

Estimado partícipe,

Durante el último trimestre de 2023, la rentabilidad del fondo ha sido del +2.27%, acumulando un retorno desde constitución (abril 2021) del +12.58%.

Gamma Global cierra el año con una rentabilidad del +4.46%. De esta manera, el fondo finaliza su tercer año de vida cumpliendo con los objetivos de rentabilidad, volatilidad y preservación del capital. El fondo ha generado una rentabilidad anualizada del 4.5% con una volatilidad inferior al 5%, y lo que es más importante, un drawdown máximo y muy puntual del 4%, sin ningún año natural en negativo.

Obtener estas métricas en un vehículo con enfoque de preservación de capital no ha sido nada sencillo, especialmente en los últimos 3 años. En abril de 2021, la fecha de constitución del fondo, el bono americano a 10 años ofrecía una rentabilidad del 1.6% anual y la inflación promediaba un 4.2%. Hay que recordar que, a pesar de que este dato marcaba máximos de la última década, se consideraba temporal e impactado por el efecto base de la pandemia, así que la FED mantenía los tipos en 0. Por otra parte, la situación en Europa no era diferente, con el Euribor en terreno negativo.

En este entorno, los inversores conservadores se veían obligados a tomar riesgos. Mantenerse en efectivo “costaba dinero”, por lo tanto, los inversores estaban forzados a incrementar la duración de su cartera de renta fija o el peso en renta variable para evitar las pérdidas.

Gamma Global cerró 2021 con una rentabilidad del +4.8%. Echando la vista atrás, este año fue el más sencillo, pero también el más importante. Fue fácil porque si excluimos la posición de efectivo y aquellas empresas “hiper growth” que cotizaban a múltiplos desorbitados y cuya calidad del negocio estaba extremadamente sobrevalorada, el resto de los activos tuvieron un comportamiento positivo, sin mucha volatilidad. Aunque también es cierto que los bonos gubernamentales y los de alto grado de inversión cerraron el año con ligeras pérdidas. Sin embargo, enfatizamos que fue un año clave, pues una gran parte de la comunidad inversora, presa del dinero fácil y la escasez de alternativas (TINA – “There Is No Alternative”), cometió excesos y tomó riesgos que se acabarían pagando en 2022. Por otra parte, en Gamma Global sentamos las bases de la cartera actual. Iniciamos posiciones en emisiones con nombres como Golar, Nagacorp, Navigator, Sacyr, Jaguar, Teva o Euronav que seguimos manteniendo como posiciones relevantes debido a su excelente rentabilidad/riesgo, junto a otras que han sido recompradas por sus emisores tales como Aryzta, Teekay o OCI.

El año 2022 fue muy negativo para prácticamente todos los activos, especialmente aquellos más defensivos. Los mercados de renta variable experimentaron fuertes correcciones, con el S&P 500 retrocediendo un 18%, siendo el séptimo peor año desde 1928. Sin embargo, la peor parte recayó en los inversores de renta fija. Este año marcó el peor registro en toda su historia, con el bono americano a 10 años terminando -18%. El aumento y resiliencia de la inflación obligó a los bancos centrales a aumentar apresuradamente los tipos de interés. En concreto, la FED aumentó las tasas hasta el 4.3% desde el 0% un año antes.

En este escenario apocalíptico, Gamma Global cosechó una rentabilidad positiva del +2.85%. La tipología de inversión, aplicando el value investing a la renta fija, nos permitió preservar el capital en un año tan complejo, a la vez que preparábamos la cartera para 2023, incrementando el peso de la renta fija en detrimento de la posición de efectivo y renta variable.

Por último, 2023 ha sido un año muy favorable para la renta variable, aunque con mucha dispersión. Los siete magníficos, gracias al surgimiento de la Inteligencia Artificial como tendencia estructural, han monopolizado la atención de los inversores. El S&P 500 bate al S&P de igual ponderación en un +12.4%, el segundo mayor número desde 1971 (el mayor fue en 1998, poco antes del estallido de la crisis puntocom). Este “overperformance” es debido a siete valores (Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet, Meta Platforms y Tesla) que tienen una elevada ponderación en el índice y, en su conjunto, han subido más del 100% en el año. Además, los inversores se han centrado en empresas de crecimiento descontando las posibles bajadas de tipos en 2024. Así, el Russell 1000 de crecimiento supera por un +31% al Russell 1000

value, siendo también el segundo mayor registro desde que existen datos (1979). El mayor registro se produjo en 2020.

Por otra parte, la renta fija ha cerrado en positivo gracias al buen rendimiento del último trimestre del año. Así, el bono americano a 10 años ha generado una rentabilidad del +3.5%, tras dos años en negativo (-17.8% en 2022 y -4.4% en 2021), pero sigue muy lejos de sus máximos históricos y ya acumula 41 meses de drawdown, el periodo de tiempo más prolongado desde que existen registros.

En este entorno Gamma Global ha subido un +4.46%, marcando nuevos máximos desde el inicio del fondo. Con independencia de estos excelentes resultados, hemos conseguido mantener una cartera sólida y con una rentabilidad atractiva que nos hace ser muy optimistas para 2024. En estos momentos, tenemos más de un 70% invertido en emisiones de renta fija con una rentabilidad ligeramente superior al 7% (expresada en euros) con una duración de 2.8 años. Hay que destacar que estas rentabilidades no difieren mucho de las que hemos tenido los últimos años; sin embargo, lo que ha cambiado es el número de emisiones que hemos encontrado que cumplen las características que exigimos a nuestros valores. Así, empezamos 2024 con el menor nivel de renta variable desde el inicio (10%) y significativamente menor al de los últimos años (22.9%, 19.4% y 12.5%, exposición promedio 2021, 2022 y 2023 respectivamente).

Movimientos de la cartera:

En el último trimestre comentábamos que habíamos modificado ligeramente la estrategia con la que gestionábamos la liquidez. La posición de tesorería es una parte clave que reduce la volatilidad y aumenta nuestra flexibilidad, a la vez que genera una rentabilidad atractiva.

Tal y como escribíamos, habíamos dejado de comprar activos de corto plazo con vencimientos a 3 y 6 meses en favor de bonos con vencimientos a 2027 y 2028, concretamente Prosus, Glencore y Merlin, con rentabilidades anuales entre el 4.6% y el 6%. Asumíamos de esta manera un ligero repunte de la volatilidad a cambio de una mayor rentabilidad.

Sin embargo, tan solo tres meses después nos vemos obligados a volver a la estratégica original. Para nuestra sorpresa, el mercado ha cambiado de opinión muy rápidamente, dándonos la razón inmediatamente. Las rentabilidades de estos bonos han bajado hasta alrededor del 3.5%, materializando al instante parte de la rentabilidad que esperábamos en los próximos años, por lo que preferimos volver a invertir la parte de liquidez en instrumentos de corto plazo que nos ofrecen rentabilidades cercanas al 4.5%.

Explicado de otra manera. El bono americano a 10 años ofrece un 3.8% de rentabilidad anual, mientras que la letra a un mes genera un 5.4%. De esta manera, la curva está invertida, cuando en una situación normal debería de tener un diferencial entre 100 y 200 puntos básicos. Así, en un escenario normalizado, la letra a un mes debería de estar entre el 2% y el 3% para justificar la rentabilidad actual del bono a 10 años. Es posible que dicho movimiento se haya producido al descontar demasiado rápido la bajada de tipos. De ser así, volveremos a tener oportunidades para aumentar la duración en el segmento de liquidez.

Destacados del trimestre:

Bono Kistos vencimiento II/2024 (contribución en el trimestre: +0.04%):

Kistos ejerció su opción para recomprar íntegramente la emisión. Hasta el momento, Kistos había comprado el bono en el mercado, logrando retirar 73M de los 90M que se emitieron inicialmente. A pesar de los sucesivos intentos para comprarnos el bono, nosotros manteníamos la posición por la atractiva rentabilidad ajustada al riesgo. Sin embargo, en diciembre, Kistos nos ha obligado a venderles el bono ejerciendo su derecho a recompra. La compañía estaba retrasando dicho movimiento, pues obligaba a recomprar los 60M

de deuda que poseía Tulip con vencimiento de 2026. Esta deuda se generó a consecuencia de la adquisición de los activos en Holanda y tenía un vencimiento bastante lejano. De esta manera, este desembolso limita la capacidad de la compañía para realizar adquisiciones hasta 2025.

Bono PGS vencimiento 03/2027 (contribución en el trimestre: +0.01%):

La deuda de PGS, una de las compañías líderes en el sector de estudios sísmicos offshore, es una de las últimas incorporaciones a la cartera. PGS tiene una flota de barcos que obtiene datos geofísicos que utilizan las compañías de petróleo y gas para incrementar la efectividad en la búsqueda de nuevos yacimientos. La última década ha sido muy negativa para el sector y tan solo una compañía (TGS) ha logrado sortear las masivas ampliaciones de capital y reestructuraciones de sus competidores. La razón es que TGS ha operado de manera eficiente y conservadora, sin deuda y asset light, es decir, sin la propiedad de los barcos. Esta aproximación al sector le ha permitido generar flujo de caja positivo todos los años, mientras que PGS ha quemado mucha caja, mayormente por los elevados intereses. Monitorizábamos el bono desde su emisión en febrero de 2023, reuniéndonos con el equipo directivo en su colocación; sin embargo, a pesar de la rentabilidad atractiva (13.5%), la compañía no cumplía los requisitos de seguridad que exigimos a nuestras inversiones. El elevado apalancamiento nos exponía a tener que proyectar una fuerte recuperación en el sector o una ampliación de capital. A pesar de que la flota de barcos ha ido menguando durante los últimos años y lo razonable era esperar dicha recuperación, no teníamos suficiente margen de seguridad. Sin embargo, la compañía ha dado un giro de 180 grados en los últimos meses mediante una operación corporativa. TGS y PGS han decidido fusionarse, a la vez que han ampliado capital con el objetivo de operar de manera conservadora con caja neta. A pesar de la excelencia operativa de TGS, ha decidido fusionarse con PGS, pues considera que su modelo de negocio está en peligro. La significativa reducción de la flota hace más difícil mantenerse en el negocio sin poseer los activos, y confirma la visión positiva para los próximos años. Desde el punto de vista del acreedor, esto ha cambiado significativamente el riesgo del bono y hemos decidido comprar. Por otra parte, la compañía nos ha comunicado su intención de recomprar la deuda cuando le permita el folleto (marzo 2025), así que disfrutaremos de una excelente rentabilidad hasta dicha fecha con un riesgo muy limitado.

Estos son algunos de los ejemplos de la manera en la que afrontamos las inversiones, con profundo análisis de cada una de las posiciones, y eligiendo en función del riesgo la conveniencia de atacar a la estructura de capital o a la parte de la deuda.

Aprovechamos esta comunicación para agradecer la confianza depositada por nuestros inversores, en el momento en que Gamma Global está a punto de cumplir tres años de vida, demostrando la consistencia en su metodología de inversión con unos excelentes resultados.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro
SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC