado- el mercado se tornó extremadamente ilíquido.

Hoy, **la situación ha mejorado** y los mercados van recuperando su normalidad. En gran parte, gracias a la intervención de la **Reserva Federal de EEUU (FED)** y el **Banco Central Europeo (BCE)**, que han actuado como compradores de última instancia. En concreto, la FED ha incluido en su "lista de la compra" a los **bonos de alta rentabilidad o "high yield"** de empresas que con grado de inversión antes de la pandemia, lo que sin duda ha tranquilizado al mercado.

Creemos que con esto la FED está logrando dos objetivos: por un lado, tranquilizar a los mercados y sustituir a los numerosos bancos de inversión como principales compradores; y por otro, invertir a precios “de derribo”; lo que le dará en nuestra opinión pingües beneficios. Una vez más, EEUU va por delante de los acontecimientos y saca ventaja de ello, como ya ocurrió con las ayudas a las entidades financieras en la crisis financiera de 2008.

## FONDOS DE RENTA FIJA

En **Buy & Hold SGIIC**, tenemos dos fondos de inversión en renta fija: **B&H Deuda FI** y **B&H Renta Fija FI**; un fondo mixto: **B&H Flexible FI**; y carteras muy parecidas a las de estos fondos en las SICAV gestionadas.

Las caídas en valoración de nuestros vehículos han sido extraordinarias, **como jamás antes habíamos vivido**. No por la profundidad de las mismas, si no principalmente por la velocidad del ajuste.

Como pueden ver en el **gráfico de mercado** que acompañamos, la diferencia de rentabilidad de los **bonos de alta rentabilidad o high yield (HY)**, frente a los bonos más seguros –grado de inversión-, ha pasado de estar por debajo de los 300 puntos básicos (3%) a alcanzar casi los 900 (9%), aunque en los últimos días esta diferencia ha bajado hasta poco más del 6%.



Pero lo cierto es que **estas caídas en nuestras carteras son sólo de valoración**, pues ninguna de los emisores ha quebrado, o entrado en concurso de acreedores. Por tanto, **no hemos sufrido pérdidas irreversibles**, más allá de su valoración, siendo éstas recuperables; bien por una **mejora en la “percepción” de riesgo** de los agentes de mercado -con la consiguiente reducción de la prima de riesgo-; o bien **por el transcurso del tiempo**, y el acercamiento de los bonos a sus vencimientos respectivos, cuando cobraremos su principal y los intereses. A diferencia de que se hubiera producido la quiebra de alguna de las empresas en cartera, que nos llevaría a recuperar sólo lo que se obtenga en la liquidación de la misma.

Nos gustaría recordar que, **en los últimos 20 años, sólo ha habido nueve ocasiones en que el índice de deuda high yield haya caído más de un 5%. Y siempre ha recuperado estas pérdidas** en un plazo medio de 3,5 meses.

Como ejemplo, en la Crisis de 2008, **este índice tardó poco más de un año en recuperar las pérdidas sufridas.**

Otro dato positivo es que las otras veces que los diferenciales de la deuda high yield han alcanzado los 900 puntos básicos, **su rentabilidad media a los 12 meses ha sido del 13% y del 25% a los 24 meses.**

A continuación, vamos a ver algunos datos de las carteras. En **B&H Deuda FI y B&H Renta Fija FI** tenemos una exposición a más de 60 empresas diferentes en cada fondo. Más del 50% de ellas son **empresas con ratings de grado inversión**, en el caso de **B&H Deuda FI**; y más del 30%, en el de **B&H Renta Fija FI**.

La mayor concentración de la cartera está en el **Sector Financiero**, con un peso cercano al **30%**. Los bancos han llevado a cabo un proceso de **refuerzo de balances y reducción de la morosidad** durante los últimos 10 años. Y en concreto, las entidades europeas están mejor capitalizadas de lo que han estado en décadas, **por lo que nuestra convicción como bonistas sigue siendo muy alta.**

A continuación, **en los sectores más cíclicos y/o afectados** por la epidemia, como son líneas aéreas, hoteles, automóviles (tanto fabricantes de autos como de componentes de automoción) y restauración, **nuestro peso varía entre el 13%**, en el **B&H Renta Fija FI**, **y el 30%**, en el **B&H Deuda FI**.

