



BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

Carta Semestral a Inversores

II Semestre 2022

B
H

Estimados inversores,

Una vez más queremos iniciar la carta **agradeciéndoles su confianza por invertir en los fondos que gestionamos y en los que también invertimos junto a ustedes.** Igualmente, aprovechamos para desearles un buen 2023. Por mucho que repitamos nuestro agradecimiento, nunca es suficiente en comparación con la confianza que nos otorgan.

Las rentabilidades del año que acaba han sido negativas en nuestros fondos, como pueden ver en la siguiente Tabla, con una gran diferencia entre la cartera de renta variable y la de renta fija. B&H Bonds (y B&H Renta Fija, su fondo subordinado en España) y B&H Deuda obtuvieron rentabilidades negativas, pero lo hicieron significativamente mejor que su índice de referencia (Barclays Euro Aggregate Corporate Bond) que cayó cerca de un 14% en uno de sus peores ejercicios en muchas décadas. Sin embargo, B&H Equity (B&H Acciones, su fondo subordinado en España) hizo un desempeño peor que su índice de referencia, el MSCI World Net en euros.

	2022	Inicio	
B&H Bonds	(8,6%)	18,5%	Inicio 12/15
Índice de Referencia (1)	(13,6%)	(2,0%)	
B&H Flexible	(16,9%)	113,3%	Inicio 06/10
Índice de Referencia (2)	(12,3%)	65,5%	
B&H Equity	(24,6%)	238,4%	Inicio 08/04
Índice de Referencia (3)	(12,8%)	210,2%	

Índices de Referencia (**)

(1) Barclays Euro Aggregate Corporate Bond

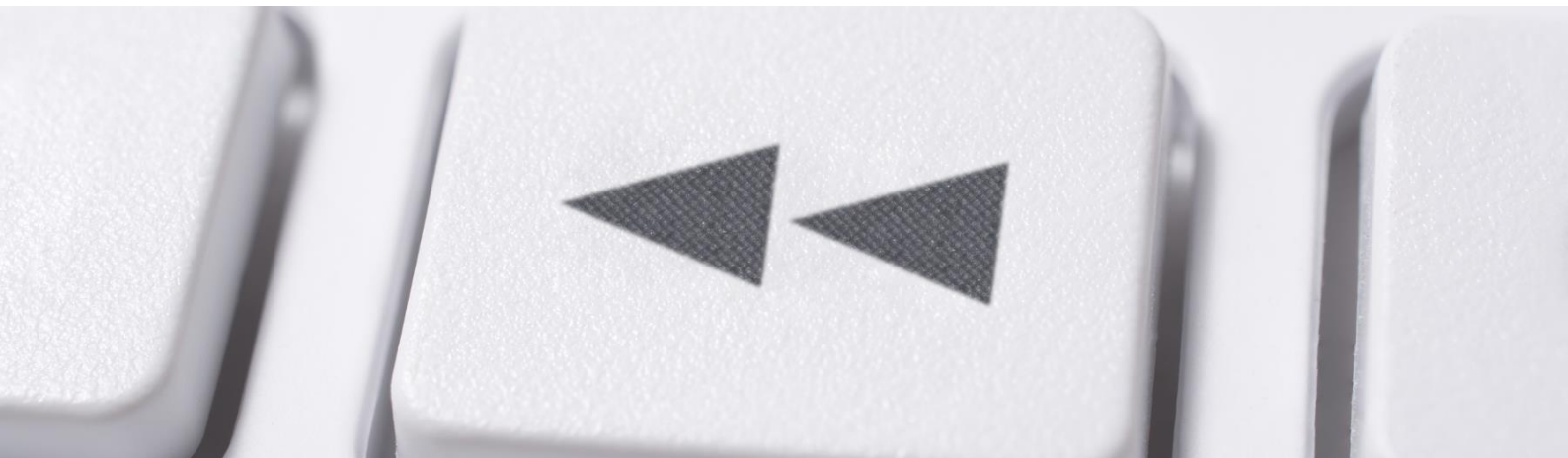
(2) 25% MSCI Pan Euro con dividendos hasta 31/03/19. Desde 01/04/19 MSCI World Total Return Net. 75% Barclays Euro Aggregate Corporate Bond

(3) MSCI World PanEuro Net hasta abril 2019 y desde entonces MSCI World Net

Lamentamos el mal desempeño de nuestros fondos, tanto en términos absolutos como en la comparativa con el índice de nuestra estrategia en renta variable. Dicho esto, y mirando hacia adelante, **hacía muchos años que no éramos tan optimistas** sobre las posibilidades de nuestra cartera. Tanto de renta variable como de renta fija.

Por eso, a continuación, comentaremos por qué creemos que todos nuestros fondos están **preparados para dar retornos muy buenos -tal vez excepcionales- en los próximos años** además de analizar qué es lo que ha pasado recientemente en los mercados para extraer el mejor aprendizaje. A pesar de la profundidad del retroceso de los mercados el año pasado, si analizamos su historia -como ya hicimos hace ahora seis meses-, estos movimientos responden a patrones cíclicos y, reiteramos lo que entonces dijimos, los momentos de volatilidad e inestabilidad siempre, sin excepción, **se han transformado en oportunidades extraordinarias para ganar dinero de verdad.**

Un repaso a un mundo de sobresaltos



Cuando comenzó la crisis del COVID a principios de 2020, los mercados **llevaban varios años de fuertes crecimientos desde el punto más bajo de la gran crisis financiera** de 2008. En general, las rentabilidades de la deuda pública y la renta fija eran muy bajas (o en muchos casos negativas). El paro estaba en mínimos históricos. La inflación bajo control. Y la curva de tipos se había invertido. Es decir, la rentabilidad del bono americano a dos años era superior a la del bono a diez años, lo cual es indicador de la inminencia de una recesión.

Con la aparición de la epidemia global del COVID se generó una crisis sanitaria de la que no teníamos referentes desde la gripe española de hacía un siglo. Los **bancos centrales se lanzaron a inundar el mercado de liquidez**, bajando más si cabe los tipos de interés y redoblando las compras de deuda pública. En semanas, las tasas de crecimiento del PIB cayeron a doble dígito en casi todas las economías avanzadas.

A comienzos de 2021, el mundo comenzó a salir de la pandemia. La crisis había durado un año aproximadamente y **los confinamientos habían aumentado el ahorro privado y las ganas de volver a viajar y a gastar**. Así que se produjo un súbito crecimiento de la demanda de todo tipo de bienes. Sobre todo, bienes de equipo como vivienda, automóvil, etc. por el empuje de los ahorros generados en los confinamientos. También aumentó notablemente el gasto en ocio, restauración y turismo.

Por su lado, **la oferta que se redujo durante la crisis no podía ponerse al día fácilmente**. Era necesario abastecer una demanda más fuerte de lo ordinario con unos inventarios más bajos de lo habitual. Faltaban materias primas y personal, pues mucha gente aprovechó la crisis para jubilarse. Los salarios comenzaron a subir.

A pesar de que la inflación comenzó a aparecer gradualmente durante 2021, los bancos centrales fueron reacios a reducir la oferta monetaria. El optimismo por el fin de la pandemia, el tirón tan fuerte de la economía impulsada por el consumo, el exceso de liquidez... Todo contribuía a **generar una burbuja en los elementos más especulativos** de la bolsa: los valores tecnológicos de alto crecimiento con cuentas de resultados en pérdidas.

En nuestra Carta Semestral de la segunda mitad de 2020, publicada en enero de 2021, señalábamos **el problema de las valoraciones excesivamente optimistas en muchos valores tecnológicos** y, en concreto, nombramos cuatro valores que pensábamos que estaban sobrevalorados. Los cuatro generalmente se clasifican como 'tecnológicos' y sus cuentas de resultados estaban en rojo en todos ellos menos en un caso: Tesla, que estaba entrando

en beneficios. Las razones de la sobrevaloración eran variadas, pero normalmente reflejaban un excesivo nivel de optimismo. Esta es su rentabilidad desde que publicamos la carta hasta hoy:

Rentabilidad acumulada de los cuatro valores que señalamos como sobrevalorados en la Carta Semestral de final del año 2020

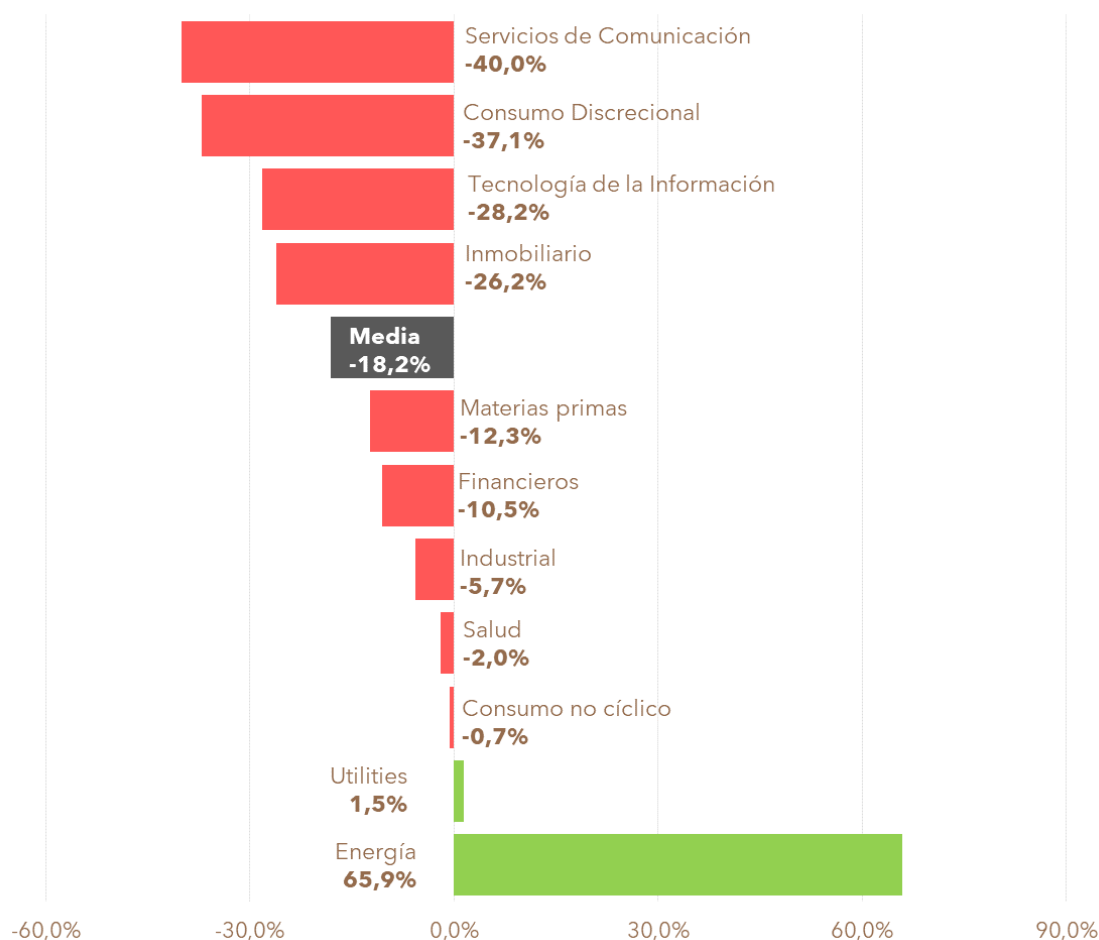
	Precio (31 diciembre 2021)	Precio (13 enero 2023)	Rentabilidad (%)
 NIKOLA MOTOR COMPANY	23,6\$	2,55\$	-89%
 airbnb	195,31\$	100,37\$	-49%
 Soltec	11,62€	4,85€	-58%
 TESLA	284,08\$	122,4\$	-57%

Fuente: Bloomberg

La **aparición de la inflación** durante el 2021, que empeoró bastante con la invasión de Ucrania por Rusia en febrero de 2022 y su impacto en el precio de los hidrocarburos, puso fin al festival alcista de las bolsas. Todos los bancos centrales con excepción del Banco Popular de China comenzaron a subir los tipos de interés y las bolsas corrigieron.

El gráfico a continuación muestra la evolución en 2022 de los sectores que componen el S&P 500. Este índice representa el principal mercado de bolsa del mundo y supone un 70% aproximadamente de nuestro índice de referencia (MSCI World Net). La rentabilidad del **S&P 500 el año pasado fue negativa del 18% y todos los sectores dieron un resultado negativo** excepto el de energía (formado principalmente por empresas de extracción y procesamiento de hidrocarburos), que tuvo una rentabilidad positiva del 60%.

Rentabilidad por sectores del S&P 500 en 2022 (%)



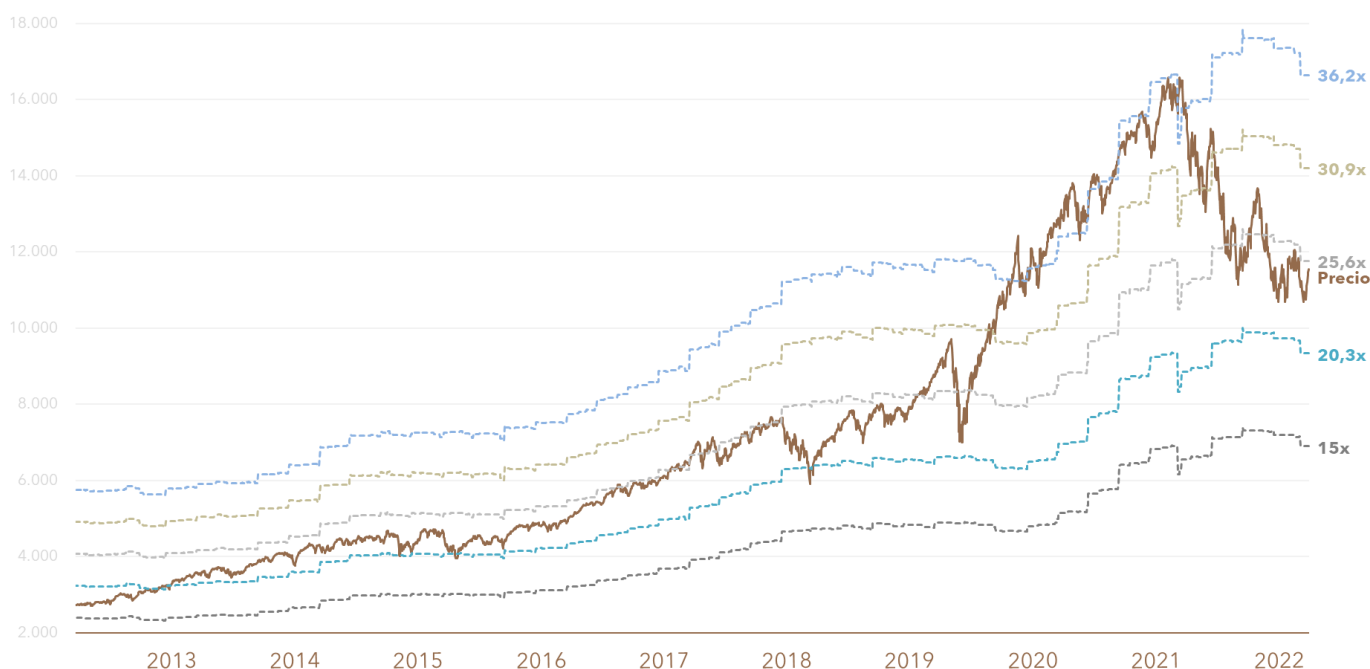
Fuente: Bloomberg

Así pues, el año que ha acabado se ha caracterizado por cuatro elementos:

- ① Un excelente desempeño de las acciones de **empresas de energía** que ha hecho muy difícil haber ganado dinero en el año sin haber invertido en ellas. Pero, en honor a la verdad, su excelente desempeño también se ha debido a la inesperada invasión de Ucrania por parte de Rusia, que ha estresado aún más si cabe el suministro de crudo y gas en todo el mundo y particularmente en Europa.
- ② Una corrección notable de las **empresas de tecnología**, especialmente y como ya hemos señalado, en aquellas sin beneficios. El gráfico a continuación muestra la valoración del Nasdaq 100 en los últimos 10 años. Las empresas que componen el índice tecnológico han cotizado a un PER de entre 20 y 25 veces históricamente, excepto a partir de la

pandemia, cuando se produjo una sobrevaloración que las llevó a cotizar a 36 veces durante 2021. Aunque se trata de un PER alto, no es nada comparado con las 100 veces que cotizó en el año 2000. Además, era una media entre las empresas del índice sin beneficios, que subieron hasta niveles estratosféricos y luego cayeron con una enorme fuerza, y aquellas con negocios rentables, en las que este fenómeno fue menos volátil.

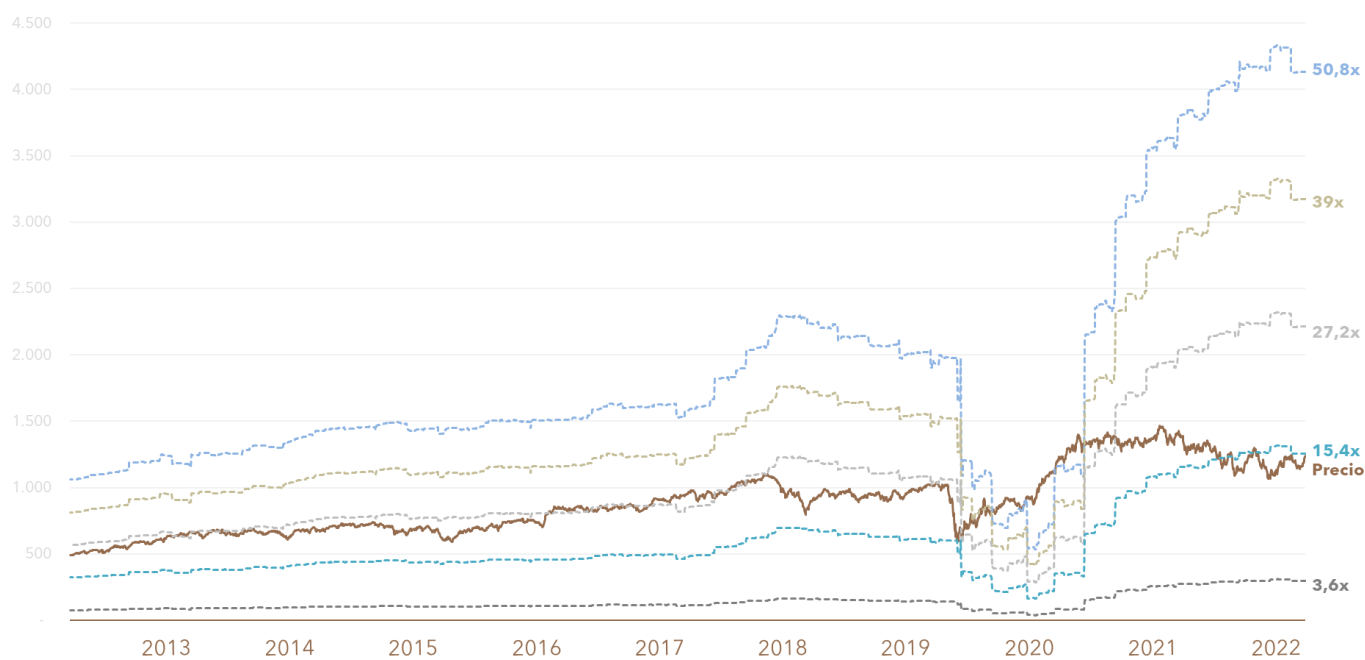
PER medio del Nasdaq 100



Fuente: Bloomberg

- 3 Una corrección notable de las **empresas de pequeña capitalización**, sin distinguir por sectores o calidad. En la siguiente página, mostramos un gráfico de la valoración del índice de pequeñas empresas en los últimos diez años. Se observa cómo han cotizado a un PER de 20-25 veces, excepto a partir de 2021, donde se ha producido una fuerte contracción y actualmente cotizan a 15,2 veces. En general, esto está pasando desapercibido, pero **tenemos que remontarnos a la gran caída de bolsa de 2008 para igualar los actuales niveles de valoración de estas empresas.**

PER medio del S&P 600



Fuente: Bloomberg

- ④ Una caída generalizada en la **deuda tanto de grado de inversión como *high yield*** motivado por el ascenso generalizado de tipos por parte de los grandes bancos centrales. Un movimiento que ha impactado más significativamente en emisiones de larga duración y aquellas con bajas rentabilidades y alto grado de inversión, que a comienzos del año estaban dando rendimientos cercanos a cero o negativos. Además, a medida que avanzaba el año, todo empezó a caer de forma generalizada sin apenas diferencias entre los índices de *high yield* y los bonos con grado de inversión.

