



Carta a Inversores
20 de marzo de 2020

Valencia, 20 de marzo de 2020

Estimado inversor/a,

Le escribimos primero de todo **deseando que esté bien** y que si tiene a alguien convaleciente pueda recuperarse lo antes posible. Todos los que componemos Buy & Hold estamos bien, gracias a Dios.

Desde comienzos de semana, la mayor parte de **nuestro equipo trabaja desde casa**, y todos los servicios y operaciones de la firma funcionan con normalidad. Desde que nos convertimos en gestora, todos nuestros procedimientos estaban diseñados en la nube para poder operar desde cualquier lugar en caso de necesitarlo. Debido a las actuales y lamentables circunstancias, hemos podido comprobar que **todas las operaciones funcionan perfectamente**.

En segundo lugar, queremos darle las **gracias por su confianza en momentos tan difíciles** para sus inversiones en nuestros fondos. Gracias a ella, durante el mes de febrero -y lo que llevamos de marzo-, **hemos tenido entradas netas de dinero**, tanto en nuestros fondos de renta variable como en los mixtos y de renta fija.

En tercer lugar, pedirle disculpas porque hemos esperado un poco a ponernos en contacto con usted. Así ha sido porque **necesitábamos tiempo para analizar detenidamente la situación inédita que vivimos**. Ninguno de nosotros somos médicos ni teníamos formación alguna en pandemias de enfermedades contagiosas; por lo que hemos necesitado más tiempo de lo normal para alcanzar una respuesta fundamentada a lo que está pasando. Después de estos días, los socios de Buy & Hold –sin ser expertos- nos hemos familiarizado con los informes científicos y fuentes informativas acerca del virus y su propagación.

De los escenarios posibles al comienzo de la crisis, nos encontramos actualmente en uno de los peores que consiste en una rápida expansión del Covid-19 por todo el mundo, con una ausencia de tratamientos eficaces en el corto plazo; y el consiguiente confinamiento de toda la población civil en sus casas, con efectos devastadores para la economía y las finanzas.

Sabemos muy bien que los mercados de capitales se mueven por dos tipos de expectativas: los fundamentos económicos, que son objetivos, y las valoraciones personales, que, por definición, son subjetivas. Los elementos objetivos definen los movimientos a largo plazo, y los subjetivos, a corto plazo.

El impacto objetivo de esta crisis posiblemente será mucho menor que la Gran Recesión del 2008, como veremos más adelante. Pero el impacto subjetivo, al menos en este momento, es mucho mayor. En uno o dos días, en muchos países europeos se ha producido un brusco movimiento de “no pasa nada” a encontrarnos encerrados en casa sin saber si podremos pagar la hipoteca; mantener el trabajo; o a estar sin ingresos y con muchos gastos, si eres un autónomo o un pequeño empresario. La lenta respuesta de las autoridades gubernamentales, tanto a nivel nacional como europeo, ha originado una pérdida importante de confianza de todos los agentes económicos. Y así se ha visto reflejado en los mercados.

Pero **objetivamente: ¿qué está sucediendo?** Si analizamos los datos disponibles, podemos sacar las siguientes conclusiones:

- **Esta crisis tiene su inicio en China, donde el virus golpeó primero.** El gigante asiático es enorme, con una economía productiva totalmente conectada comercialmente con el resto del mundo. El 23 de enero las autoridades lanzan una cuarentena en la ciudad de Wuhan, el foco de la epidemia. Durante los siguientes días, diversos tipos de confinamiento se extienden a otras ciudades del país. El 4 de febrero, se llega al pico de contagios diarios. A mediados de marzo, los contagios se han reducido a 20-30 casos diarios, en su mayor parte exportados del exterior. Es decir, China ha conseguido controlar la pandemia y reanudar la actividad 40 días después del confinamiento de su población.
- **Los principales laboratorios del mundo están trabajando sin descanso para encontrar soluciones en tres líneas de trabajo.** La primera consiste en aumentar a gran escala la capacidad de elaboración del test. Esta solución ha permitido a Corea del Sur controlar la epidemia a tiempo, sin confinamiento de la población. Es decir, continuando con la actividad económica normal. La segunda línea pasa por encontrar algún antiviral/medicamento eficaz, que reduzca o elimine la gravedad de la epidemia, y permita descongestionar los hospitales. En este terreno, hay varias opciones en marcha; y no es de extrañar que haya noticias positivas pronto. Por último, se está trabajando en la elaboración de una vacuna que eliminaría totalmente el problema, aunque esta última opción posiblemente tardará hasta un año en llegar.
- El Coronavirus causante del COVID-19 es extremadamente contagioso. Sin medidas de contención, el número de afectados se triplica cada semana; lo que significa que, incluso si algún país no quisiera -o no pudiera- establecer medidas de contención, el pico de la epidemia posiblemente se alcanzaría en mayo. Y a partir de ahí las cosas mejorarían. Es decir, incluso en el peor escenario, **el impacto económico y personal sería muy intenso pero muy corto en el tiempo.**

La conclusión que podemos sacar es que la epidemia tendrá un impacto económico intenso pero corto; bien por el éxito del confinamiento domiciliario; bien porque se realicen test masivos a la población; o bien porque se encuentre una vacuna o un medicamento eficaz. En cualquier caso, estamos a una distancia de entre uno y dos meses de llegar a lo peor. Y a partir de ahí, la situación mejorará y se podrá restablecer gradualmente la actividad económica.

