

Estimado partícipe,

Durante el tercer trimestre la rentabilidad del fondo ha sido del 3.29%, acumulando un retorno desde constitución (abril 2021) del 19.09%.

La FED recortaba los tipos en septiembre y rompía el ciclo de once subidas, que empezó en marzo de 2022. Aunque el BCE dio el primer paso el pasado mes de junio, el recorte del banco central americano inicia oficialmente el ciclo de bajadas de tipos de interés a nivel global. Además, la FED sorprendía al mercado con un recorte más fuerte de lo esperado (50 puntos básicos) y establecía una guía que implica dos bajadas extra (25 puntos básicos) en lo que queda de año.

Sin embargo, tal y como ocurrió tras el recorte del BCE, este movimiento no ha generado alzas en los bonos. Es más, los tenedores del bono americano a 10 años, el instrumento de referencia en la renta fija, experimentan pérdidas del 3.7% desde que la FED bajó los tipos (18 de septiembre) hasta final de octubre, momento en el que escribimos esta carta. De esta manera, el 10 años americano ofrecía una rentabilidad del 3.65% un día antes de la decisión de la FED, mientras que ahora se sitúa en 4.25%.

Comprar bonos de larga duración esperando beneficiarse de la primera reducción de tipos no ha tenido el resultado esperado. Una vez más, una operación que parecía clara ha terminado generando el resultado opuesto. Desgraciadamente, 2 más 2 pocas veces son 4 en el mercado. Existen diferentes explicaciones sobre el comportamiento de los bonos. Unos argumentan que cada vez hay más oferta de bonos del tesoro y menos compradores. Hay que destacar que el gobierno americano tiene una deuda total de \$35.8trn, lo que significa un endeudamiento superior al 120% del PIB, con un déficit (\$1.8trn) inaudito en un año de expansión económica. Por hacernos una idea de la magnitud del problema, el gobierno americano paga \$3bn cada día tan sólo en intereses. De esta manera, algunos economistas sugieren que no existen suficientes compradores a estos precios y, por tanto, la deuda americana tiene que aumentar su rentabilidad para atraer a nuevos inversores. En cambio, otros indican que la subida de las "yields" responde a la mayor probabilidad de que Trump gane las elecciones. Durante las últimas semanas hemos visto como el partido republicano gana terreno en los sondeos. Hay que señalar que se estima que las propuestas de Trump incrementarán sustancialmente la deuda americana (>\$5trn por año), pues el expresidente propone recortes de impuestos más pronunciados, sin reducir el gasto. Así, este grupo de economistas sugieren que el mercado de deuda ha empezado a descontar el impacto en el mercado de bonos de la de la victoria de Trump. Por último, existe otro grupo que considera que la inflación está volviendo a repuntar y esto es lo que realmente refleja el bono a 10 años. A pesar de que el precio del petróleo se mantiene controlado, los recientes acuerdos alcanzados por los sindicatos indican una aceleración de los salarios americanos. En las últimas semanas Boeing ha tenido que comprometerse a incrementar los salarios de su plantilla alrededor del 8% anualizado durante los próximos 4 años (un total del 35%) para evitar la huelga. Por otra parte, los operadores portuarios de la costa este y la costa del golfo han conseguido un incremento del 62% para los siguientes 6 años, lo que les llevará a cobrar 63 dólares la hora desde los 39 dólares actuales. Desde luego, la mentalidad de los trabajadores estadounidenses ha cambiado radicalmente desde el Covid. En el pasado, el poder de negociación recaía en las compañías, ya que había exceso de mano de obra cualificada, sin embargo, la situación actual es completamente diferente y en este escenario es complicado mantener controlada la inflación.

A pesar del repunte de la rentabilidad de los bonos desde el 18 de septiembre hasta finales de octubre, Gamma Global ha subido más de un 2% en este periodo, acumulando un 7.13% en el año. Tal y como hemos expuesto en las cartas anteriores, el comportamiento de nuestra cartera no tiene mucha correlación con los datos de inflación o las decisiones de la FED y depende más de nuestra habilidad para seleccionar buenas compañías.

A pesar de la excelente rentabilidad durante los primeros 10 meses del año, lo más importante es que seguimos manteniendo una cartera de renta fija compuesta por magníficas compañías con una rentabilidad esperada en euros del 6.5% con un vencimiento medio ligeramente superior a los 3 años.

## Movimientos de la cartera:

Durante el trimestre hemos experimentado más actividad de lo normal. Golar, NES Fircroft, Mutares, Kosmos y Navigator nos pagaban una significativa prima para recomprarnos los bonos antes de vencimiento. Para ello emitían nuevas emisiones a 2029 en la que decidíamos participar en la mayoría de los nombres mencionados. Por otra parte, vendíamos aquellos bonos que ya habían corrido mucho y ofrecían poca rentabilidad (Teva 2025 y Glencore 2028), para financiar las compras de Kistos y BlueNord que tienen un mejor ratio de rentabilidad/riesgo.

En estos momentos tenemos 44 emisiones en cartera y alta visibilidad sobre la rentabilidad futura con tan sólo dos vencimientos en 2025, Burford y Hellofresh.

## Destacados del trimestre:

### **Bono de Prosus vencimiento 08/2028** (contribución en el trimestre: +0.10%):

Un año después de tomar la posición seguimos sorprendidos de que el mercado nos permitiese comprar esta emisión a una rentabilidad anual superior al 6% hasta 2028. Durante el trimestre, la deuda y las acciones han respondido positivamente a los estímulos anunciados por el gobierno chino. Hay que recordar que más del 80% del NAV de la compañía está explicado por Tencent. Además, las compañías de iFood, que representan el 11% del NAV (Swiggy, Delivery Hero, Meituan...), también han reportado por encima de las expectativas del mercado.

### **Acciones de Ama Group** (contribución en el trimestre: +0.28%):

La empresa australiana de talleres mecánicos ha realizado una ampliación de capital muy dilutiva para los accionistas que nos ha obligado a multiplicar por casi tres veces nuestra posición. Lo que, a priori, podría ser considerado como una señal negativa ha terminado propiciando un fuerte movimiento en la acción (+50% desde el precio de suscripción). La principal razón es que esta ampliación elimina el problema del apalancamiento que estaba afectando al poder de negociación de la compañía con sus proveedores y clientes, al mismo tiempo que le permite invertir en proyectos muy lucrativos. El negocio de Ama Group es altamente rentable y estable, con gran resiliencia en periodos de crisis económica, ya que tendemos a alargar la vida de los vehículos en periodos económicos complicados y, por tanto, visitamos el taller con más frecuencia. Sin embargo, el periodo de confinamiento, la escasez de mano de obra, la dificultad para contratar mano de obra inmigrante y los efectos inflacionarios que han venido después del COVID, sumado a unas malas decisiones del anterior equipo directivo han provocado que la compañía haya tardado más tiempo del que pensábamos en estabilizar el negocio. Así, esta ampliación de capital le permite a la empresa retomar la senda de crecimiento y alta generación de caja que le caracterizaba en el anterior ciclo.

**Cobertura Euro Dólar** (contribución en el trimestre: +1.53%):

La cobertura sobre el dólar es un punto crítico en nuestro proceso. Por una parte, la historia nos ha demostrado que la divisa siempre revierte a la media, ya que a ninguna de las dos grandes regiones les interesa una moneda excesivamente débil o fuerte. Sin embargo, aun sabiendo que a largo plazo experimentaremos pérdidas con los derivados, creemos que es necesario cubrir nuestra exposición, pues es la única manera de controlar la rentabilidad y volatilidad de la cartera. El dólar es la moneda por referencia y la mayoría de los emisores utilizan dicha divisa para financiarse porque atraen a una mayor cantidad de inversores. Nagacorp (Camboya), Euronav (Holanda) o IPCO (Canadá) son algunos de los ejemplos de empresas que utilizan únicamente el dólar para financiarse a pesar de cotizar en otras divisas. Así, en estos momentos tenemos más del 50% de la cartera en dólares. De esta manera, un movimiento de depreciación del 10% del dólar nos supondría una pérdida superior al 5% en el fondo, por lo que decidimos asumir una pequeña pérdida anual como consecuencia de la cobertura y evitar el ruido en la cartera.

Muchas gracias por su confianza.

Jose Ramón Boluda y Gabriel Castro  
SINGULAR ASSET MANAGEMENT SGIIC

## Aviso Legal

El contenido del presente documento ha sido elaborado por Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. y se suministra solo con fines informativos. Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. es una entidad domiciliada en España (Goya II, 28001 Madrid), sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C/ Edison, 4 Madrid), en cuyo Registro de Sociedades Gestoras de IICs se encuentra inscrita con el número I85. El documento ha sido elaborado en base a la información disponible en el momento de generación del mismo, habiendo llevado a cabo sus mejores esfuerzos para asegurar que la información contenida se encuentre actualizada, resulte suficiente y se presente de forma comprensible para sus destinatarios o para los receptores probables de la información. Sin embargo, la situación actual de la cartera del vehículo podrá diferir a la recogida en el mismo, tanto por cambios en las circunstancias de mercado, como por las decisiones de inversión adoptadas, de acuerdo con las limitaciones legales y contractualmente aplicables. Singular Bank no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas, directas o indirectas, como consecuencia de este informe. – Estos datos tienen finalidad informativa y no deben interpretarse en ningún caso como una recomendación de compra o venta, o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base de ningún tipo de decisión sobre inversiones actuales o futuras. En todo caso, la entidad no se hace responsable del uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor como consecuencia de las operaciones que formalice teniendo en cuenta dicha información. – Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A. no se hace responsable de las posibles limitaciones legales derivadas, entre otras cosas, de la nacionalidad o residencia del inversor. El tratamiento fiscal aplicable depende de las circunstancias individuales de cada inversor, pudiendo cambiar en el futuro. Se advierte expresamente que el presente documento no incluye recomendaciones fiscales, legales o contables de ningún tipo. – Le informamos que rentabilidades pasadas no son un indicador fiable de rentabilidades futuras. Tenga en cuenta que toda inversión conlleva riesgos, incluido el riesgo de ausencia de rentabilidad, pérdida del capital invertido y/o el riesgo de tipo de cambio para los productos denominados en divisa distinta del EUR. – Los datos relativos a resultados de los instrumentos financieros, índices financieros o de los servicios de inversión referidos en el presente documento, pueden estar condicionados por el efecto que deriva de las comisiones, honorarios, impuestos, gastos conexos y tasas que puedan soportar dichos resultados brutos, pudiendo provocar, entre otros efectos más comunes, una disminución en dichos resultados brutos, que podrá ser mayor o menos dependiendo de las circunstancias particulares del inversor de que se trate. – Sin perjuicio del cumplimiento por Singular de las condiciones establecidas en la normativa pertinente sobre servicios, operaciones y productos de inversión, llamamos la atención de los destinatarios y de los receptores probables del presente documento a que su contenido y forma no ha estado sujeta a verificación previa y/o aprobación o registro por ninguna autoridad financiera. En caso de que lo hubiera estado, así como cualquier referencia a dicha autoridad supervisora en el presente documento, no debe entenderse como una indicación acerca del respaldo o aprobación por dicha autoridad a los servicios, operaciones y productos objeto del presente documento. Tenga presente que Singular, se reserva el derecho de modificar la gama de servicios, productos y precios en cualquier momento, sin previo aviso y que toda la información y opiniones expresas en el presente documento están sujetas a modificaciones. – Adicionalmente, se señala que este documento no sustituye la información legal preceptiva que deberá ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión; la información legal prevalece en caso de cualquier discrepancia. En particular, antes de invertir en Instituciones de Inversión Colectiva debe consultar su documentación legal, incluyendo el último Folleto Informativo, Documento de Datos Fundamentales para el Inversor y los informes de contenido económico. Dicha información legal estará a su disposición en la sede de la gestora y/o en su página web. Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de cualquier forma o medio o redistribuida sin el previo consentimiento por escrito de Singular Asset Management, S.G.I.I.C., S.A.