¿Por qué somos tan optimistas a partir de aquí?

Las **razones para nuestro optimismo con B&H Equity/Acciones y en la parte de renta variable de B&H Flexible** se resume en la siguiente Tabla, donde comparamos las principales ratios de valoración de nuestra cartera frente al S&P 500 que es el principal índice de renta variable global:

Principales ratios de valoración ()*

	PER 2023E	Free Cash Flow Yield 2023E	ROE 2023E	Crecimiento BPA	
				2022E	2023E
B&H Equity/ B&H Acciones	13,9	6,1%	31,6%	16,8%	20,2%
S&P 500	17,6	nd	18,5%	6,9%	9,8%

(*) Las ratios están ponderadas por el peso de cada valor en la cartera

Fuente: Bloomberg y Buy&Hold

Tomando como referencia los beneficios estimados para 2023, nuestra cartera cotiza a un PER estimado de 13,9 veces, que es significativamente menor al del S&P 500 (17,7). Sin embargo, el retorno estimado sobre los fondos propios para 2023 es del 32% en B&H Equity frente a un 19% en el índice. Igualmente, **nuestra cartera supera por mucho al S&P 500 en el crecimiento estimado de los beneficios por acción (BPA)** de sus valores tanto para el año 2022 -en el que las empresas de B&H Equity/Acciones aumentaron un 17% frente a un 7% del índice- como para el año 2023, en el que esperamos que los BPA aumenten un 20% en B&H Equity/Acciones frente a un 10% del S&P 500.

En resumen, **nuestra cartera cotiza a una valoración menor que la del S&P 500 con una mejor calidad de las empresas, medida tanto en términos de retornos sobre el capital como en crecimientos pasados y futuros de beneficios.**

La razón para estas discrepancias que llaman mucho la atención a primera vista se resumen con una frase: el mercado no se le da bien distinguir lo bueno de lo malo tanto en momentos de pánico como de euforia. Expresado de otro modo, **cuando el agua cae arrastra todo, lo bueno y lo malo, sin hacer muchas distinciones a corto plazo.**

Yendo a casos concretos, entendemos que hayamos sido penalizados por no haber salido totalmente de PayPal, que llegó a estar muy cara, o por tener Meta, en la que han aparecido problemas serios durante los últimos doce meses. Sin

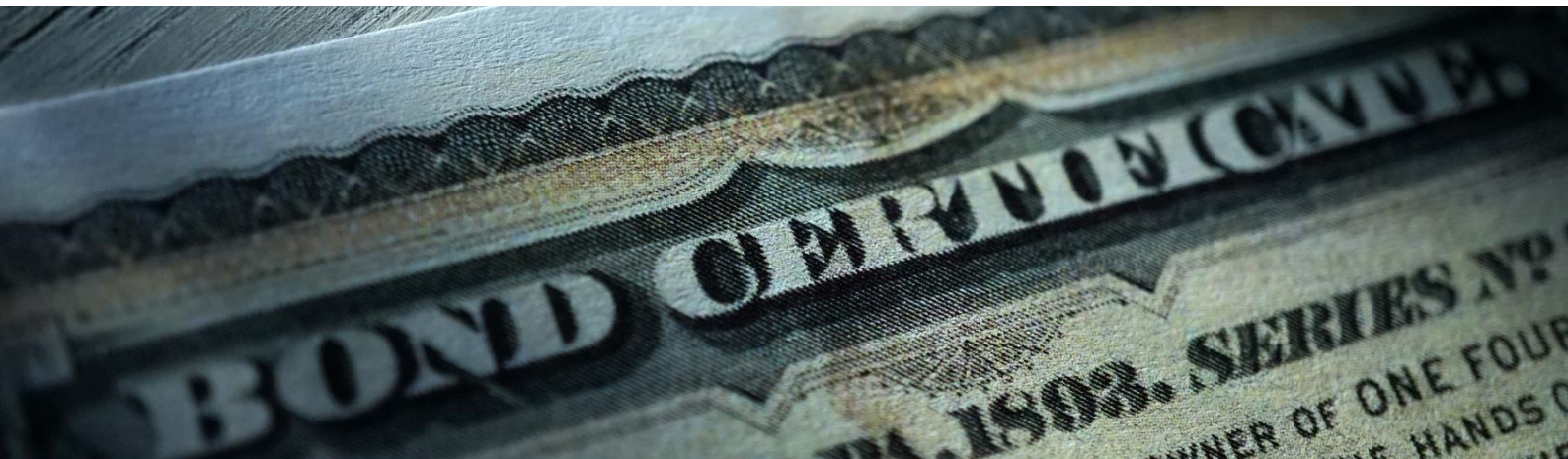
embargo, pensamos que no tienen sentido las caídas del 20%-40% en las acciones de **empresas de nuestra cartera cuyos beneficios han crecido precisamente a tasas del 20%-40%** en 2022 y esperamos que lo sigan haciendo en 2023. El *gap* que se ha creado entre el crecimiento de los BPA y las cotizaciones -o lo que es lo mismo, entre valoración y precio- es tremendo.

Por estos motivos, hemos hecho honor a nuestra marca y hemos mantenido (*hold*, en inglés) la mayor parte de la composición de nuestra cartera durante 2022. Es más, en este tiempo, nuestra convicción sobre la misma solo ha ido en aumento. Así, la rotación de B&H Equity ha sido de solo un 27% ajustado por compras y ventas. Es decir, **durante 2022 hemos cambiado únicamente uno de cada cuatro valores aproximadamente.**

Actualmente, la cartera la componen 33 valores, casi los mismos que a principios de año. Durante el año **hemos vendido cinco valores y hemos incorporado otros cinco** y se ha añadido un sexto por el *spin-off* de las acciones de Brookfield AM y Brookfield Corp. Las incorporaciones han sido todas de valores de pequeña capitalización (menos de 3.000 millones de euros), porque ciertamente ahí es donde están ahora las oportunidades. Adicionalmente, hemos aumentado el peso en algunos valores que ya teníamos y que han sufrido, como CIE Automotive.

En la carta semestral del verano pasado, les dijimos que -según nuestras estimaciones- **los valores que tenemos en cartera deberían cotizar en un par de años a precios que de media duplican las cotizaciones actuales.** Hoy les repetimos lo mismo. Si miran la tabla anterior, un PER estimado para 2023 de 13,9 veces en unos valores de tanta calidad y crecimiento es anormal. Es más, si avanzamos hacia las previsiones para 2025 este PER se acerca a las 10 veces, cuando si lo comparamos con los niveles históricos a los que han cotizado, debería estar más bien en el entorno de las 20 veces. Esto significa que nuestra cartera debería revalorizarse al menos un 100% desde ahora hasta 2025.

La mejor oportunidad de inversión en renta fija de la última década



El cambio de discurso de los bancos centrales nos llegó con la cartera de B&H Bonds/Renta Fija totalmente invertida. Y seguimos totalmente invertidos. Eso sí, **siempre en las emisiones donde en cada momento hemos percibido más valor**. Por eso, durante 2022 hemos aprovechado para ir subiendo de peso en bonos con grado de inversión.

Cuando los tipos de interés son altos, como actualmente ocurre, no es necesario 'complicarse la vida', si nos permiten la expresión. A lo largo de nuestra ya dilatada carrera, **no habíamos visto semejante cantidad de emisores de buena calidad crediticia -con grado de inversión- ofreciendo rentabilidades cercanas al doble dígito** en sus bonos. Por eso decimos que hoy por hoy estamos ante una de las mejores oportunidades de inversión en renta fija de la última década.

Además, también hemos nutrido nuestra cartera de más deuda de bancos y financieras que conocemos bien y venimos analizando en profundidad. Y también de más bonos del sector ocio y turismo, una industria sobre cuyo futuro tenemos una opinión muy buena. **Actualmente, la rentabilidad de la cartera a vencimiento es del 9,5%, con una duración media de 3 y un 40% de la misma está en emisiones con grado de inversión.**



En este escenario, por convicción en su potencial y solvencia, hemos incrementado peso en un bono subordinado de **Cajamar**, hasta convertirse en una de nuestras principales posiciones en renta fija. Es **una de las entidades financieras del mercado español que más ha reforzado su solvencia en los últimos años**, con una tasa de morosidad inferior al 3%, a la que, sin embargo, se le está exigiendo una *yield* que supera el doble dígito. Una oportunidad que hacía tiempo que no veíamos y que no hemos querido dejar pasar.

Es un ejemplo claro de nuestra estrategia frente a una inflación que no sabemos lo que va a hacer en el futuro. Y es que nadie lo sabe, en nuestra humilde opinión. Es evidente que las expectativas de inflación de los agentes económicos son bajas, a pesar del episodio de inflación que hemos tenido en los últimos doce meses, y que actualmente el principal elemento que sigue presionando al alza la composición del índice de inflación en EEUU es el **alquiler de vivienda** y el coste de adquisición de la misma. Lo normal es que el coste de la vivienda baje pronto, puesto que los precios inmobiliarios ya están corrigiendo en casi todas las geografías.

En nuestra opinión, **el mayor riesgo para la inflación futura es que los precios de hidrocarburos se disparen** en los próximos años por una crisis de la oferta. Especialmente, tras la guerra de Ucrania, que impactará sin duda a medio plazo en la producción de Rusia, uno de los dos mayores productores del mundo. Pero incluso esto es difícil de predecir, pues es un gran enigma saber cuál es la

capacidad real de producción de Arabia Saudí o cuáles son las reservas reales de hidrocarburos de esquisto en EEUU.

De lo que sí que estamos seguros es de que **los bancos centrales de EEUU y la Eurozona no permitirán que la inflación se mantenga mucho tiempo a estos niveles y, entonces, esperamos una fuerte revalorización de B&H Bonds/Renta Fija**. Más dada la actual rentabilidad del 9,5% de los bonos que mantiene en cartera, que es anormalmente alta, muy por encima de la inflación actual.

Los aprendizajes que extraemos de este año en renta variable



Al analizar nuestra trayectoria en 2022, **hemos detectado dos errores principales. El primero ha sido ser indulgentes con las valoraciones de algunas compañías del sector tecnológico** en las que, si bien redujimos el peso a finales de 2021, no fue suficiente. En algunos casos, como el mencionado de PayPal, deberíamos haber salido totalmente, pues la valoración era excesiva y la gestión de la empresa es mejorable, en nuestra opinión.

No obstante, creemos que las caídas en otras empresas de nuestra cartera **como Booking, Alten, Next Fifteen, Brookfield o CIE Automotive** -ligadas y ajenas al sector tecnológico- tienen poco o ningún sentido, ya que en este último año han reportado beneficios récord con fuertes crecimientos respecto a 2021. Y mirando a 2023, tanto el consenso de Bloomberg como nuestras estimaciones esperan que sus ganancias sigan creciendo con fuerza. Para

remate, las valoraciones son muy atractivas y, en todos los casos mencionados, son inferiores en términos de PER a la media del mercado.



El segundo error fue no haber visto los riesgos que presentaban algunas empresas como Meta (Facebook), que se ha convertido en un valor que está continuamente en las primeras páginas de los periódicos y de forma negativa. Su precio por acción cayó un 61% el año pasado, mientras que la estimación de mercado es que su beneficio por acción (BPA) caiga un 34%. Al precio de cierre de 30 de diciembre de 2022, la compañía cotizaba a un PER de 11,5 veces los beneficios estimados para 2024, una valoración muy poco exigente.

Este comportamiento tan duro en el mercado durante el año pasado puede atribuirse a que Meta tiene sobre la mesa tres problemas serios, causantes de su caída de beneficios en 2022:

- ➔ Debemos admitir que no vimos en su momento **el impacto que podía tener la aparición de TikTok** en la cuenta de resultados de Meta. Sin embargo, a pesar de ello, pensamos que el mercado puede haber sobrerreaccionado y, tal vez, está obviando que Meta está haciendo lo correcto ahora mismo. El lanzamiento de Reels a mediados de 2020 está haciendo un buen trabajo. Ciertamente, de ningún modo va a anular a TikTok, que ya ha adquirido un tamaño y unas barreras de entrada que lo dejarán como un importante competidor por los años venideros, sobre todo en el segmento de usuarios más jóvenes, pero al menos sí que parece que Facebook/Instagram han reaccionado de forma correcta y poco a poco la situación se va estabilizando.

- ➔ El impacto de los **cambios en la política de privacidad de Apple**, que ha hecho que la mayoría de los usuarios opten por la eliminación de las *cookies*, cuando se les ha dado la opción de elegir; y lo mismo es probable que pase con los usuarios de Android cuando Google aplique una política similar en el futuro.
- ➔ Su enorme **apuesta por el 'metaverso' con inversiones de unos 15.000 millones de dólares al año**, que es equivalente a la mitad del beneficio operativo de 2022, cuando todo lo relacionado con el metaverso es bastante inmaduro e impredecible en este momento. No obstante, estimamos que Meta va a invertir alrededor de 30.000-35.000 millones de dólares anuales durante 2022 y 2023, de los que el 80% se destinará a su negocio publicidad tradicional, según ha señalado el propio Zuckerberg. En concreto, a mejorar los sistemas de Inteligencia Artificial para poder operar en entornos de mayor privacidad. La cifra es más o menos la misma que invierte Alphabet, casi un 50% más que Microsoft y tres veces más que Apple.

Dicho todo esto, **cada día miramos nuestras inversiones como una página en blanco** y Meta enfrenta ahora estas serios desafíos que estamos monitorizando por si se complican en el futuro. No obstante, tenemos una visión positiva sobre Mark Zuckerberg como gestor y propietario de Meta y creemos que no es prudente subestimarlos. En consecuencia, no pensamos que esté tirando el dinero con sus enormes inversiones en Inteligencia Artificial. Es más, la experiencia muestra que este tipo de inversiones suelen dar alegrías a largo plazo.

Somos ciertamente más críticos y tenemos muchas más dudas con las inversiones en el 'metaverso'. Pero, poniendo todo en la balanza, el acierto en la trayectoria de las decisiones de Zuckerberg en el pasado, sus inversiones en Inteligencia Artificial que **pueden dar sorpresas positivas en los próximos años**, las barreras de entrada de su negocio, las posibilidades de monetización de WhatsApp todavía por desarrollar y su actual cotización con una valoración muy

inferior a la media del S&P 500 nos hace pensar que la acción de Meta puede sorprender positivamente desde su nivel actual.



Alphabet (Google) sufrió una corrección del precio por acción del 40% en 2022 que compara con una caída estimada del BPA del 14% en el mismo año. Al precio de cierre de 30 de diciembre, la compañía cotizaba a un PER de 14,2 veces los beneficios estimados para 2024. La magnitud de la caída en el precio de Alphabet del año pasado es difícil de explicar atendiendo a fundamentales. En los últimos cinco años (de 2017 a 2022), el BPA de Alphabet se ha multiplicado por 2,6 veces (un 162% de crecimiento) mientras que el precio de la acción solo se ha apreciado un 62%.

Aunque tanto los ingresos de Alphabet como los de Meta dependen totalmente del crecimiento del gasto publicitario en Internet, sus modelos de negocio son distintos. La publicidad de Alphabet es mucho más dirigida por la intención expresa del usuario y, en este sentido, es más fácil generar ingresos basados en el contexto que proporciona el internauta. Es decir, tiene mucha menos necesidad de cookies que en el caso de Meta. Adicionalmente, la robustez de su motor de búsqueda hace que no esté tan sujeto a la competición por el tiempo del usuario como en el caso de servicios más ligados al ocio, como las redes sociales o plataformas de *streaming*.

Es indudable que Alphabet tiene importantes desafíos por delante, como la creciente competencia de otros buscadores de Internet, el mencionado TikTok o las nuevas tecnologías de procesamiento del lenguaje como GPT-3. Sin embargo, consideramos que no será fácil superar la posición competitiva de

Alphabet, que **lleva 20 años siendo el líder absoluto de búsquedas**. Sin duda, hay que mirar de cerca todos estos desafíos, si bien consideramos que la acción ofrece una buena oportunidad a estos precios, pues su valoración por multiplicadores está muy por debajo de los del S&P 500.



En este repaso de lo ocurrido el año pasado, también merece una mención **EPAM Systems**. El proveedor de servicios de desarrollo de *software*, sistemas de seguridad, migraciones a la nube y soluciones de consultoría fue una de las protagonistas de nuestra anterior Carta Semestral por ser una de las incorporaciones en cartera de nuestro fondo. En este tiempo, la compañía ha superado sus propias expectativas de negocio y también las nuestras, adelantando rápidamente su plan de crecimiento. Tanto que en estos meses ha alcanzado **una valoración suficientemente elevada como para deshacer la posición y destinar el capital a otras opciones en las que estamos percibiendo mayor potencial**. La revalorización capturada para nuestros fondos con la inversión en esta tecnológica ha superado el 67%.

Y lo que el cambio de ciclo ha supuesto en renta fija



La cartera de renta fija ha tenido un desempeño negativo en el año, que sin embargo ha sido mucho **mejor que el de su índice de referencia**, como ya hemos señalado. Incluso a pesar de que 2022 fue el peor año en varias décadas en el mercado de renta fija global.

La razón para este mal desempeño del mercado de deuda internacional ha sido el fuerte ascenso ya comentado de los tipos de interés junto con el aumento de las primas de riesgo. El principal motivo por el cual B&H Bonds/Renta Fija ha obtenido mejores rentabilidades que las del mercado ha sido la **estructuración de la cartera para que su duración fuera lo más corta posible**. Algo que también se consiguió con la **toma de coberturas de tipos de interés**.

Esta estrategia- implementada mediante la **venta de futuros del bono español a diez años cuando su rentabilidad rondaba el 0,5%-** ha resultado ser tremendamente acertada. Conforme el rendimiento de la deuda pública fue aumentando, en lugar de huir con pánico de esta estrategia, preferimos seguir invertidos e ir modulándola hasta haberla deshecho por completo a finales del pasado noviembre, cuando el bono soberano cotizaba en torno al 3% de rentabilidad.

Con el establecimiento de estas oportunas coberturas de tipos de interés, la duración de la cartera total se redujo durante gran parte del año hacia el



entorno de cero. Por lo que se refiere al detalle de la cartera, **no hemos tenido ningún retroceso significativo por sí solo.**

Seguimos muy pendientes de la evolución de los mercados y sus inversiones, que también son las nuestras, les transmitimos un fuerte abrazo y les agradecemos su confianza por invertir con nosotros en los fondos que gestionamos. Lamentamos que el año pasado las rentabilidades no fueron las esperadas, pero estamos seguros de que **muy pronto su confianza se verá recompensada.** Les deseamos lo mejor para este 2023.

Julián Pascual

Rafael Valera

Antonio Aspas

Presidente

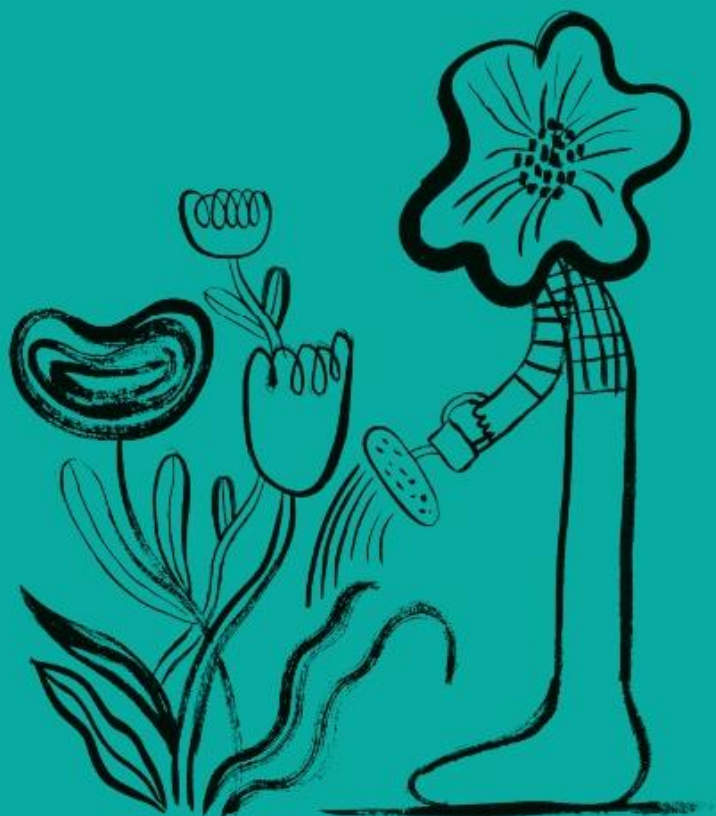
Consejero Delegado

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