



BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

Carta Semestral a Inversores

I Semestre 2022

B
H

"Si no piensas mantener una inversión durante 10 años, no deberías pensar en mantenerla ni durante 10 minutos" (Warren Buffett)

Estimados inversores,

Después de muchos años de un entorno macroeconómico estable, el año 2022 ha llegado prometiendo un cambio importante y sugiriendo que posiblemente los siguientes años van a ser bastante más impredecibles para la economía que en el pasado. A todos nos asusta la incertidumbre ("el dinero es muy miedoso"), pero les anticipamos que lo que está pasando es normal si analizamos la historia. Más aún, los momentos de volatilidad e inestabilidad siempre -sin excepción- se han transformado en oportunidades extraordinarias para ganar dinero de verdad, como señalaremos a continuación.

... pero ¿qué es lo que está pasando?...



Es fácil de responder puesto que los economistas somos muy malos para predecir el futuro, pero muy buenos para explicar el pasado.

El año 2020 nos sorprendió a todos con una emergencia sanitaria global de tipo pandémico de la que no había referentes semejantes desde hacía cien años. Exactamente desde la gripe española de 1918. Ante la absoluta falta de

medios y preparación para afrontar este desafío, los gobiernos de todo el mundo decretaron confinamientos masivos que paralizaron casi completamente la economía global. Paralelamente, la medicina avanzó rápidamente en el conocimiento de la enfermedad y a principios de 2021 se desarrollaron tratamientos eficaces que reducían notablemente el riesgo de muerte. La vacunación, las mascarillas, los test rápidos y los autoconfinamientos, unidos a una evolución del virus hacia variantes más contagiosas, pero menos letales, hicieron que durante 2021 la población de muchos países (sobre todo de los desarrollados) alcanzara la inmunidad de grupo, permitiendo convivir con la enfermedad de forma normal.

Y ¿qué sucedió con la economía? Pues que pasó de un parón total a un reinicio gradual produciéndose tres efectos:

En primer lugar, **el parón del Covid aumentó enormemente el ahorro**, puesto que la gente no podía gastar, pero seguía cobrando en gran medida gracias a programas públicos de gasto social. Con el levantamiento de las restricciones durante 2021, este gasto contenido se desata en automóvil, vivienda y bienes de equipo en un primer momento y luego en ocio, viajes y servicios durante 2022. Las fábricas habían estado paradas durante los confinamientos y habían dejado de producir. Sin embargo, cuando la demanda de bienes se reactiva vuelve desbordada por una gran demanda embalsada fortalecida por el ahorro de meses de confinamiento. Esto, unido a que muchas fábricas del mundo desarrollado se encuentran muy lejos, en el Sudeste asiático, comenzó a provocar roturas de stocks a todos los niveles y tiranteces en las cadenas de suministro.

En segundo lugar, la economía justo antes del Covid se encontraba en estado óptimo, con una tasa de paro en EEUU en mínimos históricos (3,8%). Con la pandemia, se reanudaron de forma muy agresiva las compras de deuda pública tanto en EEUU como en Europa y los bancos centrales y los gobiernos inyectaron gran cantidad de dinero en el sistema. Al ser la recuperación

relativamente rápida, toda esta liquidez y subvenciones se desata sobre unos fundamentales que ya eran muy fuertes a principios de 2020, sobre todo en materia de empleo, y la masa monetaria y su circulación -los principales causantes de la inflación- aumentan rápidamente.

Por último, los problemas para reiniciar la producción durante 2021 se sucedieron también en el sector de los hidrocarburos, agravados en este caso por muchos años de infrainversión debido a las políticas contra el calentamiento global. Para colmo, en febrero de 2022, Rusia invade Ucrania desatando una guerra a gran escala contra este país. Rusia es uno de los tres mayores proveedores de hidrocarburos del mundo con una cuota de mercado global del 10%. Para castigar la invasión, los países occidentales han iniciado una serie de sanciones económicas contra Rusia que en el área de los hidrocarburos suponen una reducción del suministro de gas y petróleo rusos y, en consecuencia, han provocado un notable incremento de los precios de estas materias a nivel global.

El resultado de todos estos efectos ha sido un elevado aumento de precios en casi todos los países, que inicialmente se originó en el precio de los hidrocarburos y de algunos bienes de equipo, pero que poco a poco se ha ido traspasando a más y más áreas de la economía: vivienda, servicios, salarios, etc. En consecuencia, la inflación a principios de 2022 ha superado holgadamente el 8% tanto en EEUU como en Europa, unos niveles que no veíamos desde principios de los años 90. A estas alturas, podemos decir que tanto la Reserva Federal de EEUU (FED) como el Banco Central Europeo (BCE) han sido muy complacientes y no han visto el tsunami inflacionista que se estaba desatando. Ahora es bastante probable que tengan que subir los tipos de interés a tasas elevadas para frenar la inflación, provocando también una recesión económica. En resumen, una crisis económica clásica desatada por una falta de control de la inflación. Algo que no veíamos desde hacía treinta años.

... ¿qué podemos aprender del pasado?

A fecha de la publicación de esta carta, el S&P 500 ha caído un poco más del 20%, entrando en lo que técnicamente se denomina un mercado bajista. En la tabla a continuación hacemos un resumen de los ocho mayores mercados bajistas desde comienzos del siglo XX. Aparte de estas enormes correcciones podríamos citar fácilmente otra decena de episodios menores donde los índices han caído una media del 20% desde máximos, que no están recogidas en esta tabla, y que han estado motivadas por recesiones económicas de distinto tipo. Muchas ligadas a una excesiva inflación como la que estamos sufriendo ahora mismo.

TABLA 1.- LAS OCHO MAYORES CORRECCIONES BURSÁTILES AMERICANAS

	Caída desde máximos (*)	Año inicio corrección	Duración Caída (meses)	Revalorización dos años posteriores desde mínimo	Año final recuperación
Gran Depresión de 1929	-86%	1929	33	+144%	1954
II Guerra Mundial	-60%	1937	63	+ 67%	1945
Crisis Misiles Cuba	-28%	1962	7	+ 54%	1964
Crisis petróleo y las Nifty-Fifty	-36%	1972	18	+ 71%	1982
Flash Crash de 1987	-22%	1987	1	+ 56%	1989
Burbuja .com	-47%	2000	24	+ 42%	2007
Crisis financiera de 2008	-53%	2007	22	+ 90%	2013
Pandemia Covid de 2020	-31%	2020	2	+ 63%	2020

MEDIA

+ 73%

(*) Hasta la burbuja puntocom Dow Jones y después S&P 500

No es ahora cuestión de comentar cada crisis en profundidad. Simplemente, indicar que la más grave corrección bursátil -que fue la Gran Depresión de 1929- se originó por una combinación de dos factores que generaron un gran desastre. Por un lado, una excesiva sobrevaloración del mercado (el índice Dow

Jones multiplicó por cinco su valor en los cinco años anteriores al crash) y, por otro, una deficiente actuación de la FED en la respuesta posterior, que provocó una enorme deflación y contracción económica. También fue tremenda la contracción que se inició en 1937 y que duró durante toda la II Guerra Mundial por razones obvias. Evidentemente, no pensamos que ahora nos encontremos en la misma situación ni que la respuesta de los bancos centrales vaya a ser tan desafortunada como entonces.

La conclusión que podemos sacar es que de cualquier situación se sale y que la revalorización posterior cuando se produce una gran contracción es enorme.

De media, al cabo de dos años, el mercado asciende un 74% desde mínimos de la caída, como muestra la tabla anterior. Si salimos del mercado en una corrección, es muy probable que consolidemos las pérdidas y perdamos esta revalorización posterior que nos permite ganar dinero a largo plazo cuando invertimos en bolsa.

... ¿qué podemos esperar de nuestra cartera de renta variable?

Durante este año, aprovechando las caídas, hemos concentrado más aún la **cartera hasta reducirla a 30 valores**, aumentando el peso en algunos valores que han caído mucho. También **hemos incorporado cuatro valores que seguíamos desde hacía años, que han sufrido correcciones enormes**, cuyos modelos de negocio y cuyos equipos directivos nos gustaban mucho y que pensamos que ha llegado el momento de entrar aprovechando la oportunidad de valoración que nos abre el mercado:



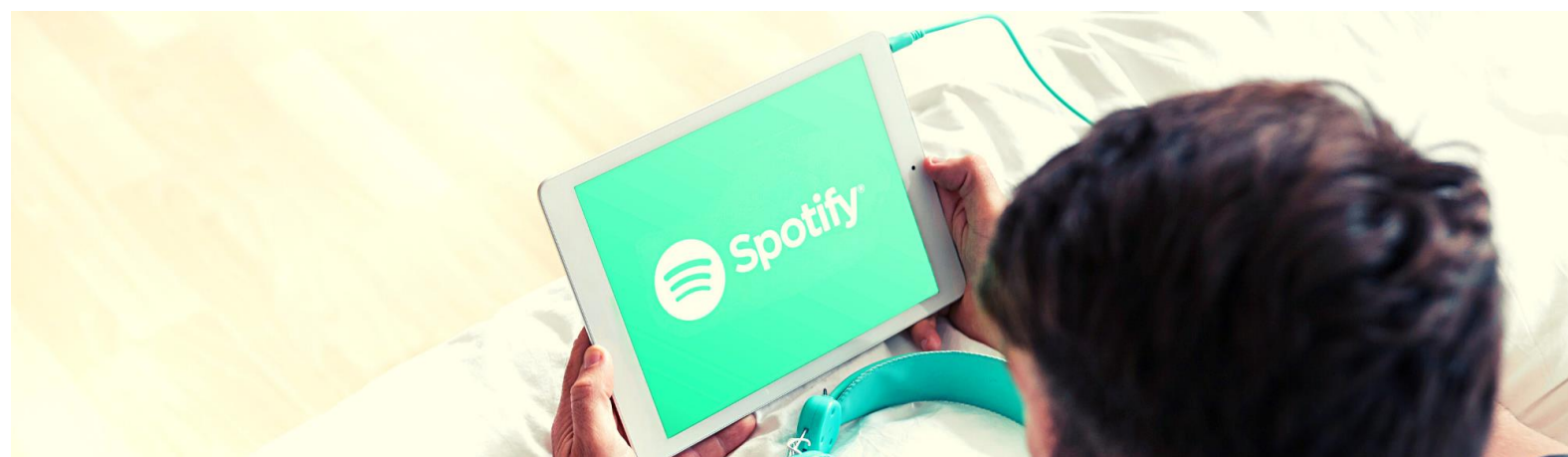
EPAM. Es un proveedor de servicios de IT orientado no tanto al mantenimiento y externalización de servicios de terceros, sino sobre todo en el desarrollo de software, de sistemas de seguridad, migraciones a la nube y soluciones de consultoría. El crecimiento anual compuesto de las ventas de los últimos cinco años ha sido del 27% y su margen de beneficio operativo fue del 14,4% en 2021. A finales de ese año, un poco más de la mitad de su plantilla de ingenieros se encontraba en Ucrania, Rusia y Bielorrusia. Desde los máximos de finales de 2021, con la corrección del mercado y sobre todo con el inicio de la guerra ruso-ucraniana, sus títulos llegaron a caer un 75%, momento en el que aprovechamos para entrar. La empresa ya había iniciado con anterioridad una migración de su plantilla desde Europa del Este hacia otras localizaciones que, evidentemente, se ha acelerado con el conflicto y confía acabar el año con solo un 30% de la plantilla allí. Con posterioridad a esta caída de la acción, la empresa publicó unos resultados que fueron absolutamente excelentes con un crecimiento de ventas del 50% y una estimación de crecimiento de ventas del 29% para el segundo trimestre del año, mostrando que las tendencias subyacentes de la industria siguen inalteradas. El fundador sigue trabajando como CEO y es accionista con un peso del 3% del capital.



Ryman Healthcare. Es un operador de residencias para ancianos de gama media-alta en Nueva Zelanda y Australia. Las residencias de Ryman son bastante diferentes a lo que entendemos en otros lugares por tales. Las 'residencias' de Ryman son pequeñas comunidades con una multitud de servicios para sus habitantes. Los residentes compran sus casas para poder acceder a vivir allí, reservándose Ryman el derecho a recomprarlas en el momento de su defunción al precio original de adquisición menos un gasto de gestión anual. Además, durante su estancia en la comunidad, los residentes disfrutan y financian los servicios con los que cuenta la comunidad, que pueden utilizar en mayor o menor medida en función de sus necesidades personales. Las residencias de Ryman están altamente demandadas (el servicio y atención que dan a sus residentes es excelente) y, además, su modelo de negocio de venta de las casas permite a la compañía reciclar el capital y utilizarlo para seguir creciendo. Por otro lado, la posibilidad de recomprar y volver a vender las viviendas, una vez que los residentes han fallecido, permite obtener beneficios crecientes gracias a la inflación inmobiliaria al tiempo que están protegidos de shocks en el mercado, puesto que la demanda de sus villas por parte de los residentes se realiza por pura necesidad (la media de edad de entrada son 79 años). La acción de Ryman ha caído un 50% en el último año y cotiza a un P/B de 1x frente a una media histórica de 2,5x-3,0x. Las familias fundadoras son los accionistas más relevantes (25%) y mantienen varias posiciones en el Consejo.



MTY Food Group. Empresa que ya tuvimos en el pasado y vendimos por valoración. Es una compañía tenedora de franquicias, centradas en el sector de la alimentación. En la actualidad cuenta con más de 6.700 restaurantes, casi todos franquiciados a terceros y algunos operados directamente tanto en EEUU como en Canadá. Sus ventas se han multiplicado por 7 en los últimos diez años, a pesar de que el último año la facturación estuvo afectada por las restricciones del Covid. Durante todos estos años ha mostrado una gran disciplina y éxito en la compra de franquicias y en la generación creciente de flujos de caja. De hecho, el flujo de caja libre aumentó de CAD 113 millones en 2019 a 132 millones en 2021 a pesar del Covid. La acción se ha mantenido plana en los últimos cinco años a pesar de que los flujos de caja y beneficios se han duplicado en este periodo de tiempo. El fundador mantiene una posición relevante como accionista (16,4%).



Spotify. Es el famoso servicio de música por streaming. Posiblemente una de las apuestas más visionarias de nuestra cartera de acciones. Es la única empresa

de nuestra cartera que no genera beneficios hoy en día, aunque sí un flujo de caja positivo. Dicho esto, el servicio de streaming de Spotify es excelente y es el líder en el mundo de la música compitiendo contra grandes gigantes como YouTube o Apple Music. El servicio es absolutamente magistral para sus usuarios. Además, recientemente ha entrado en el negocio de los podcasts y audiolibros donde el crecimiento potencial es enorme, especialmente teniendo en cuenta el buen desempeño realizado hasta ahora en el negocio de música. Esta es la razón por la que la empresa no ha generado aún beneficios: porque no para de invertir en estas nuevas áreas de negocio, aunque evidentemente está sentando las bases para un gran crecimiento futuro de ventas y beneficios. Daniel Ek, fundador y CEO, es muy optimista y ambicioso con las posibilidades de Spotify. El pasado 8 de junio tuvo su Día del Inversor, en el que indicó que esperaba beneficios operativos de alrededor de USD 20.000 millones a largo plazo (diez años), que es la capitalización actual de la empresa. El precio de la acción ha caído al nivel más bajo desde su salida a bolsa en 2018 a pesar de que en estos tres años (2018-2021), Spotify ha generado un flujo de caja positivo cada año y ha multiplicado por dos el número de sus abonados y la facturación. Tanto Ek como Martin Lorentzon, cofundador, son miembros del Consejo y cuentan con una participación conjunta del 18% en el capital de la empresa.

Hasta hoy nunca hemos hablado de las valoraciones de las empresas que tenemos en cartera, porque entendemos que es algo discutible y sujeto a múltiples variables y opiniones. Sin embargo, hemos de decir que hacía mucho tiempo que no veíamos las empresas de nuestra cartera tan baratas. No compartimos en absoluto la idea de que el mercado está caro ni especialmente las empresas de tecnología: Hay, sin duda, muchas empresas caras; pero otras -y sobre todo las grandes empresas tecnológicas con posiciones competitivas de absoluto dominio y muy buenas perspectivas de crecimiento futuro- están muy baratas. Al menos, en el caso de las empresas que tenemos en cartera y que conocemos bien, hemos de decir que están muy, muy, muy baratas.

Conforme a nuestros modelos, haciendo unos supuestos razonables y conservadores de la evolución de los beneficios sobre flujos de caja de las empresas de las que somos accionistas en B&H Equity y B&H Acciones, pensamos que el valor razonable de las mismas a dos o tres años vista debería ser de media más del doble de donde cotizan actualmente. Esto es coherente con la media histórica de revaloración del 74% de la bolsa americana transcurridos dos años desde el mínimo de una fuerte corrección (ver Tabla 1). Si esto se cumple, el valor liquidativo de nuestros fondos de renta variable se debería multiplicar por más de dos veces en los próximos años.

... y ¿qué hay de la cartera de renta fija?



Si son lectores de nuestras cartas semestrales sabrán que llevamos muchos años siendo muy críticos con el precio de la deuda pública europea periférica, especialmente con la de nuestra querida España. Esto significa que pensábamos que la deuda pública española no debería cotizar a tasas cercanas al 0% por sus propios méritos, sino que lo hacía exclusivamente debido a las compras masivas de deuda pública que llevaba a cabo el BCE. Esto ha llegado al punto de que el BCE mantiene aproximadamente un tercio del saldo vivo de toda la deuda pública española y, en nuestra opinión, se ha convertido en el mejor financiador posible del gasto público nacional.

A finales del año pasado, viendo que el entorno inflacionista se estaba complicando al tiempo que los bancos centrales occidentales mantenían las tasas de referencia en torno al 0% y continuaban con los programas de compra de deuda pública, **vendimos futuros del bono español a diez años en B&H Bonds y B&H Flexible**. De este modo, una caída del precio del bono (es decir, un aumento de su rentabilidad) nos hacía ganar dinero. Esta operación la planteamos como una cobertura contra una subida de tipos de interés que podía afectar negativamente a nuestra cartera de bonos.

Para comprender esta estrategia es bueno tomar un mínimo de perspectiva. Nos ayudará responder a la siguiente pregunta: **¿Cuándo fue la última vez que el bono español estuvo al 3% y cuál era la situación?** Fue en 2014 cuando el bono soberano hizo el que hasta entonces era su mínimo histórico en rentabilidad al llegar al 3%. Sin embargo, entonces la inflación se quedaba en el 0,0% y la subyacente, en el -0,2%. Además, la deuda pública sobre PIB estaba en el área del 100%. Hoy, volvemos a estar en ese 3% de rentabilidad, pero el IPC está en un galopante 8,7% y la deuda sobre PIB ha engordado hasta el 117%.

Esta decisión ha resultado ser tremendamente acertada y ha permitido que, a pesar de las caídas de ambos fondos este año, se hayan comportado mucho mejor que sus índices de referencia, que lo han hecho significativamente peor. Tanto es así que el indicador Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Bond, que tomamos como benchmark a batir en nuestras presentaciones, acumula un amplio retroceso del 15% en lo que va de este 2022.

Dicho esto, en la misma mañana del 15 de junio en la que escribimos esta parte de la carta, hemos decidido deshacer un tercio de las ventas sobre el bono español, que entonces ya sobrepasaba una TIR del 3%. Uno de los factores que nos han llevado a ejecutar este movimiento ha sido la reunión de urgencia convocada por el BCE este mismo día para tratar de amortiguar el aumento de las rentabilidades de los bonos periféricos. En ella ha quedado de manifiesto

que los escenarios posibles son tan absolutamente inciertos que ni siquiera el mismo BCE tiene la fórmula para hacer frente a una inflación tan alta y, a la vez, atajarla sin 'meter' a Europa en recesión.

A consecuencia de nuestros últimos movimientos de inversión, **lo cierto es que nuestras carteras de bonos tienen hoy una calidad crediticia mayor que a principios de este mismo año. Además de reducir riesgos de duración**, las rentabilidades no han hecho más que subir, por lo que los intereses que nos pagan los títulos en los que invertimos son mucho mayores. En B&H Bonds hemos alcanzado rentabilidades medias para la cartera superiores al 10%, mientras que en la parte de renta fija de B&H Flexible están por encima del 13%.

Nos toca ser pacientes. Las perspectivas no son tan negras como el mercado y su sentimiento nos quieren hacer creer. Otro elemento que hoy el mercado no tiene en absoluto recogido en precio es una **posible paz en Ucrania**, que nosotros -desde el optimismo y desde la sensatez- creemos que cada día estamos más cerca de ver. Esto, sin duda, también ayudaría, y mucho, a suavizar las actuales tasas de inflación.





La posición de mayor peso en B&H Bonds la conforman los bonos de la aerolínea Wizz Air. Creemos que es oportuno dedicar unas líneas a esta empresa de la que también somos accionistas en B&H Flexible y B&H Equity. Wizz Air es de las principales aerolíneas de bajo coste que opera en el mercado europeo. Concretamente, en Europa Central y del Este, donde tiene una posición dominante. Es una compañía excelentemente gestionada cuyo principal accionista es el grupo inversor Indigo Partners, especializado en la inversión en este tipo de aerolíneas a nivel global. Como sabemos, a la hora de viajar en avión, el factor diferencial para gran parte de los consumidores es el precio del billete y esto ha hecho que los operadores de bajo coste como Wizz Air no dejen de ganar cuota de mercado en los últimos años. Es un modelo competitivo que ha demostrado ser el ganador, que va a seguir siéndolo en el futuro y contra el que las aerolíneas tradicionales con estructuras de costes mucho menos eficientes difícilmente pueden competir.

La compañía está siendo capaz de sortear en los últimos años el impacto de una crisis como el Covid, un shock inflacionario en el precio del petróleo y una guerra que estalla en su área de operaciones con una posición de balance absolutamente sólida, mientras que gran parte de las aerolíneas del mercado europeo han tenido que recurrir a importantes ayudas estatales y/o a ampliaciones de capital. Actualmente, cuenta con una posición de caja de EUR 1.400 millones y una deuda corporativa de EUR 1.000 millones, con una

calificación de grado de inversión. Por otro lado, la recuperación en el sector es clara y todos los operadores aéreos hablan de una importante demanda embalsada a la hora de viajar que va a beneficiar de manera significativa la campaña de verano de este 2022. En nuestro caso concreto, la compañía está proyectando un aumento de la capacidad de transporte de pasajeros de entre un 30%-40% superior a la de 2019 y unas ventas entre un 50%-60% superiores. Más aún, pues los planes de expansión de la compañía no se frenan aquí y planea seguir aumentando su flota en los próximos años de una manera importante, pasando de los 153 aviones actuales a más de 340 en un periodo de cinco años.

Es cierto que el elevado precio del petróleo tiene un impacto significativo en los beneficios operativos de las aerolíneas, pero no lo es menos que las ganas que tiene la gente de viajar después de dos años casi sin poder hacerlo. Mientras, tarde o temprano, el precio de los billetes de avión se ajustará a esta nueva realidad. A su vez, Wizz Air tiene la flota de aviones más joven, lo que supone un ahorro importante en el consumo de combustible.

En este sentido, y por todo comentado anteriormente, pensamos que el mercado, tanto de renta fija como de renta variable, no está valorando correctamente su negocio y la solidez de su balance. Así, en B&H Bonds mantenemos dos emisiones con un peso conjunto del 6%: una con vencimiento 2024 con una rentabilidad esperada del 5,4% y otra a 2026 con una rentabilidad cercana al 6%. La posición en acciones es algo inferior al 2% en B&H Equity, mientras que B&H Flexible cuenta con una posición del 1,1%.

... nuestra recomendación...

Estamos seguros de que muchas veces han oído que hay que invertir a largo plazo, sobre todo en renta variable. **Ahora es el momento. Mantener o incrementar la inversión en este momento es a lo que nos referimos cuando decimos que hay que invertir a largo plazo.** Seamos claros: si venden ahora, es casi seguro que se perderán una revalorización muy importante en los próximos años. Mucha gente piensa que puede vender antes de tocar el mínimo para volver a invertir otra vez en ese mínimo. En nuestra vida como gestores, jamás nos hemos encontrado un caso así. Todos los casos que hemos conocido de inversores que han salido en un mercado bajista no han vuelto a entrar más abajo, sino más arriba o directamente han abandonado el mundo de la inversión con una mala experiencia por haber perdido dinero.

Hay también algunos inversores que soportan las pérdidas para vender en cuanto los fondos llegan al nivel al que compraron. Por nuestra experiencia, esto es otro gran error. Vender en cuanto se recupera es cortar las ganancias que después de un mercado bajista son muy importantes.

Todos los socios de Buy & Hold hemos aumentado significativamente nuestra participación en los fondos que gestionamos durante los seis primeros meses de este año, especialmente en B&H Equity y B&H Flexible. Y no lo hemos hecho solo por dar ejemplo, sino sobre todo porque estamos convencidos de que vamos a obtener una gran rentabilidad para nuestro dinero en no mucho tiempo. Les deseamos que pasen un buen verano.

Julián Pascual
Presidente

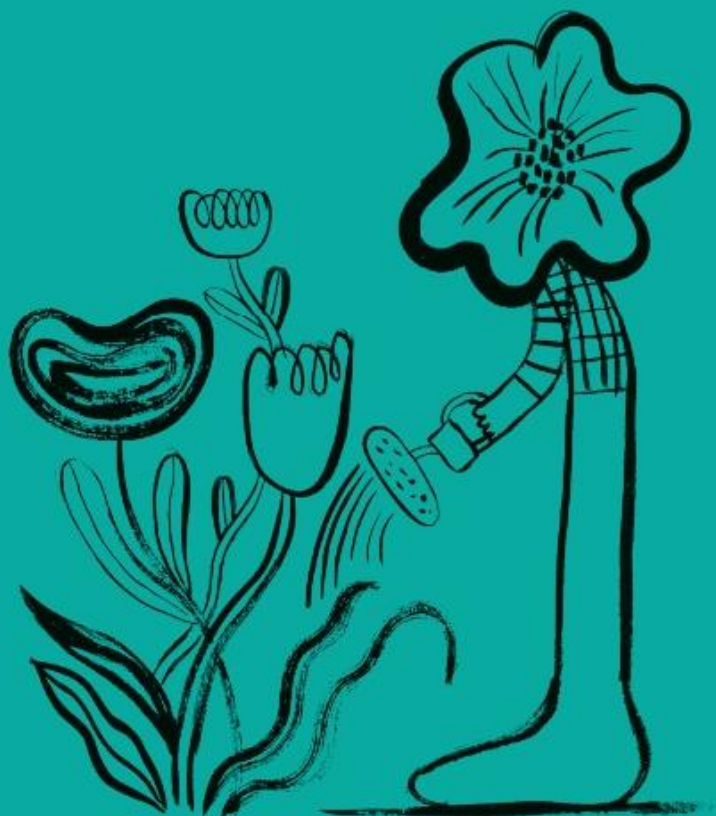
Rafael Valera
Consejero Delegado

Antonio Aspas
Secretario



BUY & HOLD

TENERLO CLARO ES INVERTIR SEGURO



Lo tenemos claro.

Cuidamos tu patrimonio
como cuidamos
el nuestro.

*Y no es palabrería,
es compromiso.
Invertimos nuestro capital
en los mismos productos
que ofrecemos.*

Buy & Hold Capital SGIC S.A. Gestora registrada en la CNMV con N° 256. Folletos y DFI de B&H Bonds FI, B&H Flexible FI y B&H Equity FI, se encuentran en buyandhold.es. Rentabilidades pasadas no son indicativas de resultados futuros. Este anuncio tiene un carácter meramente informativo sobre datos objetivos relacionados con los fondos gestiona-



Contrátanos en **buyandhold.es**,
llamando al **900 550 440**
o a través de tu banco.

B

H