

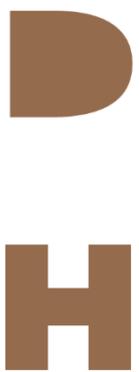


BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

Carta Semestral a Inversores

I Semestre 2023



Estimados inversores,

Este año ha comenzado bien para los mercados tanto en renta variable como en renta fija. En la primera mitad del 2023, el índice global de renta variable (MSCI World Total Return Net, neto de dividendos) ha subido un 12,6% en euros, el índice de renta fija de alta rentabilidad Bloomberg Euro High Yield ha ascendido un 5,2% y el índice europeo de renta fija Bloomberg Euro Aggregate, un 2,2%.



Sin embargo, a finales de octubre del año pasado, cuando los mercados estaban en su punto más bajo, de mayor volatilidad y pánico, recibíamos correos de reputadas casas de análisis global diciendo cosas (literalmente) como estas: "Falta mucho para ver el punto más bajo del mercado. Todavía no hemos visto nada de capitulación... pero ¡NADA! Y veremos muchísimo dolor, creo que posiblemente más que en la Crisis Financiera Global... Creo que veremos el S&P por debajo de los 2.000 puntos". Dado que en ese momento el S&P 500 estaba en 3.600 puntos, se sugería que al mayor índice de renta variable del mundo todavía le quedaba por caer... ¡un 45%! Y después de haber caído ya en el año más de un 20%. La realidad, sin embargo, ha sido que el índice no solo no ha caído, sino que ha subido cerca de un 25% desde entonces hasta hoy. Y eso sin contar los dividendos.

En nuestra Carta Semestral de hace un año ([julio de 2022](#)), les transmitíamos exactamente el mensaje contrario al del correo electrónico que hemos compartido con ustedes. Si recuerdan, decíamos que la caída del mercado en 2022 era una oportunidad única para invertir, porque es justamente cuando los mercados caen y hay pánico cuando los inversores que se atreven a invertir o a mantener sus posiciones obtienen rentabilidades extraordinarias.

Los mensajes extraídos de este correo son muy indicativos de cómo funcionan los mercados y muchos agentes que trabajan en ellos. Cuando hay pánico, recomiendan vender. De igual modo, es frecuente que recomienden comprar cuando hay euforia. Por eso, muchos inversores exitosos suelen adoptar una estrategia que en inglés se denomina *contrarian* y que consiste básicamente en hacer lo contrario al sentimiento dominante en el mercado. Es decir: cuando hay euforia, vender y cuando hay pánico, comprar. Esta idea está bien sintetizada por uno de los mejores inversores de todos los tiempos, John Templeton:

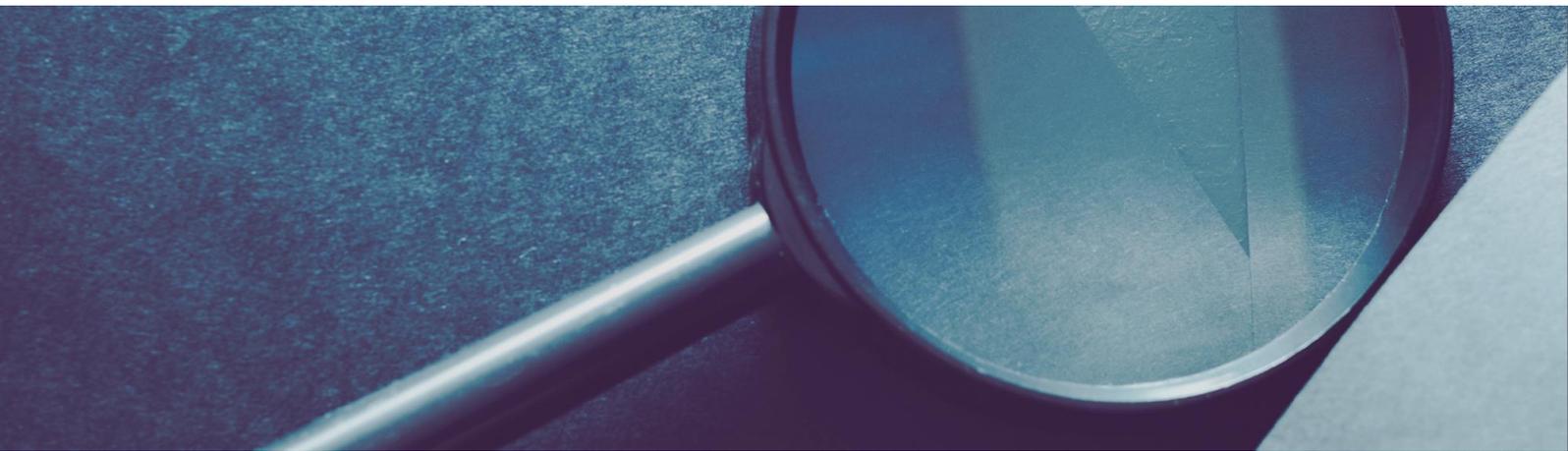
“Los mercados alcistas nacen en el pesimismo, crecen en el escepticismo, maduran en el optimismo y mueren en la euforia”

De momento, en lo que va de año, esta frase se está cumpliendo a rajatabla, como suele ser habitual. A mediados de 2023, ya hemos pasado el momento de enorme pesimismo que tuvo lugar a finales del 2022, y estamos en un momento de escepticismo. Los mercados siguen subiendo, a pesar de que la opinión dominante es escéptica: es decir, que vamos a caer, que esta subida no es sostenible y que nos espera una gran recesión, donde los mercados nuevamente corregirán con fuerza.

En Buy & Hold no tenemos ni idea de lo que va a ocurrir en el futuro, pero hay dos cosas que tenemos claras. La primera es que se está desarrollando un mercado alcista en un entorno escéptico, lo que indica que es probable que todavía haya bastante recorrido. Y la segunda es que, en términos generales,

tanto las acciones como los bonos -salvo excepciones- están muy baratas, a pesar de que esta opinión es minoritaria. De hecho, pensamos que hacía muchos años que no lo estaban tanto. A continuación, explicamos por qué.

¿Están caros los mercados de renta variable?



Si tomamos como referencia el S&P 500, que es el principal índice de renta variable americana y constituye un 70% aproximadamente de los índices de renta variable global, a cierre del primer semestre del año cotiza a un multiplicador de beneficios de 18,5 veces conforme a estimaciones para 2024 y de 16,8 veces conforme a estimaciones para 2025, según Bloomberg. Esto, a primera vista, no parece barato. Sin embargo, si en el cálculo del PER excluimos a cinco empresas (Apple, Microsoft, Nvidia, Tesla y Amazon) y dejamos el índice con 495 valores, el multiplicador se reduce a 16,3 veces para 2024 y 15,0 veces para 2025, lo que está en línea con los multiplicadores históricos de la bolsa de 14-15 veces. Si avanzamos más y dejamos de lado las grandes empresas y miramos el PER del S&P 600, que es un índice de 600 valores americanos de pequeña y mediana capitalización, entonces el PER baja a 12,5 veces para el ejercicio 2024 (para 2025, Bloomberg no proporciona estimaciones).

Evolución PER índices S&P

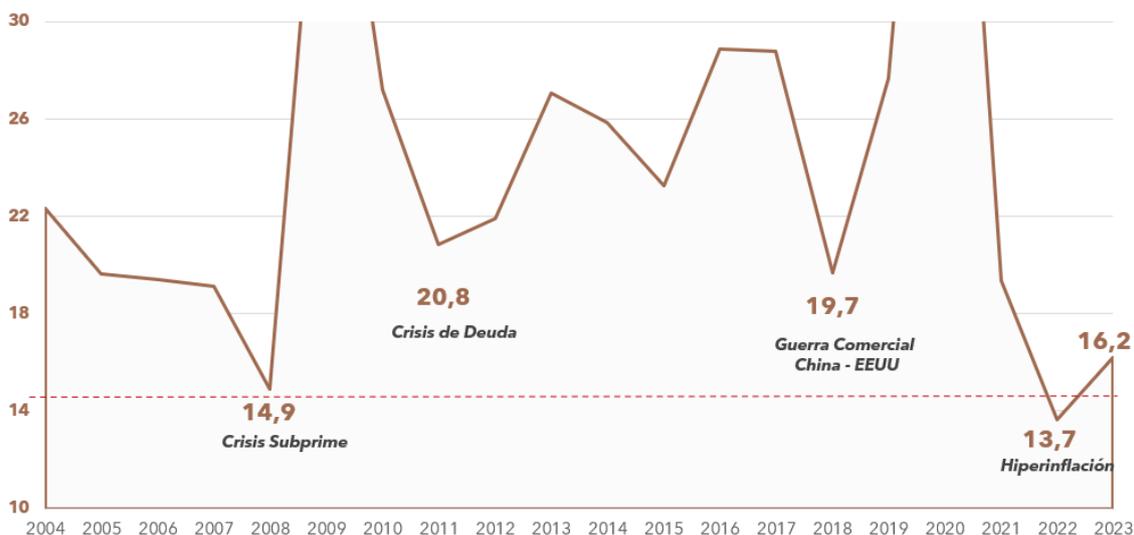
	2024e	2025e
PER S&P 500 (*)	18,5x	16,8x
PER S&P 500 (**) excluyendo	16,3x	15,0x
PER S&P 600 (*)	12,5x	nd



(*) Datos extraídos de Bloomberg
 (**) Ajustado por Buy & Hold, usando datos de Bloomberg

En el siguiente gráfico se recoge la evolución del PER del S&P 600 en los últimos 20 años. Ahí podemos ver que tenemos que remontarnos a 2008, el peor año de la Gran Crisis Financiera de las *subprime*, para que este índice cotizara a multiplicadores sobre beneficios semejantes a los que cotiza actualmente.

Evolución PER histórico S&P 600



Pero si seguimos profundizando y examinamos los valores de mediana capitalización que tenemos en cartera, entonces el PER baja a 10,7 veces conforme a estimaciones para 2024. En concreto en la tabla que mostramos a continuación ponemos el ejemplo de nueve valores que tenemos en cartera. Vemos cómo su cotización de media ha bajado un 1% desde máximos del año

2018 y, sin embargo, el beneficio por acción (BPA) estimado para este año es un 68% superior al del 2018 (lo que equivale a una TAE del 11%). A pesar del aumento de beneficios en este periodo, cotizan a un PER estimado de 12,2 veces para estimaciones de 2023 y 10,7 veces para estimaciones de 2024.

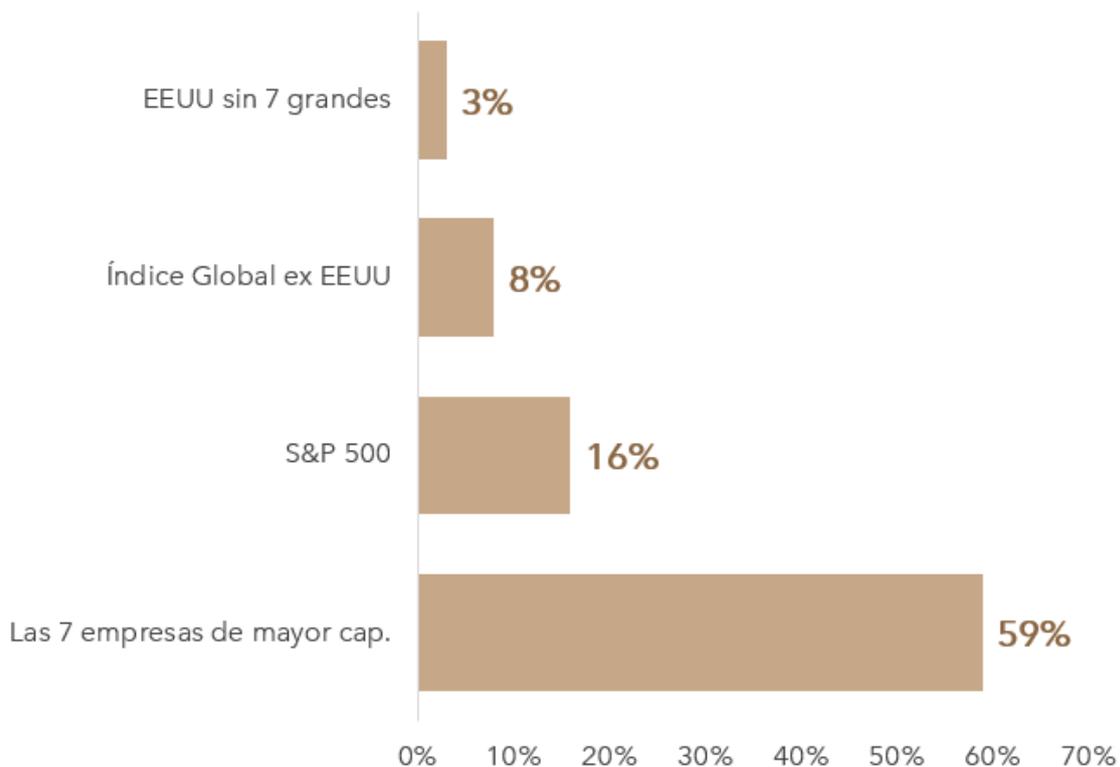
Evolución valores en cartera

	Precio actual (moneda local)	Sector	Capitalización (Millones €)	Variación Precio Max. 2018	Variación BPA (*) 2023e - 2018	PER 2023e	PER 2024e
Vidrala	87,7	Industrial	2.670	22,3%	88,3%	10,4	10,7
Catalana Occidente	28,2	Seguros	3.384	-25,4%	50,2%	6,4	6,4
Cie Automotive	28,2	Automóvil	3.398	-10,6%	54,2%	10,3	9,1
Nagarro	83,8		1.140	-7,9%	153,6%	14,8	10,9
SS&C	60,6	Servicios IT	13.732	2,1%	66,4%	12,5	13,8
Alten	141,9		4.853	55,9%	84,8%	16,4	14,0
MTY Food	60,59	Restauración	1.031	-17,2%	25,0%	12,8	11,1
Ryman Healthcare (**)	6,67	Inmobiliario	2.589	-52,7%	22,0%	13,3	10,6
Summerset (**)	9,6		1.272	23,1%	71,1%	12,5	9,6
Media			3.785	-1,2%	68,4%	12,2	10,7

(*) BPA = Beneficio Por Acción

(**) PER calculado sobre beneficio subyacente

La evolución de los mercados este primer semestre ha estado condicionada por el excelente desempeño de los valores de mayor capitalización del mundo, sobre todo aquellos tecnológicos, que han empujado los índices hacia arriba. En el siguiente gráfico, se puede ver la evolución del S&P 500 en lo que va de año y cómo quedaría su rentabilidad si excluimos las siete empresas de mayor capitalización que han subido cerca de un 60% de media en el año. Sin ellas, el mercado americano ha estado prácticamente plano.

Rentabilidad primer semestre 2023

Fuente: Bloomberg

En resumen, no compartimos la visión de que los mercados de renta variable están caros, aunque sí que creemos que hay un puñado de empresas de enorme tamaño y que tienen un gran peso en los índices que sí que lo están. En Buy & Hold hemos aprovechado esta oportunidad para reducir peso en algunos de estos grandes valores (Alphabet, Microsoft, LVMH y Amazon) y aumentar en valores de pequeña o mediana capitalización de gran calidad que están muy infravalorados. En concreto, durante el semestre hemos entrado en Grupo Catalana Occidente y CarMax y hemos aumentado peso en varios valores de menor tamaño que ya teníamos en cartera.

¿Están caros los mercados de renta fija?



Sin duda, uno de los hechos más significativos que han marcado la evolución de los mercados en esta primera mitad de 2023 ha sido la inesperada crisis de la banca estadounidense, que se cobró en Silvergate Bank su primera víctima en los primeros días del pasado marzo. Después, con solo unos días de diferencia, fueron llegando los colapsos de Silicon Valley Bank, Signature Bank y First Republic Bank.

Desde nuestro punto de vista, más allá de la evidente concentración de negocio de algunas de estas entidades en el sector tecnológico, este episodio se ha tratado de una nueva crisis de confianza en la banca. Hoy en día, no hace falta ver colas como las del año 2007 a las puertas de Northern Rock -el banco británico que cayó un año antes que Lehman Brothers- para ser blanco de una gran estampida de depósitos. Ahora, la fuga se produce a través de transferencias digitales sin ruido ni imágenes de pánico en cada sucursal e incluso con nocturnidad durante el fin de semana. Con la retirada de los clientes de mayor tamaño, como algunos fondos de inversión especializados, puede ser suficiente para desencadenar la quiebra. Solo en las primeras 24 horas desde su señalamiento, Silicon Valley Bank llegó a registrar órdenes de retirada de depósitos por 42.000 millones de dólares. Por tener un orden de magnitud, el Estado español inyectó en Bankia 19.000 millones de euros.

El desencadenante de esta crisis de confianza, a nuestro modo de ver, ha sido el temor ante el posible impacto que las subidas de tipos de interés en curso podrían tener sobre los balances de estos bancos, que no habían procedido a un correcto y conveniente casamiento de tipos. Para nosotros, que hemos trabajado en banca, resulta sorprendente y hasta difícil de entender, puesto que lo habitual y más sano es que las carteras siempre estén cubiertas. Y a tipos variables.



Con este clima, se genera el entorno propicio para el ataque de los cortos, que una vez más han ido a por aquellos bancos que percibían como más débiles. Y el débil en Europa se llamaba Credit Suisse, que crisis tras crisis se había colocado en el ojo del huracán desde hacía un tiempo. Las palabras de Al-Khudairy, presidente del Banco Nacional Saudí -principal accionista de Credit Suisse con un 9,88% de su capital-, que el 15 de marzo rechazó la participación de la institución estatal saudí en una hipotética nueva ampliación de capital fueron el detonante final para que esta crisis saltase el charco. Así como el famoso "whatever it takes" de Mario Draghi supuso un cortafuegos para la crisis de deuda europea hace ahora 11 años, las declaraciones del financiero árabe sirvieron en esta ocasión para prender la mecha.

En medio de este panorama, cuando el mercado comenzaba a colocar a Credit Suisse en el disparadero, en Buy & Hold decidimos deshacer con agilidad nuestras posiciones en deuda sénior del banco como estrategia de prudencia. Vendimos el lunes 13 de marzo nuestros bonos de la emisión con vencimiento

en 2026 a precios de 84 y apenas cuatro días después, el viernes 16 de marzo, su valoración había caído hasta 60 y sin ninguna liquidez. Después, los hechos se precipitaron y el domingo 19 de marzo se anunció que UBS absorbería Credit Suisse, haciendo caer a cero el valor de su deuda perpetua y valorando todas sus acciones en 3.000 millones de francos suizos, lo que fue un hecho sin precedentes por el que hoy se han comenzado diversos pleitos. Al día siguiente, procedimos con la misma agilidad que una semana antes. Sin embargo, esta vez para vender los bonos que teníamos de UBS y adquirir en su lugar títulos de Credit Suisse con una prima de *yield* de más de 100 puntos básicos frente a sus comparables emitidos por UBS.

Un movimiento táctico y oportuno fruto de nuestro constante seguimiento del mercado y estudio de emisor por emisor. En este caso, estar en el mercado en medio del desconcierto y dudas de muchos nos permitió conseguir una rentabilidad extra para nuestros partícipes al confiar en que Credit Suisse terminaría siendo UBS, como anunciaron las autoridades suizas un día antes y se ha confirmado con la integración formal de las dos entidades el pasado 12 de junio.

Nuestra opinión es que UBS va a volver a ser más parecido a la entidad histórica que fue antes de la quiebra de Long-Term Capital Management en 1998 y que tratará de acercarse a la 'AAA' que tenía antes de la absorción de Swiss Bank Corporation. Y es que los suizos harán lo que tengan que hacer para recuperar el banco más solvente del mundo, porque en ello se juegan también el propio país. En esta línea, vemos un nuevo UBS mucho más conservador, menos dedicado a la banca de inversión y más focalizado en la gestión de activos y patrimonios, que es un negocio de menor margen, pero de muchísimo menos riesgo.

No contentos con este movimiento de cartera, y percibiendo una clara oportunidad de valoración, ese mismo 20 de marzo, aprovechamos este escenario con la compra de bonos Tier 1 de Abanca a precios de 87 y con una

yield del 35% a su primera *call*, prevista para octubre de este año. Sin embargo, este mismo viernes 14 de julio, nos los ha recomprado a 100 la propia entidad, mientras que ha lanzado una nueva emisión de estos papeles con una rentabilidad del 10,625%. Unos números todos ellos que siguen por encima de lo que era habitual antes de la crisis de Credit Suisse, a pesar de que las circunstancias del banco español no han cambiado en lo más mínimo.

Además, aquella misma cuarta semana de marzo construimos una nueva posición en CoCos de BBVA, incorporamos bonos Tier 1 de CaixaBank, incrementamos la inversión en perpetuos de Ibercaja y subimos peso en bonos subordinados de Cajamar hasta el máximo que permite el folleto de nuestro B&H Flexible. El resultado de estos movimientos es una posición del 21% en CoCos y deuda subordinada en B&H Bonds (y B&H Renta Fija) y del 23% en B&H Flexible.

El grueso de esta posición -que ha supuesto el mayor movimiento en nuestra cartera de deuda en el semestre- está en bancos muy capitalizados, en su mayoría no cotizados -y, por tanto, sin riesgo de ser presa de los cortos-, con cifras de mora muy inferiores a la media del sector y tasas de cobertura muy superiores a las de sus rivales. Hoy por hoy, con *yields* que alcanzan el doble dígito en Cajamar, Ibercaja o Abanca, vemos el riesgo asumido en estas posiciones muy bien recompensado. De hecho, los perpetuos de Ibercaja estaban por encima de 103 antes del episodio con Credit Suisse, que llevó su precio por debajo de 90. ¿Qué había cambiado en la entidad española entre medias? Absolutamente nada.

Por todo ello, no tenemos prisa en deshacer esta posición. Solo lo haremos una vez que veamos que el riesgo ha sido suficientemente recompensado frente a otras alternativas en las que consideremos que podemos capturar mayor valor. Solo debemos tener algo de paciencia. De hecho, a lo largo de este semestre, Unicredit ha amortizado anticipadamente la emisión de AT1 que teníamos en cartera y ha anunciado que a los precios que está exigiendo el mercado no va

a emitir más. Además, BBVA ha lanzado la primera emisión de CoCos posterior a esta última crisis de confianza en la banca con un cupón anual del 8,375%, que es menos de lo que pagan los bonos perpetuos de este mismo emisor que nosotros tenemos en cartera.

Es importante tener en cuenta que actualmente, y a pesar de haber aumentado la exposición a bonos Tier 1 del sector bancario, nuestra cartera de grado de inversión en el fondo B&H Bonds (y su espejo español B&H Renta Fija) supone el 65% del total de bonos que tenemos. Aun así, la rentabilidad de este fondo en el peor escenario (*yield to worst* en inglés), es decir, si no nos recompran ningún bono anticipadamente, es del 7,7%. En el caso de la cartera de bonos del fondo B&H Flexible, la rentabilidad es del 10,7%. Este dato compara con una rentabilidad del bono español a 10 años del 3,5%, del alemán del 2,5% y de las letras del Tesoro del 3,8% y, a su vez, con la inflación, que en su tasa general del pasado junio fue del 1,9% mientras que en la subyacente fue del 5,9%, en línea con la de otras grandes economías europeas. Por lo tanto, estamos invertidos a tipos de interés reales positivos, protegiéndonos de la inflación.

No parece que los bonos que tenemos en nuestra cartera estén muy caros. Más bien, pensamos, que están baratos o, mejor dicho, que el riesgo que asumimos es moderado y muy bien retribuido.

Re-enfocamos el fondo B&H Deuda



Nuestro fondo B&H Deuda nació hace poco más tres años con la vocación de servir de 'puerta de entrada' al mundo de la inversión para aquellos partícipes muy conservadores; sin experiencia alguna en todo lo que no sea depósitos remunerados de banca y que podrían haber considerado que nuestro fondo B&H Renta Fija era demasiado arriesgado o volátil para ellos.

En este periodo, el fondo ha obtenido varios reconocimientos como las **cinco estrellas Morningstar**, la más elevada calificación que otorga este portal, y actualmente se encuentra en máximos históricos de rentabilidad, así como líder de su categoría desde su lanzamiento. En línea con el plan que anunciamos en marzo, finalizaremos este mes de julio con un 90% de la cartera en bonos *investment grade* gracias a la reinversión de vencimientos de los pocos bonos *high yield* que aún tenemos.

A final de año, nuestro objetivo es alcanzar el 100% de la cartera en *investment grade*, duraciones de entre 1 y 3 años y con la meta de obtener al menos un 25% más de rentabilidad que las letras del Tesoro que tanta euforia suscitan entre los inversores más conservadores. Nuestra hoja de ruta se va cumpliendo y nuestra meta también, pues en la primera mitad de año aportamos una rentabilidad del 2,5% a los partícipes de nuestro fondo de perfil más

conservador frente al 1,2% que han rendido las letras del Tesoro español en el mismo periodo.

Como siempre, no queremos dejar pasar esta oportunidad sin agradecerles la confianza que depositan en nosotros. Ya saben que gestionamos sus ahorros con el mismo interés y pasión con que lo hacemos con nuestro propio dinero y el de nuestros amigos y familiares, que también está invertido en los fondos de Buy & Hold. Les deseamos un agradable verano, un merecido descanso y esperamos que lo que queda de año depare más sorpresas positivas financieramente, como lo ha hecho hasta ahora.

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.

D

H