

Estimado partícipe,

Durante el trimestre la rentabilidad del fondo ha sido del +2.1%, acumulando una rentabilidad desde constitución (abril 2021) del +10.1%.

En el tercer trimestre los principales mercados financieros han sufrido caídas de entre un 4% y un 6%, siendo el el Hang Seng el más débil de todos, y el S&P 500 el que ha experimentado un menor descenso. El aumento de los tipos de interés abre un nuevo abanico de posibilidades para obtener rentabilidades elevadas sin asumir excesivo riesgo. En este entorno, la renta variable pierde parte de su atractivo y los inversores mueven sus ahorros a depósitos, letras, bonos de alto grado de inversión u otros activos similares. De hecho, el S&P 500 equiponderado se sitúa en pérdidas en lo que llevamos de año, y es que tan sólo los siete magníficos impiden que los índices coticen en negativo.

Por otra parte, la renta fija tampoco está generando resultados satisfactorios. Su mayor exponente, el bono americano a 10 años, retrocede un 3% en el año, a pesar del alto cupón. Estas caídas se han intensificado hasta el -5.3% durante octubre y se suman al -17.8% de 2022 y -4.4% de 2021.

Los bonos gubernamentales han tenido históricamente un papel de valor defensivo; sin embargo, recientemente no están cumpliendo con el objetivo de proteger una cartera diversificada. El elevado endeudamiento de los estados empieza a ser excesivo, en un momento en que la inflación se mantiene más resiliente de lo esperado e impide que los bancos centrales adopten políticas acomodaticias. Si nos centramos en el bono gubernamental a 20 años, un inversor que hubiese tomado una posición hace 10 años y la hubiese mantenido hasta hoy estaría en pérdidas. Es más, analizando el Bloomberg US Aggregate bond index -la forma más común de medir el performance del mercado de renta fija americano-, observamos que el índice hizo máximos históricos en agosto de 2020 y desde entonces, está inmerso en su mercado bajista más largo, con un 18% de caída en 38 meses.

En nuestra opinión, la reciente subida en las yields de largo plazo es, mayormente, consecuencia de una elevada oferta y una reducida demanda. Por una parte, el alza del límite de deuda y los vencimientos han provocado que el tesoro americano haya emitido \$2.18 trn entre el 2 de junio y el 17 de octubre, elevando la deuda total del país a \$33.7 trn, es decir, 33.648.686.850.967 dólares. De esta manera, las arcas del tesoro americano se han restablecido en un corto periodo de tiempo tras quedarse prácticamente sin liquidez. Por otra parte, los mayores compradores de deuda americana, los bancos centrales, especialmente la FED, están reduciendo balance, por lo que no están atendiendo a las subastas americanas. Así, estos dos fenómenos han provocado que los tipos de interés de largo plazo hayan aumentado para atraer suficiente demanda que cubriese la oferta.

Nos encontramos ante un escenario complejo. La elevada deuda de los estados es un problema que el mundo ha ido posponiendo durante los últimos años, ayudados por una política muy laxa por parte de los bancos centrales. Sin embargo, más pronto que tarde, esto supondrá una losa en el crecimiento global, pero por ahora, los organismos competentes siguen mirando hacia otro lado. Es sorprendente que este año EEUU alcanzará el tercer mayor déficit de la historia. En concreto, el gobierno americano proyecta 1.7 trn de diferencia negativa entre sus ingresos y gastos. Esta cifra representa un alarmante 7% del PIB, una cantidad extremadamente alta si tenemos en cuenta que nos encontramos en un periodo de bonanza económica. Al igual que en el sector privado, los estados se verán obligados a tomar medidas de control de gasto y aumento de ingresos. Los últimos eventos extraordinarios como las guerras y la pandemia han ido retrasando la disciplina presupuestaria, pero, desgraciadamente, el escenario más probable desemboca en una mayor presión fiscal tanto a corporaciones como individuales.

Viéndolo con perspectiva, la significativa reducción de impuestos implementada por Trump en 2018 no fue una decisión acertada. A pesar de servir como fuerte catalizador en los mercados financieros, la economía norteamericana gozaba de buena salud y en consecuencia no era necesario un plan fiscal tan expansivo que,

además, no fue acompañado de una reducción de gastos para adaptarse a la nueva situación de ingresos. Este problema se agravó después de la pandemia y la guerra con las ayudas masivas y aumento del presupuesto en defensa. A la vez, el aumento de los tipos de interés ha provocado unos mayores intereses y hacen más difícil reducir la deuda. Hay que destacar que el programa de reducción de impuestos de Trump termina en 2025, por lo que, en teoría, los impuestos volverán a subir de forma significativa en 2026, reduciendo de esta manera los beneficios de las empresas. Sin embargo, no esperamos que los mercados empiecen a preocuparse por esto hasta después de las elecciones de 2024.