Si analizamos nuestras posiciones en **estos sectores**, podemos observar varios detalles que nos proporcionan tranquilidad.

1)Nuestras posiciones en líneas aéreas se concentran en compañías con excelente posición de liquidez, **como Ryanair, Easyjet o IAG**; y en compañías participadas por el Estado, como **Air France**.

2) En el caso de los fabricantes de componentes de automoción son compañías familiares, **como Antolín y Gestamp**, con excelente gestión y posibilidades de mejorar su posición de liquidez en caso de necesidad.

3)El sector de fabricantes de coches es uno de los principales en recibir ayudas, además de que las principales empresas de las que tenemos bonos en cartera cuentan con excelente posición financiera y grado inversión, **como son Volkswagen, Daimler, Ford o GM**.

4) Por último y como sector de riesgo tras la caída del **precio del petróleo**, tendríamos **Energía**, con un peso del 7% en **B&H Renta Fija FI**, y el 3%, en **B&H Deuda FI**. De nuevo, si revisamos la composición de este sector, vemos que tenemos exposición a cuatro empresas, **Pemex, Repsol, Tullow Oil y Nordex**. Las dos primeras tienen grado inversión -y de hecho Pemex cuenta con el respaldo explícito del gobierno de México-. Por otro lado, **Nordex** es el tercer mayor fabricante europeo de turbinas eólicas, y su accionista mayoritario, Acciona, ha realizado una reciente ampliación de capital para reforzar su posición financiera. Por último, **Tullow Oil** podría optar por vender activos o realizar una ampliación de capital en caso de necesitarlo.

La duración, medida como la **vida media de los bonos en cartera**, es de 3,5 años; similar en ambos fondos.

Por último, observamos que la **Tasa Interna de Retorno (YTW)**, es decir, la rentabilidad a la que estamos hoy invertidos según la valoración actual de nuestros fondos, **es del 7%, en B&H Deuda FI, y del 9% en B&H Renta Fija FI.**

Esto significa que, hasta final de año -y si no cambiase nada en nuestras carteras-, **obtendríamos un 6% de “revalorización” sólo por los “cupones” de los bonos en los que estamos invertidos en el fondo B&H Renta Fija FI y un 5% en el fondo B&H Deuda FI, teniendo en cuenta que nos quedan más de 8 meses hasta finalizar el año.** Adicionalmente, por cada 100 puntos básicos (pb) que se reduzca la prima de riesgo actual, que como hemos comentado, se sitúa por encima de los 600 pb, la rentabilidad del **fondo B&H Renta Fija FI** aumentaría en un 3,6%, y en un 3,2%, en **B&H Deuda FI**. Por el contrario, por cada 100 pb que aumentase la prima de riesgo, **la rentabilidad disminuiría** en un 3,1% y en un 2,6%, respectivamente.

Aunque existen multitud de escenarios, un escenario plausible es que la prima de riesgo baje hasta los 420 pb, 150 pb por encima de lo que estaba a principios de año, y no suframos ningún default.

En él, **B&H Renta Fija FI** obtendríamos una rentabilidad de ahora a final de año del **+13%**. Y en **B&H Deuda FI**, **del +11%**, en línea con los niveles históricos de recuperación tras una crisis como la actual.

Las rentabilidades de los **fondos a día de hoy 9 de abril son -15.9% en BH Renta Fija FI y -14.6% en BH Deuda FI.**

Esperamos haber sido capaces de explicarnos en estas líneas, por no extendernos más el potencial de revalorización en la parte de bonos de nuestras carteras mixtas/flexibles es aún mayor que las comentadas, al tener mayores tasas internas de retorno que las de los fondos puros de renta fija.

Deseamos podamos volver lo antes posible a la vida de siempre.

Quedando a su entera disposición, nos despedimos, con un fuerte codazo que es lo que ahora podemos darnos.

Un abrazo a todos y a sus familias.

Julián Pascual  
Presidente

Rafael Valera  
Consejero Delegado

Antonio Aspas  
Consejero



Socios de Buy & Hold SGIC, S.A.