La gran duda es si este impacto corto pero intenso podrá tener un efecto más duradero en la actividad económica. Sobre todo en la medida en que pequeñas empresas - especialmente aquellas que ya arrastraban problemas- no sobrevivan al parón y se inicie una bola de nieve que arrastre a otros sectores. Es imposible saber en este momento que sucederá. Pensamos, no obstante, que el impacto en un escenario de parón total de 2 ó 3 meses, será mucho mejor a medio plazo que el de otras crisis como la gran recesión del 2008. Y esto es así entre otras cosas porque en aquel momento, los balances de los bancos –el corazón del sistema capitalista- estaba dañado a gran escala por hipotecas basura sin ningún valor. Una crisis de crédito como la de entonces no se recupera en meses sino en muchos años; y tras mucho sufrimiento y el aumento muy importante del paro. En cambio, un parón económico de 2-3 meses, puede tener un impacto mortal en una empresa que arrastre problemas, pero en una empresa líder o rentable el impacto será pequeño.

Recuerden esto: llevamos 25 años trabajando en los mercados, y nuestra experiencia nos dice que SIEMPRE las bolsas se anticipan. Así que no esperen a ver una recuperación cuando la situación esté totalmente despejada. De hecho, creemos que las bolsas rebotarán con fuerza mucho antes, cuando la situación aún sea muy incierta. Como ejemplo tenemos lo acontecido en la crisis del 2008, en el que las bolsas europeas hicieron mínimos en 2009, aún cuando la recuperación económica no se inició hasta el 2012.

ESTRATEGIA EN RENTA VARIABLE

En la jerga bursátil, el Coronavirus es un “**cisne negro**”. Es decir, un evento con un impacto catastrófico, totalmente imposible de predecir. Es imposible por definición anticiparse a estos eventos. Sin embargo, es posible (e inteligente) posicionarse para cuando el evento desaparezca, y las cosas vuelvan gradualmente a la normalidad.

Así en nuestra cartera de Renta Variable, **no hemos aumentado la liquidez, porque creemos que las bolsas van a recuperar** aunque sea imposible anticipar cuando. Si tuviéramos una bola mágica -y supiéramos qué van a hacer las bolsas el próximo mes-, venderíamos todo -o compraríamos todo- en función de esta información. Sin embargo, sin esta información y después de una corrección de entre el 30-40% desde máximos, **creemos que es mucho más inteligente posicionarnos para una recuperación.** No sabemos si la bolsa seguirá cayendo la próxima semana, pero sabemos con seguridad que tarde o temprano la situación mejorará. Y antes de que esto suceda, las bolsas recuperarán.

Si nos permiten la expresión, “el manual del buen inversor” dice que, en fuertes correcciones del mercado, lo más inteligente es concentrar las inversiones en los valores de mayor calidad. Cuando todo cae, el mercado no distingue entre bueno y malo y surgen oportunidades para comprar lo bueno a precios realmente atractivos. Nuestra cartera que a mediados de febrero era de más de 30 valores se ha reducido a 25 de alta convicción y altísima calidad. Entendiendo por tal:

- Empresas de altos retornos sobre los fondos propios (20% al menos a lo largo del ciclo).
- Con fuertes barreras de entrada que protegen sus negocios
- Sin deuda o con deuda muy limitada y en ningún caso con riesgo razonable de quiebra.
- Con excelentes equipos directivos.

Así las cosas, pensamos que cuando la situación se despeje, nuestra cartera debería darnos muchas alegrías. **Las perspectivas de buenos retornos a medio plazo son muy esperanzadoras y creemos firmemente que aquellos que tengan el aplomo y la paciencia de aguantar este momento complejo se verán recompensados.**

ESTRATEGIA EN RENTA FIJA

El miedo a las consecuencias económicas que pueda tener el Coronavirus Covid-19 ha supuesto que los diferenciales de crédito de la deuda *high yield* hayan aumentado más de 500 puntos en un mes -hasta los 800 puntos básicos-; y que los diferenciales de la deuda corporativa con grado inversión lo hayan hecho en 60 puntos.

Estos movimientos son muy superiores a los vividos en 2018, siendo la última vez que había habido un repunte similar cuando las primas de riesgo sufrieron la crisis financiera de 2008.

Los **movimientos que hemos realizado en la cartera de Renta Fija** han sido, por un lado, **aumentar la liquidez para intentar invertir a mejores precios.** Y, por otro, **rotar ligeramente la cartera hacia empresas que consideramos más atractivas**, tanto desde un punto de vista de seguridad como de rentabilidad.

También hemos procedido a **cerrar las coberturas que teníamos sobre los bonos españoles a 10 años.** Ya que si por un lado el gasto público debería aumentar; por otro esperamos un apoyo decidido del Banco Central Europeo, que vuelva a reducir la rentabilidad de los bonos de gobiernos.

Históricamente, siempre que se han producido movimientos similares, los inversores en renta fija han obtenido rentabilidades de dos dígitos en los meses siguientes, por lo que estamos seguros de que esta vez volverá a ser igual.

Creemos que el coronavirus, como tantos otros eventos anteriores (el fin de la burbuja .com, el 11-S, la gran recesión del 2009, la crisis del euro...) **se verá en unos meses como una gran oportunidad de inversión.**

Deseando a todos que muy pronto podamos volver a encontrarnos, y mirar a esta situación como un bache en el camino; y estando seguro de que esta situación nos hará mejores personas e inversores, nos despedimos.

Un abrazo a todos y a sus familias.

Julián Pascual
Presidente

Rafael Valera
Consejero Delegado

Antonio Aspas
Consejero