En este entorno de excesivo endeudamiento y elevados tipos de interés, en Gamma Global hemos construido una cartera diversificada y resiliente compuesta por empresas con balances sólidos con una duración media de 2.5 años y 7% de rentabilidad a vencimiento.

Movimientos de la cartera:

Durante el trimestre hemos aumentado nuestra exposición a bonos hasta el 73% de la cartera, la cifra más alta desde la constitución del fondo. Para ello hemos dejado de renovar activos de corto plazo con vencimientos a 3 y 6 meses y hemos empezado a invertir en bonos con vencimientos entre 2027 y 2028. En concreto, hemos iniciado posición en Prosus, Glencore y Merlin. Los tres emisores tienen una elevada calificación y nos generarán rendimientos entre el 4.6% y el 6% anual durante los próximos 4-5 años.

A pesar de que entendemos que este movimiento puede conllevar un ligero aumento de volatilidad en el fondo debido a la mayor duración de estos activos, creemos que la rentabilidad que ofrecen dichas emisiones es suficientemente atractiva.

Destacados del trimestre:

Acciones Activision (contribución en el trimestre: +0.24%): Probablemente ha sido una de las adquisiciones más mediáticas de EEUU. Finalmente, a pesar de las complicaciones y constantes objeciones por parte de los reguladores, la CMA aprobó la adquisición en octubre del 2023, un año y medio después de que se anunciase la oferta de adquisición (enero del 2022). Este organismo de Reino Unido era el último regulador que faltaba por aceptar la operación y había demorado la decisión final tras mostrar su preocupación por el negocio en la nube. De esta manera, Activision concederá a Ubisoft los derechos del juego en la nube, por lo que la CMA se asegura que los títulos estarán disponibles a lo largo de diferentes plataformas durante los próximos 15 años. En Gamma Global hemos obtenido una rentabilidad del 27.4%, excluyendo el efecto de la divisa, que hemos cubierto durante todo el proceso.

Bono AMSC vencimiento 07/2025 (contribución en el trimestre: +0.20%): American Shipping Company (AMSC) anunciaba un acuerdo con Maritime Partners para vender su flota Jones Act. Establecida en 2005, AMSC es una compañía de leasing de tankers. La naviera tiene una flota de 9 product tankers y un shuttle (todo Jones Act) arrendados a sólidas contrapartidas (OSG y Keystone). Estos contratos garantizan 283M de ingresos y cubrían ampliamente la deuda. Así, aunque, para un inversor inexperto, el endeudamiento puede parecer alto, la realidad es que está respaldado por contratos de larga duración y activos de alta calidad. Además, la compañía pagaba \$40M de dividendos anuales a sus accionistas. Estos dividendos podrían haberse suprimido en caso de cualquier contratiempo. Con estas condiciones, en Gamma Global habíamos adquirido un bono que generaba una rentabilidad del 10% anual durante 2.5 años y que nos resultaba muy atractivo al estar fuera del radar de los inversores, mantener una gran visibilidad de beneficios, poseer activos de calidad y con capacidad de eliminar el dividendo e incluso levantar capital en caso de problemas, ya que estaba listada con un accionista de referencia. Sin embargo, AMSC ha decidido dar un giro radical a su negocio y ha vendido su flota de tankers para centrarse en el segmento offshore

donde ya había adquirido un activo. La calidad de los activos se confirma en el precio de venta, pues el precio pagado es 2.4x book value y PER 20. De esta manera, la operación requiere un cambio de avalista y según el folleto, la nueva compañía está obligada a recomprarnos el bono a 103.1. De esta manera, hemos recogido 1 año de rentabilidad en un mes y a partir del 1 de noviembre reciclaremos el capital en otras alternativas.

Bono IPCO vencimiento 02/2027 (contribución en el trimestre: +0.15%): En septiembre, la compañía decidió acudir a los bonistas para incrementar en \$150M su bono de \$300M. Para ello utilizó la opción de tap issue que permite acceder a financiación sin incurrir en grandes costes, ya que la nueva emisión se incorpora al bono que se emitió a inicios de 2022. Sin embargo, el entorno de tipo de interés es completamente diferente, y es que el bono de IPCO tiene un cupón del 7.25%, sin embargo, la nueva emisión se ha colocado con un elevado descuento sobre par (93) al 9.7% de rentabilidad anual a vencimiento. IPCO goza de buena salud financiera y no tiene necesidades inmediatas de liquidez, pero quiere tener margen de maniobra en el caso de tener algún inconveniente en el desarrollo de Blackrod o se presente alguna oportunidad de M&A. Hemos aprovechado las excelentes condiciones del tap issue para incrementar nuestra posición en el bono, ya que IPCO cumple todas las condiciones que exigimos a nuestras inversiones. La compañía cuenta con un accionista de referencia con elevado trackrecord y capacidad de respaldarla en malos momentos; además, los activos son de calidad con bajos breakevens y jurisdicciones estables, a la vez que estos activos están desarrollados generando caja y cuenta con un fuerte balance con caja neta.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro
SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC